

## UNIVERSIDAD TORCUATO DI TELLA

### TESIS DE MAESTRIA EN DERECHO Y ECONOMÍA

#### ECONOMÍA DE LA COMPRA APALANCADA DE EMPRESAS

¿Creación de valor o insolvencia inducida? Hallazgos del caso Argentino.



#### ALUMNO

SONEYRA, SEBASTIÁN

#### TUTOR DE TESIS

FERMO, JULIO CÉSAR

CIUDAD AUTÓNOMA DE BUENOS AIRES, 8 JUNIO DE 2015

“La diferencia entre el modo de tener y el modo de ser en la esfera del conocimiento se expresa con dos fórmulas: Tengo conocimiento y Conozco. Tener conocimiento es tomar y conservar la posesión del conocimiento disponible (Información); conocer es funcional y sólo sirve como medio en el proceso de pensar productivamente”.

**Erich Fromm**

“La puerta al templo de la sabiduría es el conocimiento de nuestra propia ignorancia”

**Benjamín Franklin**

## **AGRADECIMIENTOS**

El desarrollo de la presente Tesis no es una tarea individual sino el producto de un trabajo colectivo motivado principalmente por la pasión que despierta el conocimiento vinculado a las fusiones y adquisiciones de empresas, y el deseo de encontrar nuevos aportes que enriquezcan el campo del conocimiento.

Sin dudas, esta parte del trabajo es la que más disfruta el autor ya que la culminación de esta Maestría, que se expresa en el presente trabajo, es la síntesis de muchos meses de esfuerzo y dedicación.

Es por ello que deseo agradecer a mi mujer que supo entenderme, acompañarme y fundamentalmente apoyarme desde el momento que decidí embarcarme en este proyecto. Además, tengo un especial agradecimiento a mis padres por haberme transmitido los valores de la humildad, la estudiosidad y la magnanimidad y a mis amigos por seguir estando a mi lado a pesar de mis grandes ausencias durante este último tiempo.

Quiero agradecer profundamente al distinguido profesor y tutor Julio Fermo, por haber aceptado sin condicionantes dirigirme en esta tarea, por su tiempo, esfuerzo y por la calidad de sus contribuciones y sugerencias que ayudaron a superarme constantemente en la búsqueda de nuevas categorías, necesarias para el abordaje de este apasionante tema, en virtud de la pluralidad de enfoques que ha desarrollado la literatura jurídica, económica y financiera.

Por último a mis muy estimados colegas, compañeros y amigos de la promoción 2009 con quienes nos unieron largas, intensas e innumerables charlas, debates e intercambios de ideas que me nutrieron profundamente y que me hicieron crecer como persona y profesional.

## RESUMEN

El presente trabajo de investigación pretende en primer lugar realizar una revisión profunda de las principales características, modalidades, régimen legal vigente en Argentina, métodos de valuación y estructura de capital y financiación que puede adoptar la compra apalancada de empresas, para luego concentrarnos en el análisis económico del endeudamiento, la insolvencia y de las motivaciones, racionales y no racionales, que siguen los hombres de negocios al momento de decidir una fusión o adquisición con el propósito de poder concluir si la utilización de esta herramienta en un determinado contexto macroeconómico determinado, genera verdaderos incentivos para maximizar el valor de todas las partes involucradas en este proceso (empresa, accionistas, empleados y acreedores), o bien, por la enorme carga de deuda que se le inyecta a la empresa adquirida, conduce inevitablemente a la quiebra.

Para este último análisis nos apoyaremos en categorías de las finanzas modernas surgidas de la escuela de economía neoclásica<sup>1</sup> y basadas en las teorías de cartera de Markowitz<sup>2</sup> y del mercado de capitales de Sharpe<sup>3</sup> y, a través de una nueva corriente denominada finanzas conductuales<sup>4</sup>, desarrollada a partir de las teorías de la escuela conductual que asume la ineficiencia de los mercados y la irracionalidad de sus actores (los cuales influyen en los precios infravalorándolos o sobrevalorándolos de forma persistente y duradera) y desarrolla modelos en base al comportamiento real de las personas.

---

<sup>1</sup> La economía neoclásica es un término utilizado para definir la teoría económica orientada a la determinación de los precios, los productos y la distribución de los ingresos en los mercados a través de la ley de la oferta y la demanda, a partir de la hipótesis de la maximización de la riqueza de los individuos y de acuerdo a la teoría de selección racional.

<sup>2</sup> Harry Markowitz, economista americano conocido principalmente por su trabajo sobre la teoría moderna de carteras así como sus publicaciones referentes al riesgo, el retorno, la correlación y la diversificación de los activos. Por dicho trabajo recibió el premio nobel de economía en el año 1990 conjuntamente con Miller y Sharpe.

<sup>3</sup> William F. Sharpe, economista americano conocido principalmente por su trabajo sobre la fijación de precios de activos financieros (Capital Asset Pricing Model).

<sup>4</sup> Las finanzas conductuales, la cual es una área de la economía conductual, se basa en el estudio social, cognitivo y emocional de los individuos, incluidos los consumidores, los prestatarios, los inversores y las instituciones, para comprender la toma de decisiones en los mercados y sus efectos sobre los precios de mercado, la rentabilidad y la distribución de carteras. Los modelos del comportamiento integran visiones de la psicología con la teoría financiera neoclásica.

La presente tesis aplicará los conceptos de las finanzas modernas y de las finanzas conductuales sobre transacciones realizadas en Argentina con compañías cerradas durante el período 1993-2013, con el objetivo de evidenciar que el uso adecuado del instrumento jurídico-financiero, en compañías que reúnan ciertas características patrimoniales y financieras, bajo determinadas circunstancias (inexistencia de riesgo moral, comportamientos oportunistas o situaciones de selección adversa entre el comprador y vendedor) y en un contexto macroeconómico apropiado, permite mitigar los riesgos que genera el mayor endeudamiento en la compañía *target*. La investigación pretende desterrar la falacia que quedó instalada en la Argentina luego de la crisis del 2001, como consecuencia de la experiencia fallida que tuvo el Grupo Exxel con sus últimas compras, de que de que la utilización de “*leverage buy out*” lleva necesariamente a la compañía controlada a una situación de insolvencia.

Adicionalmente a través de la revisión del marco normativo actual que regula la figura y del análisis de la jurisprudencia de los casos más trascendentes, se realizará un diagnóstico acerca de la eficiencia del sistema normativo con el objeto de poder concluir si los intereses de todas las partes están adecuadamente protegidos.

**Palabras Clave:** Compra apalancada de empresas, valuación, análisis económico del derecho, jurisprudencia, endeudamiento, insolvencia, eficiencia, finanzas conductuales, riesgo moral, selección adversa, Grupo Exxel.

**Abstract**

Firstly this research aims to perform a thorough review of the main features, characteristics, current legal regime in Argentina, methods of valuation, capital structure and funding that may take the leveraged buy out. Then to focus on the debt economic analysis, insolvency and motivations, rational and non-rational, following by managers when deciding a merger or acquisition in order to be able to conclude whether the use of this tool, in a given macroeconomic environment, generates real incentives to maximize value for all parties involved in this process (firm, shareholders, employees and creditors), or if inevitably leads to bankruptcy due to the weight of debt injected to the acquired company.

For the previous analysis we will rely on categories from the neoclassical school and theories based on Markowitz portfolio and Sharpe capital market, and also through a new category called behavioral finance, developed from theories of behavioral school that assumes the inefficiency of markets and the irrationality of economic agents.

The thesis applies the definitions of modern and behavioral finance on transactions in Argentina with non-public companies during the period 1993-2013 in order to demonstrate the accurate use of this financial instrument, in companies that meet some financials under certain circumstances (lack of moral hazard, opportunistic behavior or adverse selection between the buyer and seller) and in an appropriate macroeconomic environment, can mitigate the risks generated by increased borrowing in the target company. The research aims to banish the fallacy that was installed in Argentina after the 2001 crisis, as a result of the failed experience Exxel Group had with their latest purchases that leverage buy out necessarily lead to bankruptcy. Additionally, a deeply revision of leverage buy out current regulatory framework and the analysis of the jurisprudence will be carried out to get a diagnosis of legal system efficiency in order to conclude if the interests of all parties are adequately protected.

**Keywords:** Leverage buyout, valuation, leverage, insolvency, law economic analysis, behavioral finance, moral hazard, adverse selection, Exxel Group.

**INDICE**

1. Introducción	pág. 9
1.1. Razones Personales para Investigar el Tema	pág. 11
1.2. Planteamiento del Problema de Investigación	pág. 12
1.2.1 Enunciado del Problema	pág. 12
1.2.2 Formulación del Problema	pág. 15
1.3. Objetivos de la Investigación	pág. 15
1.3.1 Objetivo General	pág. 15
1.3.2 Objetivos Específicos	pág. 15
 2. Marco Conceptual de la Investigación	pág. 16
2.1. Justificación Práctica	pág. 16
2.2. Delimitación de la Investigación	pág. 16
2.3. Marco Histórico	pág. 16
2.4. Marco Teórico-Filosófico	pág. 26
2.4.1 Modelos Neoclásicos	pág. 27
2.4.2 Modelos de Comportamiento Gerencial	pág. 28
2.4.3 Modelos de Ger. del Mercado de Capitales	pág. 31
2.5. Marco Conceptual	pág. 32
2.6. Tipo de Investigación e Hipótesis	pág. 33
2.7. Diseño de la Investigación	pág. 33
2.8. Población y Muestra	pág. 33
2.9. Fuentes para la obtención de la información	pág. 33
 3. Desarrollo de la Investigación	pág. 34
 <b>Capítulo I: Fusiones y Adquisiciones</b>	pág. 34
3.1.1. Aspectos Generales de las F&A	pág. 34
3.1.2. Razones Económicas de las F&A	pág. 41
3.1.3. Razones Discutibles de las F&A	pág. 46
3.1.4. Proceso de Compra-Venta de una Firma	pág. 52
3.1.5. Marco Legal Regulatorio	pág. 57

<b>Capítulo II: Métodos Tradicionales de Valuación de Empresas</b>	pág. 64
3.2.1. Conceptos Básicos	pág. 64
3.2.2. Valor del Capital vs. Valor de la Empresa	pág. 65
3.2.2.1 Métodos basados en el Balance	pág. 66
3.2.2.2 Métodos basados en Múltiplos	pág. 67
3.2.2.3 Métodos basados en Flujos de Fondos	pág. 73
3.2.2.4 Métodos basados en la Creación de Valor	pág. 83
3.2.2.5 Métodos basados en Opciones Reales	pág. 84
 <b>Capítulo III: La Compra Apalancada o Leverage Buy-Out</b>	 pág. 86
3.3.1. Introducción	pág. 86
3.3.2. Antecedentes Históricos	pág. 89
3.3.3. Componentes de un LBO	pág. 90
3.3.4. Características que debe reunir una empresa	pág. 94
3.3.5. Pasos en un LBO	pág. 95
3.3.6. Estructura de la Deuda en un LBO	pág. 97
3.3.7. El LBO en la República Argentina	pág. 100
3.3.8. Análisis Jurisprudencial	pág. 106
 <b>Capítulo IV: Análisis Económico de la Compra Apalancada</b>	 pág. 109
3.4.1. Economía del Endeudamiento Corporativo	pág. 109
3.4.2. Economía Conductual y Behavioural Finance	pág. 115
3.4.3. Economía del Comportamiento Directivo	pág. 123
3.4.4. Teoría de Juegos en el LBO	pág. 126
 <b>Capítulo V: Análisis Empírico de LBO's entre 1993-2013</b>	 pág. 129
3.5.1. E Grupo Exxel	pág. 129
3.5.2. La Toma de Empresas	pág. 135
3.5.3. LBO Post Convertibilidad	pág. 146
 4. Conclusión y Reflexiones Finales	 pág. 152
 5. Bibliografía Utilizada	 pág. 159



## 1. INTRODUCCION

Una gran cantidad de personas probablemente recuerden la película “Una Mente Brillante”, ganadora de cuatro Oscar de la Academia, donde Russell Crowe personifica al matemático John Nash. En un pasaje de la película, un grupo de señoritas irrumpe en un bar en que el que Nash se encontraba con amigos. Ante esta situación, el grupo de amigos toma distancia y se prepara para lanzarse sobre la más bonita. Ante esta situación Nash manifiesta: “si todos vamos por las más bella, no conseguiremos nada, ni con ella ni con las amigas, que se sentirán luego como una segunda opción. Si por el contrario vamos por las amigas tendremos todos mayores posibilidades de éxito”. El plan funcionó a la perfección y John Nash años después consiguió el Premio Nobel de Economía y la teoría de juegos pasó a ser estudiada en todo el mundo.

La escena descripta grafica lo ocurrido en nuestro sistema financiero durante los últimos veinte años donde, en virtud de un entorno de negocios cada vez más complejo y dinámico, fue necesario reestructurar a las empresas privadas y públicas, en tanto hubo fusiones y adquisiciones. En este sentido, la compra apalancada de empresas, o su expresión anglosajona *Leverage Buy-Out* (en adelante LBO), representa un particular mecanismo para adquirir empresas en marcha, el cual se caracteriza por el bajo costo para el adquirente debido a que la compañía adquirida es la que soporta el mayor costo de la operación. Como más adelante se explicará, su origen tuvo lugar en los Estados Unidos y en un breve lapso de tiempo su utilización se expandió a lo largo de todo el mundo, especialmente en aquellos países con modelos de apertura económica y promoción del ingreso de capitales extranjeros, como fue nuestro país a partir de la instalación de la estabilidad económica a comienzos de los años noventa.

Los importantes cambios económicos producidos en Argentina en dicha época y la aparición de atractivos negocios, entre ellos las privatizaciones, hicieron arribar un volumen significativo de fondos, algunos con intención de permanencia y otros en la búsqueda de elevadas tasas de retorno para tomarlas y emigrarlas nuevamente. Esto generó un movimiento inusual en el

mercado doméstico de control de empresas, donde algunos empresarios y fondos de inversión recurrieron al LBO como herramienta para adquirir paquetes accionarios, que luego de la devaluación del año 2002, tuvieron que ser reestructurados por el impacto de la revaluación de la deuda incorporada.

Por su naturaleza la compra apalancada incluye un conjunto de operaciones coordinadas y armonizadas, que a lo largo de su desarrollo va colisionando con los intereses de los distintos actores que participan del sistema productivo: trabajadores, inversionistas, acreedores, proveedores y consumidores.

A fin de proporcionar un hilo conductor a este trabajo, partiremos desde un enfoque eminentemente conceptual acerca de las fusiones y adquisiciones, luego analizaremos las razones económicas, racionales o no racionales, que siguen los inversores al momento de analizar una operación de esta envergadura, el marco legal vigente en nuestro país y los diferentes métodos de asignación de valor que se toman en cuenta para la determinación del precio de compra. Posteriormente, abordaremos la descripción de la compra apalancada, sus principales características, las diferentes modalidades que puede adoptar, las partes intervinientes en la operación, la estructura de capital y de financiación que la supone y el análisis de algunos casos resonantes de jurisprudencia en Argentina respecto a la licitud del uso de esta herramienta.

Por último nos sumergirnos en el análisis económico del endeudamiento, en el aspecto conductual que está detrás del uso de esta técnica, apoyándonos en aspectos de la psicología, la economía y en la teoría de juegos para, a través del análisis empírico de transacciones en Argentina, poder concluir si la utilización del LBO, en firmas con ciertas características y dentro de un contexto macroeconómico determinado, puede maximizar el valor de la firma o bien conducir inevitablemente a una situación de insolvencia. Sin dudas, el propósito de la presente investigación no reside en agotar el tratamiento de la figura del LBO, sino propender a una valoración integral de la técnica, a partir de categorías del análisis económico del derecho y de las finanzas, para comprender la conveniencia de su utilización en determinados ámbitos.

### 1.1. RAZONES PERSONALES PARA INVESTIGAR EL TEMA

El autor considera que conocer y entender el proceso mediante el cual se genera valor en las empresas es indispensable para desempeñar con creces la difícil tarea de conducir y administrar las mismas. En este sentido la compra apalancada constituye una herramienta muy interesante que permite entre otras cosas, financiar la mayor parte del precio de compra de un paquete accionario mediante la obtención de recursos financieros ajenos, que estarán garantizados por los flujos futuros y activos de la empresa adquirida, fomentar la eficiencia operativa y agregar valor económico a la organización y a sus accionistas. El abordaje de esta técnica de financiamiento nos embarca en una tarea a menuda surcada por posturas disímiles en donde diferentes autores y juristas han realizado un análisis sumamente astringente de la figura, omitiendo apreciar los variados matices que pueda adoptar, como también sus oportunidades y amenazas, en un contexto de negocios global con mayores regulaciones que tienden a tutelar los intereses de los socios minoritarios, trabajadores y acreedores, las partes más desprotegidas en este proceso, ante una eventual situación de cesación de pagos.

Es un ejercicio frecuente de las compañías evaluar las fusiones, tanto desde el punto de vista del comprador como el vendedor. Debido a la falta de investigación y a la importancia que reviste el tema, el autor cree que una buena forma de ampliar el campo del conocimiento es mediante el análisis económico de la técnica jurídica, a través de la revisión de algunas operaciones realizadas por fondos *buy-out* en Argentina durante los últimos veinte años, con el objeto de poder hallar verdaderos estímulos que permitan su utilización efectiva bajo ciertas limitaciones, en contextos macroeconómicos caracterizados por una marcada inestabilidad económica y política, y en segundo lugar poder concluir acerca de la eficiencia de todo el ordenamiento jurídico que regula la figura. El objetivo del presente trabajo no reside en realizar un resumen de toda la literatura vigente del LBO, sino en comprender, a través de preceptos de la economía y de las finanzas, las verdaderas virtudes de este mecanismo, para lograr maximizar los beneficios de todas las partes que intervienen en un proceso de reorganización empresarial.

## 1.2. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA DE INVESTIGACION

### 1.2.1. ENUNCIADO DEL PROBLEMA

Las fusiones y adquisiciones (en adelante F&A) han tomado en los últimos años un ritmo e importancia muy amplios. Según el último informe publicado por la firma *Thomson Reuters*<sup>5</sup>, el valor de los acuerdos corporativos a nivel mundial ascendió a 2,4 billones de dólares durante el año 2013, registrando una disminución del 6% respecto a los niveles del 2012 y por debajo del máximo registrado en 2007, donde Estados Unidos lidera el ranking con una participación del 43%, seguido por Europa (23%) y Asia Pacífico (19%).

En Latinoamérica de acuerdo a los datos publicados por Deloitte en Argentina<sup>6</sup>, el año 2014 presenta 750 adquisiciones. Si bien la cantidad de acuerdos generados en este período es superior a la de años anteriores, todavía no se alcanza el valor del monto total percibido en 2010 que fue de USD 165 mil millones. El valor agregado que representan las adquisiciones es de USD 147,82 mil millones, siendo Brasil el principal actor durante este período.

Como consecuencia del cambio tecnológico, la globalización y la apertura económica que abrió industrias nacionales que estaban protegidas, se produjeron importantes modificaciones en el mapa de las grandes empresas en la Argentina durante los años noventa. El primer hito en dicha dirección estuvo asociado al proceso de privatizaciones, el cual generó asociaciones entre grupos económicos locales y empresas de capital extranjero. Con posterioridad a la crisis del Tequila, y en el marco de un renovado interés de los inversores extranjeros por la economía argentina, la configuración de las grandes empresas volvió a alterarse significativamente, asumiendo un creciente peso el capital extranjero. Si bien el aspecto saliente del proceso de F&A durante las últimas dos décadas ha sido la adquisición de empresas locales por parte de firmas transnacionales, algunos grupos económicos también participaron

---

<sup>5</sup> THOMSON REUTERS. (2012). **Mergers & Acquisitions Review**. Ext. de <http://dmi.thomsonreuters.com>.

<sup>6</sup> DELOITTE FINANCIAL ADVISORY SERVICES. (2015). **Mercado de Fusiones y Adquisiciones para Latinoamérica**. Extraído de [www.deloitte.com/ar](http://www.deloitte.com/ar).

activamente del proceso en cuestión fortaleciendo su posicionamiento sectorial o redireccionando sus inversiones hacia otros sectores.

Como explica claramente Matías Kulfas<sup>7</sup> este proceso fue favorecido por la reactivación económica, el significativo atraso cambiario resultante del contexto macroeconómico que generó una valorización adicional para algunas empresas locales, muchas de las cuales poseían activos fijos amortizados o patrones tecnológicos con elevados grados de obsolescencia y las condiciones asimétricas de acceso al crédito entre inversores locales y extranjeros que determinaron tasas de rentabilidad inferiores para los proyectos de inversión encarados por empresarios locales *vis-a-vis* los internacionales. Esta convergencia entre las estrategias de las empresas multinacionales de ingresar a la economía argentina mediante adquisiciones de empresas existentes con marcas bien posicionadas y aceitadas cadenas de distribución, las ocasiones que se le presentaron a los grupos económicos locales con escasas oportunidades de insertarse eficientemente en una dinámica competitiva en la que intervendrían compañías líderes a nivel global y la posibilidad de obtener elevados montos en dólares por sus activos, generó una explosión en el mercado de la reestructuración empresarial, siendo la compra apalancada la herramienta utilizada con mayor frecuencia por los empresarios.

Este procedimiento para adquirir una compañía, que consiste en financiar la mayor parte del proceso de compra mediante la obtención de recursos financieros ajenos que estarán garantizados con los flujos futuros de caja y los activos de la empresa objeto de la adquisición, fomenta la eficiencia de las compañías según Michael Jensen<sup>8</sup>. La presión que supone el endeudamiento, la concentración del accionariado en las manos de los directivos y la introducción de una activa supervisión por parte de los proveedores de capital, conducen a una mejora de la actividad de la compañía adquirida.

---

<sup>7</sup> KULFAS, Matías. (2001). **El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas. Factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de capital local**, CEPAL, Santiago de Chile, Chile, Pág. 71.

<sup>8</sup> JENSEN, Michael C. (1989). **Eclipse of the Public Corporation**, Harvard Business Review, Vol. 76, pp. 61-74. Extraído de <https://hbr.org/1989/09/eclipse-of-the-public-corporation>.

Esta forma de asociación constituyó una respuesta que el mundo económico ideó en los años 80 para hacer frente a nuevas necesidades de financiación, en un momento histórico determinado y que, todavía en nuestros días, continúa jugando un papel muy importante en el proceso de canalización de fondos hacia las actividades productivas. En nuestro país producto de la devaluación y la pesificación asimétrica del año 2002, los resultados esperados ex ante (aprovechamiento de ventajas fiscales, mejoras operativas, aumento en el valor de la cotización de las acciones, reducción de conflictos de intereses resultantes de un mayor apalancamiento y mayor motivación de los gestores, ahora devenidos en propietarios), no pudieron materializarse debido a que muchas compañías terminaron por concursarse, en acuerdos preventivos extrajudiciales o en manos de la banca privada, como consecuencia de la caída en la actividad económica y el peso de la asfixiante deuda en moneda extranjera (fundamentalmente aquella que no se benefició con la pesificación). Esta modalidad de adquisición terminó por ser criticada y denostada por gran parte de la literatura producto de los efectos sociales que generó (pérdida de empleo, reducción de salarios, transnacionalización de activos).

A la luz de estos resultados se hace difícil ponderar correctamente los beneficios y costos de esta herramienta debido al conflicto de intereses que se genera en la convivencia de diferentes actores con objetivos disímiles: administradores, accionistas, empleados y obligacionistas, ya que puede llevar a errores en la valoración y a supuestos incorrectos en una operación de F&A.

Cuando se analizan datos empíricos, un reporte de KPMG informa que solo el 17% de las fusiones de una muestra de 700 operaciones entre 1996 y 1998, ha creado valor agregado cuando el 82% de los participantes creía que su trato había sido un éxito<sup>9</sup>. A pesar de esta tasa de fracasos, la cantidad de negocios crece, lo cual muestra la relevancia de estudiar con profundidad el tema, con el objeto de encontrar dentro de la economía y las finanzas, incentivos que agreguen valor para el inversor y eviten el vaciamiento de una firma.

---

<sup>9</sup> KPMG. (1999). **Unlocking Shareholder Value: The Keys to success**, London, England. Mergers & Acquisitions Global Research Report. Extraído de [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu).

### **1.2.2. FORMULACIÓN DEL PROBLEMA**

¿La compra apalancada es una herramienta que permite realmente aumentar el valor de una firma o es una operatoria que pueda conducir al vaciamiento de la misma y a su posterior quiebra?; ¿Es utilizable en todo tipo de firmas o estas deben reunir algunas características particulares?; ¿Existen incentivos para todas las partes interesadas a llevar a cabo este trato?; ¿Es eficiente el ordenamiento jurídico actual que regula esta figura? ¿Deben darse ciertas condiciones macroeconómicas para obtener los resultados esperados?

### **1.3. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION**

#### **1.3.1. OBJETIVO GENERAL**

Aportar al campo del conocimiento una visión económica del proceso de LBO que permita encontrar verdaderos incentivos para todas las partes involucradas, evitando potenciales conflictos de intereses que condicionan la materialización de dichas operaciones, mediante el análisis de casos reales.

#### **1.3.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

- a) Analizar las motivaciones racionales y no racionales por las cuales los individuos o las empresas deciden realizar fusiones y adquisiciones.
- b) Describir en forma general los diferentes tipos de adquisiciones de empresas y en particular el LBO, procurando comprender sus antecedentes, orígenes, componentes, el proceso y la estructura de la deuda.
- c) Identificar las ventajas y riesgos que tiene la utilización de esta herramienta en el mundo de los negocios corporativos.
- d) Mostrar la pertinencia de combinar un enfoque sistémico con un enfoque metodológico como es la teoría de la agencia, la teoría de juegos y la economía conductual para analizar la compra apalancada de empresas.
- e) Justificar mediante un análisis económico-financiero por qué el LBO puede ser herramienta genuina de creación de valor y no un instrumento especulativo, analizando para ello si la regulación vigente es eficiente y genera incentivos.

f) Realizar un análisis empírico de las consecuencias y efectos que generó la utilización de esta metodología a través de casos reales en Argentina.

## **2. MARCO CONCEPTUAL DE LA INVESTIGACIÓN**

### **2.1. JUSTIFICACION DE LA INVESTIGACION**

Las razones que motivaron al autor a ocuparse del objeto de la presente investigación obedecen a la necesidad de aportar evidencia en favor de los procesos de compra apalancada llevados a cabo en nuestro país, con el propósito de acreditar que no respondieron a un criterio especulativo o de asistencia financiera prohibida, sino que constituye una herramienta que puede agregar valor a la firma cuando son utilizados bajo ciertas condiciones.

### **2.2. DELIMITACION DE LA INVESTIGACIÓN**

La investigación se centrará solamente en el análisis económico-financiero de operaciones de compra apalancada realizadas por diferentes fondos de Private Equity en Argentina durante el período comprendido entre 1993 y 2013, con el objetivo de verificar si se ha logrado eficiencia operativa e incorporación de valor a pesar de la divergencia de intereses entre los diferentes agentes.

### **2.3. MARCO HISTÓRICO**

Las fusiones y adquisiciones de empresas no son un fenómeno nuevo ni propio del capitalismo. Ocurren desde hace más de cien años, desde el comienzo mismo de la industrialización y generalmente se presentan, y en esto parece existir un fuerte consenso entre los estudiosos, en ciclos u olas. De acuerdo a Günter Müller-Stewens<sup>10</sup>, profesor y director del Instituto de Administración de la Universidad St. Gallen en Suiza, actualmente nos encontramos en medio de la quinta ola, la cual se destaca porque las operaciones son por volúmenes sustancialmente mayores, son más espectaculares y porque muchas de ellas llevan implícito un riesgo comercial superior.

---

<sup>10</sup> MÜLLER-STEVENS, Günter. (2000). **Fusionen: Gefährliche Spiele**. Manager Magazine 3/2000, Germany.



La primera ola surge durante el año 1897 en el contexto de la revolución industrial y termina con el quiebre de la bolsa de Nueva York en 1904. Se caracterizó en gran medida, tanto en Estados Unidos como en Europa, no solo por la consolidación de la producción industrial sino también por el fortalecimiento y formación de monopolios, motivados principalmente por el deseo de reducir la competencia de precios en lugar de explotar las economías de escala. Una importancia especial tiene en este proceso la expansión por medio de la integración horizontal, que llevo a la creación de grandes empresas que concentraron la mayor parte del poder de mercado en sus respectivas industrias, por estar integradas de manera vertical.

Esta primera ola de F&A no se puede explicar sin la existencia de un mercado amplio e integrado. Según Victor Libio de los Ríos<sup>11</sup> varios aspectos ayudaron a consolidar este primer ciclo de operaciones, entre ellos: las leyes de defensa de la competencia fueron favorables a las F&A; la experiencia de negocios adquirida con la dura competencia hizo que los empresarios sean más receptivos a la idea de reorganizarse, el desarrollo de un mercado financiero que podría absorber grandes sumas de dinero y la aparición de promotores y asesores financieros que se beneficiaron con este tipo de operaciones. La mayoría de los pagos a las empresas implicó una mezcla de dinero en efectivo y de instrumentos financieros. El surgimiento del moderno mercado de capitales es una de las dos innovaciones institucionales de esta primera ola.

La segunda ola tuvo lugar en los años 1916 a 1929 y que al igual que el anterior ciclo terminó con el conocido quiebre del “*viernes negro*”. Estuvo caracterizada por los esfuerzos que se realizaron para reestructurar la actividad de los monopolios, que se tradujo en avances sobre las legislaciones antimonopolio, tanto en Europa como Estados Unidos. En este sentido Sudarsanan<sup>12</sup> argumenta que la aplicación de las leyes antimonipolio es la responsable de la aparición de la segunda ola de adquisiciones, que comenzó

---

<sup>11</sup> LIBIO DE LOS RÍOS, Victor. (2011). **Las principales olas o ciclos de fusiones y adquisiciones desde finales del siglo XIX hasta la actualidad**, Economía Informa N° 367, México. Universidad Nacional Autónoma de México.

<sup>12</sup> SUDARSANAM, Sudi. (2003). **Creating Value From Mergers and Acquisitions: The Challenges**. England. Prentice Hall/Financial Times, pp. 2-8.

en la década de 1910, continuó a través de la década de 1920, y se derrumbó en 1929 con la caída de la bolsa y posterior depresión. Luego las empresas se centraron en la expansión vía F&A a través de integraciones de tipo vertical. La segunda ola de fusiones, al igual que la primera, fue precedida por cambios tecnológicos que permitieron la competencia en un escenario más grande, donde la llegada del automóvil (como en la primera ola había sido el ferrocarril) permitió a los vendedores un nuevo medio para la ampliación de sus áreas de venta y un control más eficiente de los canales de abastecimiento y dotó a los consumidores de mayor movilidad. La llegada de la radio comercial en la década del veinte fue un medio particularmente susceptible a la publicidad de las marcas. Surgió el banco de inversión como patrocinador de las F&A.

La depresión económica mundial de la década de 1930 y la Segunda Guerra Mundial impidieron el surgimiento de una ola de adquisiciones hasta la década de los cincuenta del siglo pasado. La tercera ola se desarrolló a partir de la década de 1950 y se prolongó durante casi dos décadas. Alcanzó su punto máximo en 1968 y se derrumbó en 1973, cuando la crisis del petróleo empujó a la economía mundial a otra recesión. Esta ola es una de las más estudiadas y es donde se encuentran diversas y variadas posiciones respecto a los comportamientos y motivos de la expansión de las fusiones y adquisiciones.

Por su parte, Shleifer y Vishny<sup>13</sup> señalan que en Estados Unidos el comienzo de la tercera ola de F&A coincidió con un endurecimiento del régimen de defensa de la competencia implementado en 1957. Por lo tanto sostienen que esta reforma a la reglamentación contribuyó en gran medida a que las empresas de Estados Unidos persiguieran objetivos hacia la diversificación conglomerada en sus estrategias de F&A. La nueva legislación antimonopolio hizo más problemática las expansiones horizontales y verticales, dejando a las empresas la opción de adquisiciones fuera de sus propias industrias o sectores. Además, este tipo de operaciones no relacionadas contribuyó al debate sobre los verdaderos motivos que había detrás de estas adquisiciones,

---

<sup>13</sup> SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. (1988). **Value Maximization and the Acquisition Process**, Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 1, University of Chicago, United States.

al afirmar que la tercera oleada también fue impulsada en gran medida por los intereses personales de los administradores de incrementar el poder de mercado.

Sudarsanam<sup>14</sup> señala que las nuevas teorías de la administración, como la organización multidivisional de empresas, proporcionaron en ese periodo una gran inspiración para que los administradores se propusieran objetivos de crecimiento a través de diversificaciones conglomeradas. Los aspectos poco desarrollados del mercado de capitales en aquella época y la relativa precariedad de la información sobre las empresas y los mercados contribuyeron al desarrollo de esta forma de integración. En segundo lugar el acceso de los inversores y las empresas al manejo de la información, bases de datos y a informes de calidad sobre las empresas era muy reducida, donde además el tener posibilidades de disponer de fondos externos de financiamiento era muy limitada. Por o tanto, las empresas trataron de superar los problemas de obtención de fondos por medio del desarrollo de mercados de capital interno. De esta manera las estructuras conglomeradas permitían disminuir la variabilidad de las ganancias, tener un menor riesgo a la quiebra y se podían alcanzar mayores niveles de apalancamiento.

En ese sentido los administradores al diversificar los negocios con el objeto de disminuir la volatilidad de las ganancias en sus empresas, aumentan la posibilidad de supervivencia de las empresas y al mismo tiempo protegen sus propias posiciones personales. Además, si el régimen de compensación para los directivos es sobre la base de parámetros de referencia de crecimiento, los gerentes son incentivados para continuar la diversificación de las adquisiciones, posiblemente a expensas del valor de empresa. En este sentido Michael Jensen<sup>15</sup> comenta que la característica común de los modelos de agencia es que los directores renuncian al objetivo de la maximización de valor y adquieren empresas con el fin de perseguir sus intereses personales, es decir tienen incentivos para que sus empresas crezcan más allá del tamaño óptimo.

---

<sup>14</sup> SUDARSANAM, Sudi. (2003). Op. cit. en nota 8.

<sup>15</sup> JENSEN, Michael C. (1986). **Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers**. American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329, United States.

Otra explicación para la diversificación a través de adquisiciones es la **“Teoría de la sinergia de gestión”** planteada por Matsusaka y citada por Stephen Martin<sup>16</sup>, quien menciona que las sinergias administrativas se obtienen si la experiencia de la gestión administrativa de la empresa objetivo es complementaria a la de las experiencias administrativas de la empresa compradora. Un rasgo distintivo de la actividad de F&A durante los sesenta fue que el número de adquisiciones en las que la empresa oferente mantuvo el staff administrativo de la empresa objetivo fue alta. Interpreta esto, como evidencia de apoyo a la teoría de la sinergia, que el mercado de trabajo del *“management”* fue establecido en dicho período con costosas ineficiencias, suficientes para obligar a las empresas a encontrar talento directivo a través del costoso mecanismo de adquisición de empresas.

En conclusión las diversificaciones por conglomerado durante esta ola se atribuyen a las agresivas regulaciones antimonopolio, a los subdesarrollados mercados de capitales externos, a la debilidad de los mecanismos de control de los accionistas, a las ineficiencias en el mercado de trabajo y a los todavía precarios sistemas de información de las empresas y de los mercados. Como corolario las acciones de varios conglomerados quebraron entre 1969-1970 y la diversificación de las compañías nunca alcanzó los beneficios esperados<sup>17</sup>.

La cuarta ola surge durante los años ochenta impulsada por los cambios en las políticas a favor de la competencia, la desregulación del sector financiero y las innovaciones financieras, especialmente los bonos denominados “basura” o *“junk bonds”*. Este cuarto ciclo surgió como respuesta a las ineficiencias generadas con la expansión de las diversificaciones conglomeradas.

Un medio ambiente menos estricto respecto a la defensa de la competencia, mercados de capitales más competitivos, y una mejora en los mecanismos de control de los accionistas de las empresas contribuyeron a estimular los

---

<sup>16</sup> GUGLER, Klaus; YURTOGLU, Burcin B. (2008). **The Economics of Corporate Governance and Mergers**, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, United Kingdom.

<sup>17</sup> DU BOFF, Richard B.; HERMAN, Edward S. (1989). **The promotional-financial dynamic of Mergers movements: a historical prospective**. Journal of Economic Issues, Vol. 23, p. 107, United States.

procesos de des-diversificación y reorientar hacia el núcleo de los negocios de las empresas.

Holmström y Kaplan<sup>18</sup> señalan dos aspectos importantes respecto a la cuarta ola de F&A. En primer lugar indican que una combinación de crisis industrial, la limitación de la discrecionalidad administrativa y la tendencia de des-conglomeración fueron responsables de las fusiones y adquisiciones de la década del ochenta. En segundo lugar destacan la alta incidencia de las adquisiciones hostiles y relacionan a las mismas y la continuidad de las transacciones privadas durante dicho período como el principal mecanismo del gobierno corporativo para reducir las ineficiencias de agencia. Sin embargo, el éxito de estas medidas y las costosas formas de reestructuración empresarial no hubieran sido posible sin la mayor disponibilidad de financiación a través del uso de deuda, a través de los bancos y de los mercados de bonos basura, qué no sólo aumentó el apalancamiento para hacer más fusiones y adquisiciones, sino también impartió una mayor disciplina en las administraciones y en la reducción de los problemas de agencia asociados con la disponibilidad de un alto flujo de efectivo. La ola finalizó con el LBO de USD 25 billones de RJR Nabisco y el colapso del mercado de bonos basura, los préstamos bancarios y los serios problemas de portafolio de los bancos comerciales.

La quinta ola tuvo su inicio en el año 1993, y como todas las olas anteriores, se inició con un auge económico y se detuvo como consecuencia del derrube de las empresas puntocom y la caída del Nasdaq y grandes escándalos financieros como por ejemplo Enron. Se pueda afirmar que esta quinta ola muestra elementos sin comparación, tanto en términos de valor de las adquisiciones como en el número de fusiones y adquisiciones realizadas. Un primer aspecto a destacar es su carácter internacional. El número de transacciones realizadas en Europa fue tan grande como su contraparte de Estados Unidos, destacando también el incremento en las transacciones realizadas en Asia y en otros países emergentes.

---

<sup>18</sup> HOLSTROM, Bengt; KAPLAN, Steven N. (2001). **Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s**. Journal of Economic Perspectives, Vol. 25, No. 2, pp. 121-144, United States.

Una segunda particularidad fue que en mayor medida en las F&A se involucró una proporción cada vez más grande de transacciones transnacionales, lo que fue un reflejo del creciente proceso de globalización de los productos, servicios y de los mercados de capitales. Un aspecto importante que impulsó este movimiento fueron también el avance en los procesos de desregulación en importantes sectores económicos y los procesos de privatización que coadyuvaron a disparar las fusiones y adquisiciones transfronterizas. Otro aspecto a destacar es que tanto en las fusiones y adquisiciones transfronterizas, como en las de carácter doméstico, la actividad tendió a ocurrir preponderantemente entre las empresas en industrias relacionadas (horizontalmente y verticalmente), donde el *driver* no fue la especialización o la reestructuración de las empresas (como pudo ser la tónica en la cuarta ola), sino más bien el crecimiento de las empresas y la búsqueda del afianzamiento competitivo por participar ya en los mercados ampliamente globalizados.

Por último un punto importante a resaltar durante este período es el relacionado con el financiamiento de las F&A. En ese sentido están los planteamientos de Shleifer y Vishny<sup>19</sup> quienes enfatizan la relación existente en la década de 1990 entre el mercado alcista y el uso abrumador de las acciones como método de pago en los procesos de fusiones y adquisiciones. La sobrevaloración de las acciones que se utilizaron para comprar activos reales que estaban subvalorados, dieron origen a lo que ellos llaman "*prima inadecuada*", que fue una importante fuente de valor de las F&A de ese período. Esta sobrevaluación de acciones empujó también a los directores a hacer ofertas públicas de adquisición, incluso cuando no creaban beneficios sinérgicos o de otra índole, generando de manera indirecta una disminución en el volumen de adquisiciones hostiles, como consecuencia del precio elevado de sus acciones. Basta recordar la fusión de Arco y BP Amoco en 2000 (50.000 millones de dólares); la fusión del holding Royal Dutch Petroleum con la Shell Transport & Trading en 2004 (80.000 millones) y las absorciones de Gillette por Procter & Gamble (57.000 millones) y de PeopleSoft por Oracle (13.300 millones) en enero de 2005, por nombrar sólo las más importantes.

---

<sup>19</sup> SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. (1988). Op. cit. en nota 9.

**GRAFICO 1**

## Resumen de las cinco olas de F&amp;A

	Wave # 1	Wave # 2	Wave # 3	Wave # 4	Wave # 5
<b>Period</b>	1893-1904	1910s-1929	1955-1975	1984-1989	1993-2000
<b>Predominant means of payment</b>	Cash	Equity	Equity	Cash / Debt	Equity
<b>M&amp;A outcome</b>	creation of monopolies	creation of oligopolies	Diversification / conglomerate building	'bust-up' takeovers; LBO	Globalization
<b>Predominant nature of M&amp;A</b>	Friendly	Friendly	Friendly	Hostile	Friendly
<b>Beginning of wave</b>	Economic expansion; new laws on incorporations; technological innovation.	Economic recovery; better enforcement of antitrust laws.	Strengthening laws on anti-competitive M&A's; Economic recovery after WW 2.	Deregulation of financial sector; Economic recovery.	Strong economic growth; Deregulation and privatization.
<b>End of wave</b>	Stock market crash; First World War.	The Great Depression.	Market crash due to an oil crisis.	Stock market crash.	Burst of the internet bubble; 9/11 terrorist attack.

Fuente: T.J.A. Nouwen. (2011). **M&A waves and its evolution throughout history**. Thesis. Pag.7. Tilburg University.

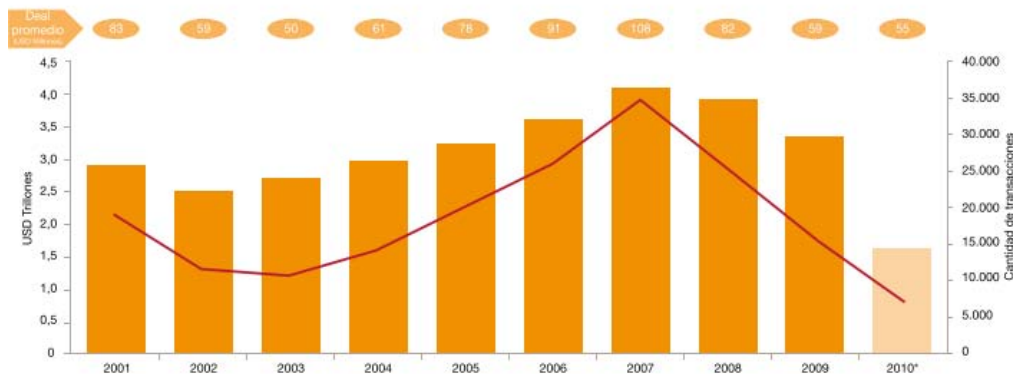
Martynova y Renneboog<sup>20</sup> sugieren la posibilidad de que desde mediados de 2003 se haya iniciado una nueva ola, que coincidiría con la recuperación gradual de los mercados económicos y financieros después de la recesión que comenzó en el 2000, cuyas características estarían dadas por la consolidación de algunos patrones de la quinta ola como el fortalecimiento de las operaciones transfronterizas y la mayor internacionalización del proceso. A pesar de la caída en el volumen de operaciones durante dicho período (2000-2003), se ha mantenido una tendencia alcista en los años 2004, 2005 y 2006 debido a una mejora en las condiciones macroeconómicas globales, un aumento en los retornos de las corporaciones, alta liquidez, tasas de interés relativamente bajas e inmensas fuentes de financiamiento disponibles provenientes de los crecientes pools de capitales de inversión.

<sup>20</sup> MARTYNOVA, Marina & RENNEBOOG, Luc. (2005). **Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives**. TILEC Discussion Papers No. 2005-107. Tilburg, Netherlands.



## GRAFICO 2

## Operaciones de M&amp;A en el mundo



Fuente: Thomson Reuters. (2010). **Mergers & Acquisitions Review**. [Http://dmi.thomsonreuters.com](http://dmi.thomsonreuters.com)

En el año 2007 se mantuvo la tendencia alcista, sin embargo el ritmo de crecimiento se vio influenciado por la crisis de hipotecas subprime en norteamérica y la mayor incertidumbre en los mercados. La crisis financiera desatada en los Estados Unidos en el año 2007 y que provocó la quiebra de Lehman Brothers durante 2008, fue generada principalmente por el debilitamiento de la denominada “burbuja inmobiliaria”, como consecuencia del crecimiento de las tasas de interés de las hipotecas por sobre los valores de inmuebles, que empezó a afectar la capacidad de repago de los deudores hipotecarios y, por consiguiente, a los acreedores, entidades y fondos que operaban en el mercado de hipotecas. Esta falta de liquidez produjo la quiebra de importantes instituciones financieras norteamericanas y la estatización de otras por parte del gobierno, a fin de evitar el colapso del sistema financiero.

El año 2009 será recordado como un año de recesión global dado el impacto que tuvo la “mundialización” de la crisis en economías como Europa, Japón y otros países desarrollados, mientras que en los países emergentes como China, Brasil y América Latina el efecto fue mitigado por la menor exposición al sistema financiero internacional. Esta situación redujo en aquellos años el volumen de acuerdos y la actividad transaccional a niveles mínimos. Azotados por la crisis financiera, inversores de Asia, Europa y Norteamérica volvieron a poner el foco en las economías emergentes con posibilidades de crecimiento y



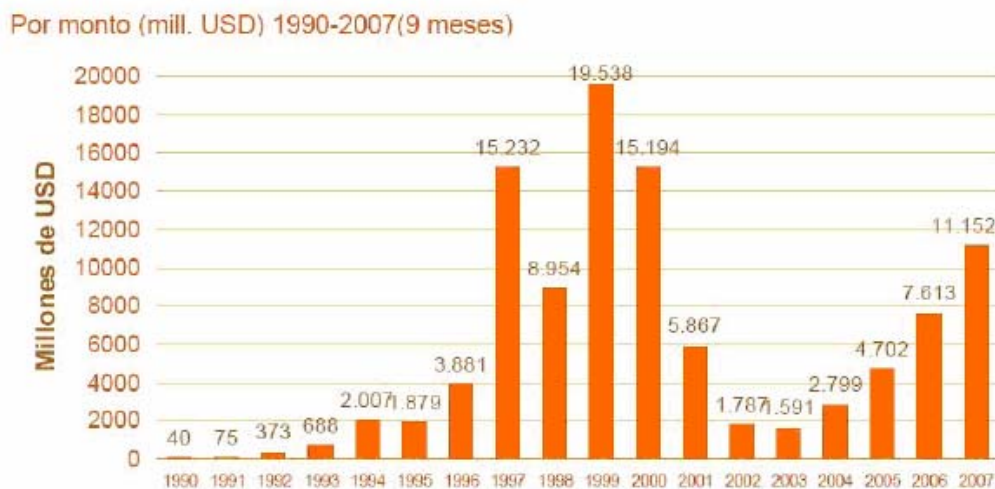
durante los años 2010-2011 se incrementaron la cantidad de transacciones realizadas. En América Latina crecieron un 22%, marcando el año 2010 un record absoluto con un volumen de negocios de USD 165 billones<sup>21</sup>.

Si bien el año 2013 mostró una progresiva recuperación de la economía estadounidense, la grave situación que aún hoy continúan atravesando algunas economías europeas obligó a las grandes empresas a dejar pasar el momento a la espera de un escenario más favorable para sus negocios. No obstante ello, la mentalidad expansionista de algunas firmas pudo más, y pese al sombrío panorama, decidieron apostar al futuro adquiriendo otras grandes firmas como fue el caso de American Airlines y US Airways, cuya fusión las convirtió en la mayor aerolínea del planeta.

En Argentina se observa que la evolución fue muy similar a la mundial (ver gráfico 3). Aunque con números más modestos que a finales de los noventa, se mantuvo la curva ascendente que se inició a partir del año 2003, como consecuencia de la recuperación de la crisis del 2001. La participación del capital extranjero en las compras fue mayor al 50%, siendo los capitales brasileros los que concentraron la mayor cantidad de operaciones durante el período 2007-2011.

### GRAFICO 3

#### Operaciones de M&A en Argentina



Fuente: PriceWaterhouseCoopers (2007). Informe de M&A. Extraído de [Http:// www.pwc.com.ar](http://www.pwc.com.ar).

<sup>21</sup> CPA FERRERE. (2014). **M&A en América Latina, Evolución y Perspectivas**. Montevideo, Uruguay, p. 1.

## 2.4. MARCO TEÓRICO-FILOSÓFICO

Según Greg Gregoriou & Luc Renneboog<sup>22</sup> existen tres modelos teóricos que explican las verdaderas motivaciones por las cuales se realizan las F&A: en primer lugar los modelos neoclásicos que sugieren que las olas de adquisición emergen de factores racionales económicos, políticos, industriales y regulatorios; los modelos que proponen que la motivación es impulsada por propios administradores (arrogancia, problemas de agencia o exceso de confianza) y por último modelos que atribuyen las adquisiciones al desarrollo general del mercado de capitales, donde se plantea que las olas se producen como resultado del manejo que los directores realizan de las diferentes oportunidades que brinda el mercado.

### 2.4.1. MODELOS NEOCLÁSICOS

El modelo neoclásico gira en torno a los factores económicos racionales que motivan a las firmas a reestructurarse. Ronald Coase<sup>23</sup> fue uno de los primeros defensores de este modelo y sugiere que la actividad de las adquisiciones de compañías está impulsada principalmente por el cambio tecnológico. Para el autor la empresa es “un conjunto de relaciones internas y externas dentro del entorno económico, constituidas por las transferencias coordinadas y las transacciones de mercado”. Coase planteó que la organización de la actividad productiva de la empresa responde a los costos de uso del mercado, especialmente a los costos de descubrir los precios relevantes y a los costos de negociación de contratos. La existencia de empresas, según Coase, se explica por el ahorro que ellas posibilitan realizar en los llamados *costos de transacción*. Imaginemos que para producir un automóvil una firma comprara las distintas partes a miles de proveedores, las ensamblara y luego vendiera el producto terminado. Cada una de estas transacciones genera un costo: hay que seleccionar el proveedor, negociar los contratos, hacer las gestiones para recibir cada uno de los productos y controlar su calidad. La empresa tiene su razón de ser en que permite ahorrar buena parte de esos costos.

<sup>22</sup> GREGORIOU, Greg N.; RENNEBOOG, Luc. (2007). **International Merger and Acquisition activity since 1990, Recent Research and Quantitative Analysis**. Burlington. Elsevier Finance.

<sup>23</sup> COASE, Ronald H. (1937). **The Nature of the Firm**. Economica. New Series. Vol. 4. No. 16, pp. 386-405. Extraído de <http://www.colorado.edu/ibs/eb/alston/econ4504/readings>.

Para Coase el tamaño de una empresa depende no solo de la tecnología sino de las diferencias en los costos de la transacción cuando los intercambios se hacen en el interior de una empresa o entre diferentes empresas. Cuando los costos de transacción son más altos, se recurrirá cada vez menos al mercado, y la empresa buscará realizar, por ella misma, aquellas actividades que generan este alto costo como una forma de disminuirlo, es decir que la empresa se integra. Pero esta integración por sí misma, también tiene asociada costos que deberán también tenerse en cuenta al evaluar sus beneficios.

Por otra parte Javanovic and Russeau<sup>24</sup> desarrollaron una teoría sobre las adquisiciones donde sostienen que los cambios económicos y tecnológicos generan un mayor grado de oportunidades de crecimiento corporativo. Según los autores las oleadas de las fusiones coinciden con épocas de cambio tecnológico, como por ejemplo el período 1890-1930 con el uso generalizado de la energía eléctrica, o entre 1970 y 2002 con la difusión de las tecnologías de la información. El proceso tecnológico fuerza a las compañías a reestructurarse para aumentar la eficiencia en sus procesos productivos. Este análisis toma la  $q$  de Tobin como medida de la evaluación de la eficiencia relativa de distintas empresas. Siguiendo este razonamiento, un choque tecnológico incrementa la  $q$  para las empresas prósperas, mientras que las disminuye para las que no la son tanto. Entonces, empresas con una  $q$  alta comprarían empresas con  $q$  baja asegurando una mejor asignación del capital. Si se contrasta con datos del mercado de valores norteamericano, esta sencilla teoría se ajusta de manera razonable en cuatro de las cinco olas de fusiones durante el siglo veinte. Como conclusión podemos afirmar que las F&A se han convertido en un instrumento muy importante de asignación de capital frente a los mecanismos tradicionales de entrada y salida de empresas del mercado. Por último autores como Harford<sup>25</sup> señalan que la actividad de fusiones y adquisiciones es más propensa a ocurrir cuando las compañías tienen excesiva liquidez o poco financiamiento al mercado externo.

<sup>24</sup> JAVANOVIC, Boyan; RUSSEAU, Peter L. (2002). **The Q-Theory of Mergers**. NBER Working Paper No. w8740. Extraído de <http://ssrn.com/abstract=298264>.

<sup>25</sup> HARTFORD, Jarrad. (1999). **Corporate Cash Reserves and Acquisitions**. Journal of Finance, Vol. 54, No. 6, pp. 1969-1997, United States.

#### 2.4.2. MODELOS DE COMPORTAMIENTO GERENCIAL

Además del punto de vista de que los factores económicos explican el nacimiento de operaciones de M&A, existe otro modelo que atribuye el surgimiento de este tipo de operaciones a un exceso de confianza por parte de los administradores, a un comportamiento de “seguir la manada” o a un problema de agencia. Este punto de vista se basa en estudios empíricos que indican que hay transacciones que han destruido en lugar de haber agregado valor a la firma. Este enfoque teórico se centra en los aspectos del proceso de toma de decisiones gerenciales para explicar este fenómeno.

Existen problemas de agencia cuando hay conflictos de interés entre el agente (es decir, los administradores) y el principal (es decir, los accionistas). Según Jensen<sup>26</sup> estos problemas de agencia pueden existir debido a grandes flujos de caja libres o *free cash flows*<sup>27</sup> que se encuentran bajo la custodia de los directores. De acuerdo al autor, la existencia de abultados flujos de caja libres le genera incentivos a los gerentes para crecer más allá del tamaño óptimo de la firma ya que perciben dicho crecimiento como una manera de aumentar su poder (aumento de los recursos bajo su control) y su paquete de compensación. Cuando este crecimiento va más allá del tamaño óptimo, se crea un conflicto entre el administrador y los accionistas. Estos problemas de agencia que surgen como consecuencia de grandes cantidades de flujo de caja disponible pueden crear olas de F&A en tiempos de un *shock* industrial, cuando es más conveniente crecer comprando que produciendo, o en presencia de mercados financieros *bullish* o en alza, cuando producto de información asimétrica, el valor que le asigna el mercado a las acciones de una empresa está por encima de la expectativa de valor de sus gerentes.

El modelo de “*seguir al rebaño*” implica que los administradores imitan o replican el comportamiento de otros gerentes respecto a decisiones exitosas de inversión, omitiendo considerar la información financiera de sus compañías.

---

<sup>26</sup> JENSEN, Michael C. (1986). Op. cit. en nota 11.

<sup>27</sup> Flujo de caja de libre es el exceso de flujo de efectivo que se requiere para llevar a cabo todas las adquisiciones a Valor Presente Neto o *Net Present Value (NPV)*.

Scharfstein y Stein (1990)<sup>28</sup> en un esfuerzo por examinar las fuerzas que inducen a que los inversionistas se comporten como un rebaño, construyen un modelo que, según ellos, constituye la fundamentación microeconómica de fenómenos que ocurren en los mercados de capitales como las célebres corridas bancarias. Afirman que un postulado clásico de la teoría económica es que “las decisiones de inversión reflejan las expectativas racionalmente formadas de los agentes y las decisiones son tomadas usando, de manera eficiente, toda la información disponible” (Scharfstein y Stein, 1990, p. 445).

En el modelo se considera una situación en la que el mercado laboral infiere la habilidad de los gerentes y su capacidad de tomar decisiones, a partir del historial de sus inversiones. Afirman que el comportamiento de rebaño es probable que surja debido a estos incentivos de reputación y a la impredecibilidad de los resultados de una inversión. Como existen componentes impredecibles en el valor de una inversión es altamente probable que los agentes listos no cuenten con suerte al realizar una inversión. En este caso un comportamiento ortodoxo favorecería su imagen en el mercado laboral. En palabras de los autores se expresa así: “... *an unprofitable decision is not as bad for reputation when other make the same mistake- they can share the blame if the are systematically unpredictable shocks (p.466)*”. En resumen, a diferencia de un mundo ideal donde los gerentes tienen por objetivo maximizar los retornos esperados de una inversión, en un mundo donde se hacen consideraciones acerca de la reputación, los agentes imitarán las acciones de otros agentes para compartir la culpa que acarrea la toma de decisiones erradas.

Por último Richard Roll<sup>29</sup> sostiene que las adquisiciones son promovidas por administradores que consideran que no se pueden equivocar y que sus pronósticos son perfectos. **Hubris** se refiere al efecto petulante de orgullo altivo y de exceso de confianza en uno mismo. Se dice que los individuos arrogantes no poseen el comportamiento racional necesario para abstenerse de hacer

---

<sup>28</sup> SCHARFSTEIN, David S.; STEIN Jeremy C. (1990). **Herd Behavior and Investment**. The American Economic Review. Vol. 80, Issue 3, pp. 465-479, United States.

<sup>29</sup> ROLL, Richard. (1986). **The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers**. Journal of Business, Vol. 59, No.2, pp. 197- 216, United States.

ofertas exageradas. Se ven envueltos en el “*furor de la caza*” donde hay que atrapar a la presa sin importar el costo. La arrogancia surge como consecuencia de administradores que están convencidos de que pueden gestionar de manera más eficiente la empresa objetivo y por lo tanto pagan un precio muy elevado por lograr tal cometido. Según esta hipótesis, los directores sobeestiman el valor económico de la empresa *target* abonando una prima exagerada que beneficia a los accionistas de la empresa adquirida.

En conclusión debido a que el efecto manada dará lugar a que se imite el comportamiento de los competidores, operaciones de F&A exitosas conducirán a un aumento de este tipo de transacciones en otras empresas. Debido al comportamiento de imitación, algunas F&A estarán sesgadas por la arrogancia de gestión que lleva a un rendimiento inferior para la empresa combinada. Esta idea es apoyada por la investigación realizada por Hartford (2003) argumentando que los primeros compradores o “*fast movers*” de una onda tienen la ventaja de que probablemente compren los mejores objetivos.

Una visión alternativa planteada por Gorton, Kahl y Rosen<sup>30</sup> muestra que la destrucción de valor en una adquisición puede anteponerse a una compra rentable. Estos autores postulan que cierta oleada de fusiones responde a cambios en el sector, como puede ser el caso de la desregulación bancaria. En consecuencia se producen “*fusiones defensivas*” diseñadas para aumentar lo suficiente el tamaño de las empresas como para no poder sufrir una oferta pública de adquisición hostil. Que el resultado sea beneficioso o perjudicial para los accionistas depende principalmente de los motivos de los directivos, de lo importante que sea para ellos mantener su puesto de trabajo y el resto de beneficios asociados al control. “Si a los directivos no les preocupa demasiado los beneficios privados que se derivan del control, tan sólo se producirán adquisiciones rentables”, escribían los autores. Sin embargo, si los directivos están preocupados por los beneficios asociados al control, entonces puede que antepongan las adquisiciones defensivas no rentables a las rentables.

---

<sup>30</sup>GORTON, Gary; KAHL, Matthias; ROSEN, Richard J. (2009). **Eat or be eaten: a theory of mergers and firm size**. The Journal of Finance, Vol. 64, pp. 1291-1344.

### 2.4.3. MODELOS DE GERENCIAMIENTO DEL MERCADO DE CAPITALS

El modelo se centra en la teoría de que la administración del mercado de capitales por parte de los gerentes, da origen a fusiones y adquisiciones en tiempos de bonanza económica. Myers y Majluf (1984) sostienen que en épocas de *boom* económico los administradores hacen uso de su *equity* sobrevaluado para invertir en otras firmas. Cuando los gerentes creen que el valor de su acción está sobrevalorada por el mercado, producto de la existencia de información asimétrica, podrían canjear sus títulos por activos reales. Los autores desarrollaron la Teoría de la Jerarquía Financiera o **“Pecking Order”** que establece una jerarquía de preferencias a la hora de financiar nuevas inversiones y que consiste básicamente en que las empresas: (1) prefieren financiarse mediante fondos generados internamente; (2) fijan el ratio de reparto de dividendos en función de sus oportunidades de inversión y de los flujos de caja esperados; (3) establecen repartos de dividendos más o menos fijos en el corto plazo; (4) destinan los recursos excedentes, luego de repartir dividendos y de llevar a cabo las inversiones previstas, a inversiones financieras temporales. Si estos recursos no fueran suficientes para realizar las inversiones necesarias, recurrirán a financiación externa, en primer lugar deuda, posteriormente obligaciones convertibles y, por último, acciones. Para justificar esta actuación los autores plantean un modelo basado en la existencia de asimetría informativa, entre la empresa y el mercado de capitales, y en el que la dirección actúa defendiendo los intereses de los antiguos accionistas.

Un estudio realizado por Shleifer y Vishny (2003)<sup>31</sup> concluyó que la ocurrencia de F&A se relaciona con el auge de los mercados financieros y el proceso de sobrevaloración de las acciones en un mercado *bullish*. En tiempos de bonanza las acciones tienden a estar sobrevaluadas por las mayores expectativas de flujos futuros de fondos. Una firma con una menor sobrevaluación de sus acciones comprará activos que están más sobrevaluados utilizando beneficios propios, y dado que los gerentes buscan maximizar su propio objetivo, aceptarán la oferta aunque sea perjudicial para sus accionistas.

---

<sup>31</sup> SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. (2003). **Stock Market Driven Acquisitions**. Journal of Financial Economics, Vol. 70, Págs. 295-311, United States.



## 2.5. MARCO CONCEPTUAL

Antes de introducirnos de lleno en nuestro trabajo es necesario fijar los límites conceptuales en los cuales se desarrollará éste estudio. La necesidad de establecer dichos parámetros surge de la diversidad de definiciones existentes sobre los temas a los que se deberá recurrir e interrelacionar para tratar de responder las preguntas de investigación previamente establecidas. Para el presente trabajo hemos decidido valernos de conceptos definidos por autores de renombre que se detallan a continuación: **Fusión**: “es la combinación de dos empresas para formar una tercera, completamente nueva. Ambas empresas fusionadas dejan de existir, y se cambian acciones de aquéllas por acciones de la sociedad nueva”<sup>32</sup>; **Adquisición**: es la combinación de dos sociedades de las cuales una desaparece; la otra compañía adquiere el activo y pasivo de la empresa adquirida”<sup>33</sup>; **Compra Apalancada de Empresas**: es aquella modalidad de financiación por la cual se adquiere todo o parte del capital social de una compañía, financiándose una porción significativa del precio de compra mediante la incurrencia de deuda por parte de la compañía adquirida inicialmente o en forma posterior, a través de una fusión con la sociedad adquirente o garantizando la operación con los activos de aquella”<sup>34</sup>; **Sinergia**: “cuando el valor de la empresa combinada es mayor que el valor de las dos sociedades independientemente consideradas”<sup>35</sup>; **Valor**: “es una cualidad de las cosas que las hace estimables y motiva a poseerlas”<sup>36</sup>; **Economía Conductual**: “busca una explicación a los comportamientos humanos entremezclando conocimientos de economía y de psicología; **Teoría de Juegos**: es un área de la matemática que pretende describir y predecir el comportamiento de los agentes económicos, cuyas decisiones dependen de las expectativas que se tengan sobre el comportamiento de los demás agentes; **Teoría de Agencia**: “Un contrato de agencia, resulta cuando una persona, el

<sup>32</sup> VERÓN, Alberto V. (2007). **Sociedades Comerciales Ley 19.5550, Comentada, Anotada y Concordada**. Editorial Astrea, Buenos Aires, Argentina. Tomo I, pp.795-797.

<sup>33</sup> VERÓN, Alberto V. (2007). Op. cit. en nota 29.

<sup>34</sup> SHERMAN, Andrew J.; MILLEDGE, Hart A. (2006). **“Mergers & Acquisitions form A to Z”**. Amacom Div. Management Association, Ed. 2, United States.

<sup>35</sup> MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan. (2005). **Fusiones y Adquisiciones de Empresas**. Madrid: Mc Graw Hill, p. 4.

<sup>36</sup> VEGA FERNÁNDEZ, Javier. (2004). **Los Sistemas de Creación y Medición del Valor**. Ediciones Deusto, España, pp. 48.-59.



agente, acuerdo realizar un servicio a otro, el principal”<sup>37</sup>; **riesgo moral**: “cuando un agente económico tiene incentivos a tener un comportamiento indebido o inmoral, como consecuencia de que no existen, o son débiles, los mecanismos de control”<sup>38</sup>.

## 2.6. TIPO DE INVESTIGACION E HIPÓTESIS

La investigación será documental y explicativa o causal. La hipótesis que se pretende abordar es la siguiente: “la compra apalancada de empresas es una herramienta que, utilizada en firmas que reúnan algunas características particulares, en determinadas circunstancias macroeconómicas y bajo ciertas limitaciones, permite maximizar el valor de los accionistas sin que ello implique el vaciamiento de una firma lesionando el interés social”.

## 2.7. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

El diseño metodológico es descriptivo ya que narraré las motivaciones que las empresas persiguen cuando se reorganizan, las condiciones en que se desarrolla esta operación y los resultados de dicho proceso. En la comparación cuantitativa de casos reales me guiaré por un diseño de tipo experimental.

## 2.8. POBLACIÓN Y MUESTRA

La población objeto del presente trabajo son las operaciones de fusión y adquisición en la Argentina durante el veinteno 1993-2013. La muestra está representada solamente por las transacciones realizadas en dicho período mediante la técnica de LBO.

## 2.9. FUENTES PARA LA OBTENCIÓN DE LA INFORMACIÓN

Para el desarrollo de la investigación se ha analizado bibliografía de autores locales y extranjeros, información estadística extraída de páginas de organismos públicos y consultoras privadas, artículos e investigaciones de universidades del extranjero, revistas y diarios de negocios locales e internacionales, doctrina y jurisprudencia local e internacional.

---

<sup>37</sup> KRAUSE, Martín. (2002). **La Teoría del Agente y el Principal en la Estructura de la Empresa**. Argentina, ESEADE, Libertas Nº 33, pp. 5-6.

<sup>38</sup> KRAUSE, Martín. (2002). Op. cit. en nota 34.

### 3. DESARROLLO DE LA INVESTIGACIÓN

#### CAPÍTULO 1 FUSIONES Y ADQUISICIONES

##### 3.1.1. Aspectos Generales

Se ha definido el concepto más simple a la empresa, como una unidad económica de producción de bienes y servicios. Pero, en razón de que el proceso productivo de una empresa implica varias etapas de producción y distintas formas de obtener el bien final, surgen diferentes formas de organización al interior de las mismas. Estas obedecen a la disponibilidad de insumos, mano de obra, conocimientos específicos, necesidad de bienes complementarios o de actividades de distribución y venta de los productos.

De esta forma, encontramos en los casos más extremos, empresas organizadas para llevar a cabo actividades demasiado específicas, recurriendo continuamente al mercado; y otras que, por el contrario, en la misma organización llevan a cabo todas las actividades necesarias para el proceso productivo, sin recurrir a otras empresas, en alguna parte de sus etapas de producción, encontrándose también situaciones intermedias que pueden parecerse más a uno o a otro caso.

Habría cabida entonces para plantearse los siguientes cuestionamientos: ¿Cuál es la forma más eficiente de organización? ¿Qué determina la organización de una empresa? Para intentar responder a estos interrogantes, es necesario analizarlos desde algunos aspectos de la teoría económica y especialmente desde los temas relacionados con la organización industrial. Para ello es preciso considerar conceptos como los costos de transacción, economías de escala y subaditividad de costos.

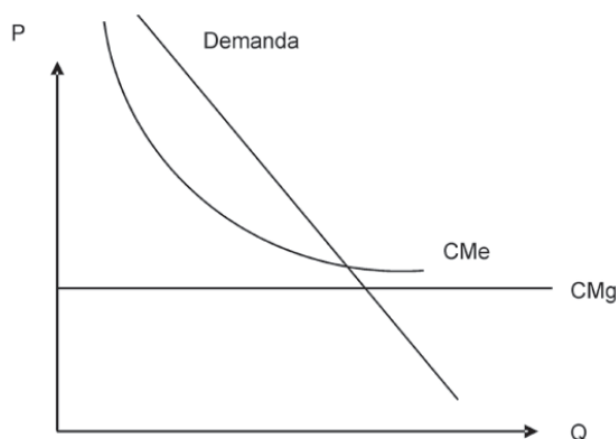
Para este análisis, es necesario volver a recurrir a la definición de empresa de Coase, donde se sostiene que la organización de la actividad productiva de la empresa responde a los costos de uso del mercado, especialmente a los costos de descubrir los precios relevantes y a los costos de negociación de contratos. Asimismo, el concepto de costo de transacción expresado es el costo directo, *ex ante* y *ex post* que resulta de una operación comercial, los

cuales son mayores o no, dependiendo de información sobre los mercados y los precios, la facilidad de lograr acuerdos y la existencia de riesgos. Se entiende entonces que cuando los costos de transacción son más altos, se recurrirá cada vez al mercado y la empresa buscará realizar, por ella misma, aquellas actividades que generan este alto costo como una forma de disminuirlo, es decir que la empresa se integra.

Las *economías de escala* se presentan, cuando en un determinado rango de producción para una función de costos, se reduce el costo medio al producir mayor cantidad del bien o servicio. Por tal motivo, las economías de escala se presentan donde el costo medio es decreciente, situación que se traduce en la preferencia más por la integración que por la separación de actividades.

#### GRAFICO 4

Economías de Escala



Fuente: elaboración propia

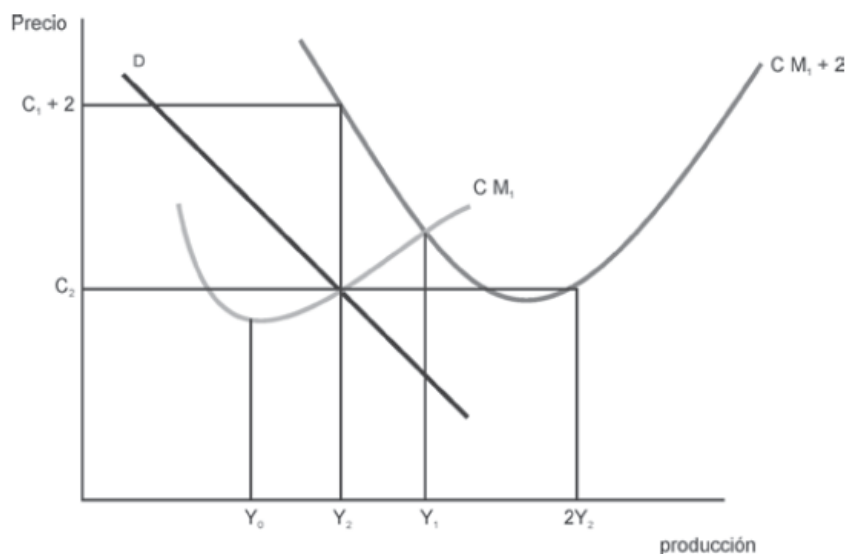
Se pueden presentar situaciones como la del gráfico 5, donde la curva  $CM_1$  representa los costos medios de una sola empresa que se encuentra produciendo en el mercado. Si la producción que requiere el mercado está en algún valor entre 0 y  $Y_0$ , la producción se dará en aquella parte donde se presentan los costos medios decrecientes, y por lo tanto, existirán economías de escala. Pero, ¿qué sucedería si la producción necesaria es mayor que  $Y_0$ ?

Podríamos decir, que la producción por parte de una sola empresa, ya no implica economías de escala, pero, la decisión de si debe ser una empresa o varias empresas las que satisfagan la demanda del producto, debe tener una

respuesta más cuidadosa, teniendo en cuenta el concepto de subaditividad de costos, que es aquella situación donde la curva de costos medios para una producción determinada, es menor, si lo realiza una única empresa, que cuando es ofrecido por varias compañías independientes.

### GRAFICO 5

Subaditividad de costos para un solo producto



Fuente: Elaboración propia

En una producción de  $Y_0$  a  $Y_1$ , los costos medios de producción conjunta son menores que los costos de producción en empresas separadas. Concluyendo así, la existencia de subaditividad de costos, generándose un incentivo para la integración, pero para un nivel de producción superior a  $Y_1$  como es el caso de  $Y_2$ , ya no existe subaditividad de costos porque es más barato, si lo producen dos empresas que si lo realiza una sola.

Los tres conceptos anteriores han constituido los fundamentos económicos de las decisiones de integración o especialización.

Como se mencionó en párrafos anteriores, tanto en los momentos de expansión o crecimiento económico, como en los de desaceleración de la actividad, las empresas posiblemente necesiten modificar o ajustar su estructura de capital, cambiar total o parcialmente el equipo directivo o de administración, con el objetivo de lograr la mayor creación de valor posible.

Dentro del mercado de control de empresas o “*market for corporate control*”, ámbito donde se intentan materializar dichas expectativas, podemos citar las siguientes operaciones como las más habituales:

**3.1.1.1. Fusiones o “Mergers”:** Una fusión es una operación de carácter contractual que consiste en la combinación de los activos y pasivos de dos empresas. Son normalmente amistosas y pueden presentarse típicamente en dos variantes: mediante la constitución de una nueva sociedad que reúne dos o más sociedades existentes denominada “*fusión propiamente dicha*”<sup>39</sup>, y mediante la incorporación de una o más sociedades a otra sociedad ya existente -“*fusión por absorción*”-, donde la sociedad absorbente no pierde su individualidad jurídica, pero disuelve sin liquidar a la sociedad absorbida.

**3.1.1.2. Adquisiciones o “Acquisitions”:** Una adquisición es una operación que supone la incorporación del activo y pasivo de la empresa adquirida a la compradora, perdiendo aquella su personalidad jurídica. Se diferencian fundamentalmente con las fusiones, en que en una adquisición, la empresa compradora realiza la oferta directamente a los accionistas de la otra empresa, sin necesitar negociaciones previas con el equipo directivo de la compañía objeto de la oferta. La adquisición puede ser en la práctica tanto amistosa (*friendly takeover*), cuando la oferta de compra se presenta directamente a la dirección de la firma, como hostil (*hostile takeover*) cuando los potenciales compradores se dirigen directamente a los accionistas con una oferta pública de adquisición (OPA).

Las fusiones y adquisiciones se basan en el supuesto derivado de la tesis de Modigliani y Miller<sup>40</sup>, base del pensamiento moderno sobre la estructura de capital. Los principios de esta tesis son utilizados para analizar la creación o destrucción de valor en función de la estructura de capital de las empresas. Sin embargo, aplicado a las fusiones nos dice que en la medida que las operaciones de F&A no afecten los flujos de caja después de impuestos de

<sup>39</sup> También se la conoce como fusión por consolidación, por creación o por amalgama (Rodríguez Peluffo, Fusión, ED, 178-1013).

<sup>40</sup> MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. (1958). **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment.** *The American Economic Review*. Vol. 48, June, pp. 261-297, United States.

ninguna de las empresas implicadas, tampoco habrá destrucción de valor. En otras palabras, para que las operaciones generen valor, los flujos de caja después de impuestos de la nueva empresa deberán mayores que la suma de los flujos individuales antes de la fusión. Este es el supuesto fundamental para justificar cualquier operación, tanto de fusión como de adquisición.

Según el tipo de F&A que se realice, se pueden clasificar en tres tipos:

**3.1.1.2.1. Absorciones Estratégicas:** Las fusiones estratégicas generan sinergias de explotación y surgen cuando el valor de las dos sociedades en su conjunto es superior a la valuación individual de ambas firmas.

En el caso de ser **horizontales** se realizan entre empresas del mismo género de actividad comercial y que producen productos similares, con el objeto de producirlo en una organización única. Por ejemplo la compra de un competidor. La razón principal que motiva esta integración es la búsqueda de economías de escala. El objetivo es producir eficientemente dentro de una sola empresa el mismo bien, que en principio estaba siendo producido posiblemente de manera ineficiente en un mercado de dos o más empresas. Dos de las más notables son la adquisición de Bank One por J. P. Morgan Chase y la del gigante alemán de telecomunicaciones Mannsmann por Vodafone<sup>41</sup>. Otras de las motivaciones que llevan a las empresas a integrarse de manera horizontal son: incrementar el poder de mercado debido al aumento de la concentración empresarial que le permitiría fijar precios más altos para aumentar beneficios; acceder de manera más sencilla a la provisión de insumos y materias primas críticos para el proceso productivo; incorporar activos tangibles o intangibles (maquinaria, tecnología, licencias, patentes) que de otra forma sería difícil de poder conseguir; por motivos financieros debido a que podría tomar capital a un menor costo por las ventajas que supone el incremento del tamaño corporativo y lograr externalidades de red, entendidas como “un tipo especial de externalidades en el que la utilidad que reporta un bien a una persona depende del número de personas que lo consuman”<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> BREALEY, Richard A.; MYERS Stewart C.; ALLEN Franklyn. (2006). **Principios de Finanzas Corporativas**. Madrid: Mc Graw Hill. p. 961.

<sup>42</sup> VARIAN, Hal R. (1993). **Microeconomía Intermedia**. Antoni Bosch Editor, Barcelona, p. 629.

Por **fusión vertical** se entiende la incorporación, en la acción productiva de la empresa, de nuevas actividades complementarias relacionadas con el bien o el servicio, tanto por encima de la cadena productiva (*upstream*) como por debajo de la cadena (*downstream*), con el fin de lograr eficiencias productivas asociadas a la disminución en los costos de producción y de transacción, al control de suministros críticos, a la unificación de los canales de distribución y la mayor calidad del bien o servicio para el consumidor final. Se pueden diferenciar dos clases principales de integración vertical al interior de una empresa, que no son excluyentes, y en algún momento, la empresa podrá encontrarse interesada en realizar una mezcla de los diferentes tipos.

La **integración vertical hacia atrás** se presenta cuando existe la incorporación de actividades que se encuentran hacia arriba en la cadena productiva de la empresa, es decir, se refiere a la inclusión de la actividad de manufactura de los suministros o materias primas en el proceso productivo de la empresa. Integrarse verticalmente significa tener propiedad sobre los factores que permiten producir, dentro de la empresa, los bienes necesarios para cumplir con la actividad productiva central. Como expresaría Malburg<sup>43</sup>, permiten “acortar el tiempo de respuesta en condiciones de mercado cambiantes”.

La **integración vertical hacia delante** puede definirse como la inclusión dentro de la empresa de las diferentes actividades que se encuentran más abajo en la cadena productiva, con el objetivo de obtener eficiencias económicas y tener un mejor y más personalizado acceso al consumidor final. En este proceso se incluyen, principalmente, las actividades asociadas con la comercialización y distribución del bien, permitiendo el conocimiento y la incorporación de algunas de las necesidades de los consumidores a la operación de la empresa.

Las motivaciones que llevan a una compañía a fusionarse de manera vertical generalmente están asociadas al traslado, al interior de la empresa, del control de los costos de bienes o servicios, que antes estaban en cabeza de un tercero; a evitar que el producto o servicio puede ser vendido o revendido

---

<sup>43</sup> MALBURG, Chris. (2000). **Value Creation: Vertical Integration**. Revista Industry Week, USA, p. 17.

mientras se mueve entre la fases sucesivas de producción; para disminuir el poder de negociación de los proveedores, sobre todo en mercados monopólicos u oligopólicos; para asegurarse el control de calidad de componentes claves del producto o servicio y por la fabricación de componentes con características únicas que permite la diferenciación. En este sentido Chris Malburg sostiene: “diferenciar la compañía de la competencia, especialmente, si los productos son bienes intermedios, viene de integrar parte de las necesidades de los consumidores en su operación”.

**3.1.1.2.2. Absorciones financieras:** Los bancos de inversión acostumbran a calificar una adquisición que no produce sinergias de explotación como financiera. En este caso la compra está motivada porque se considera que el valor de mercado de la empresa absorbida es inferior al valor de su activo debido a que está mal gestionada, o también por las ventajas fiscales asociadas a la adquisición. En el caso de que el argumento se base en una valoración negativa de la dirección de la empresa adquirida, se denomina absorción disciplinaria. Con frecuencia la operación se estructura como una compra apalancada, donde una persona o un grupo (que puede ser la propia dirección) deciden comprar las acciones de la empresa y financiarla con deuda.

**2.1.1.2.3. Absorciones de conglomerado:** La absorción de conglomerado es aquella donde no existe ningún potencial de sinergias de explotación. Un conglomerado es la unión de empresas dedicadas a la producción o prestación de diferentes bienes o servicios, que no son ni directamente competidores, ni se complementan en la misma cadena productiva. La idea del conglomerado significa, principalmente, incurrir en la agregación de varias empresas que se dedican a diferentes actividades, inclusive entre diferentes sectores de la economía, y donde una sola empresa se encarga del control y la toma de decisiones de las demás empresas. En este sentido no se diferencian de las financieras, salvo por el hecho de que estas últimas están motivadas por sinergias financieras. El valor de las sinergias se genera por causa de una reducción en el costo del capital, por razones impositivas y también por problemas de información y de conflicto de intereses.



### 3.1.2. Razones Económicas de las Fusiones y Adquisiciones

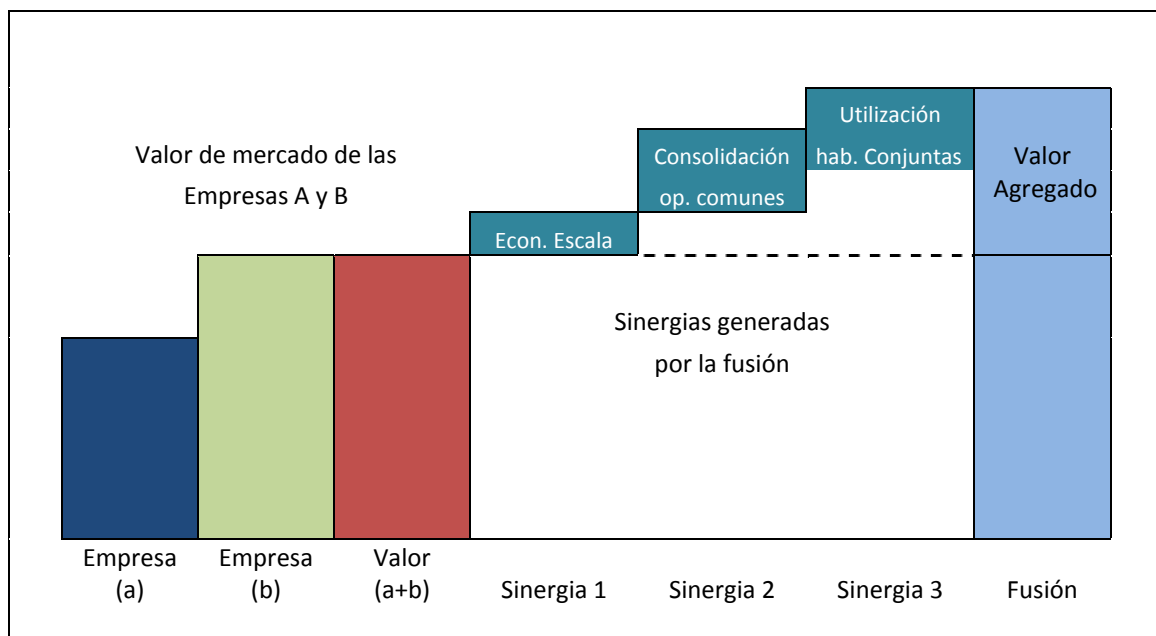
Existe una gran cantidad de motivos económicos por los que se puede llevar a cabo una fusión o adquisición, que pueden presentarse de manera conjunta generando un efecto sinérgico, pero que analizaré seguidamente en forma separada por una cuestión de conveniencia metodológica.

Para que sea posible que las fusiones y adquisiciones generen sinergias, es necesario que la combinación de los flujos de caja de la empresa conjunta sea mayor a los flujos de caja de las empresas individuales<sup>44</sup>. Matemáticamente, esto equivale a la ecuación  $V(ab) > V(a) + V(b)$  como se puede apreciar en el gráfico 6. Normalmente la estimación inicial de las sinergias se hace en la etapa de análisis estratégico y se va conformando conforme avanza el proceso.

Existen motivos razonables y cuestionables cuando se analizan las sinergias. En el primer caso obedecen a la lógica de la teoría económica, y que están basados en criterios objetivos y comprobables y son las que explicaremos a continuación.

**GRAFICO 6**

Creación de valor por Sinergías



Fuente: Elaboración propia

<sup>44</sup> BRUNER, Robert F. (2004). **Applied Mergers & Acquisitions**. New Jersey, USA. Wiley Finance, Pag. 325. La cita corresponde a una traducción libre del autor.

### 3.1.2.1. Sinergia Operativa

Como enuncia Juan Mascareñas<sup>45</sup> la sinergia operativa puede conseguirse a través de la creación de un nuevo producto o servicio que surge de la fusión de dos empresas y que genera un crecimiento de los ingresos a largo plazo, denominado ***Revenue Enhancing Opportunity***. También, y probablemente constituya la principal usina de sinergias operativas, es la reducción de costos producto de las economías de escala. Estas se obtienen cuando el costo medio desciende al aumentar el volumen de producción, mejorando sustancialmente la contribución marginal de los productos. Con ello se pueden afrontar inversiones a gran escala, asignar costos de investigación y desarrollo, así como otros costos fijos sobre una base de mayores ventas y un mayor activo o, por ejemplo, conseguir economías en la producción o comercialización de productos pudiéndose suprimir muchos de los gastos comunes de las diferentes sociedades implicadas, dado que aumentan a un menor ritmo que los que son directamente proporcionales con el volumen de actividad (*economías de escala estáticas*). La nueva empresa podría lograr ahorros compartiendo por ejemplo los servicios de administración y dirección. Un concepto relacionado con las economías de escala estáticas son las *economías de alcance*, que consiste en fabricar conjuntamente dos productos distintos donde el costo de producción total es inferior al que resultaría de fabricarlos por separado, es decir se generan al poder compartir costos entre diferentes productos, líneas de producción o divisiones.

### 3.1.2.2. Poder de Mercado

Como se mencionó anteriormente las economías de escala y de alcance son el principal objetivo al realizar una fusión de tipo horizontal, y su consecuencia es un aumento del poder de mercado (que dependerá del tamaño de la fusión y del nivel de competencia del sector), y que podemos definir como la posibilidad de establecer y mantener un precio superior al de la competencia. Una definición más técnica indica que es la capacidad de aumentar los beneficios elevando los precios por encima del costo marginal de la compañía.

---

<sup>45</sup> MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan. (2005). **Fusiones y Adquisiciones de Empresas**. Madrid: Mc Graw Hill, p. 7.

Las fusiones horizontales llevan aparejada una mayor concentración del sector, que se define como el porcentaje de la actividad sectorial total, medida por los ingresos totales. Cuanto mayor sea la concentración, menor será el número de empresas que operen dicho sector, lo que podría reducir la competencia dentro del mismo razón por la cual existen las leyes antimonopolio en la mayoría de los países para determinar si una posición de mercado afecta la competencia de un sector que implica la obtención por la empresa de rentas extraordinarias.

### **3.1.2.3. Economías de Integración Vertical**

Al integrarse las empresas verticalmente, bien sea hacia atrás o hacia delante, se incorporan a la empresa los procesos que anteriormente eran desarrollados por terceros. Esta incorporación tiene como resultado el traslado del control de los costos de estos bienes o servicios de terceros, hacia el interior de la empresa. Esta situación se torna provechosa, cuando los bienes o servicios que allí se producen son clave para el proceso productivo, donde una situación adversa en el mercado externo, limita el proceso productivo de la empresa.

Este tipo de integración puede utilizarse para reforzar la ventaja competitiva de una compañía haciendo que los clientes estén más satisfechos, no solo por la eficiencia del proceso de productivo ya que tendrá un mayor control sobre la calidad de componentes clave del producto o servicio, sino también por la rebaja de los precios de los productos ya que tendrá mayor poder de negociación frente a sus proveedores y porque podrá evitar que el producto terminado pueda ser revendido, en la fase de distribución y comercialización, a un precio superior al sugerido para el público.

### **3.1.2.4. Mejora en la gestión de la empresa adquirida**

Hay empresas cuyo valor de mercado es inferior al que deberían tener según el comportamiento del sector en el que se encuentran. En muchos casos, la razón de ello radica en una mala gestión y, por tanto, cambiando el equipo directivo, se puede recuperar el valor perdido. Si esta restructuración directiva no es impuesta desde la propia empresa, puede venir obligada desde fuera de ella a través de una adquisición, que será hostil, debido a que el equipo directivo será incapaz de reconocer su inadecuación al puesto que ocupa y procederá a

defenderse intentando que los accionistas de su compañía no la vendan al potencial adquirente. Esa creación de valor conseguida a través de la mejora de la gestión es lo que soportaría la prima pagada por las acciones de la empresa objetivo. A esta idea se la conoce como *función disciplinaria*<sup>46</sup> de las F&A, a través de la cual se releva a los ejecutivos con una mala performance por otros con mayores aptitudes, impulsando con ello, un aumento de la eficiencia empresarial y, por ende, del valor de la firma.

### 3.1.2.5. Aprovechamiento de ventajas fiscales

La existencia de sinergias de tipo fiscal implica la posibilidad de reducir el pago de impuestos mediante la F&A., de tal manera que la carga fiscal de ambas compañías sea menor que si se consideran separadamente. Algunas de las ventajas más comunes son:

- **Quebrantos Impositivos:** Una compañía que tenga pérdidas impositivas que pueda trasladar hacia el futuro, podría desear adquirir una o más compañías que sean rentables y que puedan generar suficiente ganancia imponible para poder utilizar ese beneficio en su totalidad, o podría ocurrir a la inversa cuando una empresa desea adquirir a otra con pérdidas impositivas acumuladas que no puede utilizar con la idea de reducir sus beneficios y, por ende, su pago de impuestos. En Argentina, los quebrantos están regidos por la ley de impuesto a las ganancias<sup>47</sup> donde en su artículo 19 menciona: “Cuando en un año se sufriera una pérdida, ésta podrá deducirse de las ganancias gravadas que se obtengan en los años inmediatos siguientes. Transcurridos cinco años después de aquel en que se produjo la pérdida, no podrá hacerse deducción alguna del quebranto.
- **Beneficios Fiscales:** Beneficiarse con concesiones o beneficios fiscales que posea la empresa objetivo, tales como créditos por impuestos pagados sobre inversiones, deducciones, exenciones, y menores alícuotas de impuestos por estar bajo un régimen de promoción.

<sup>46</sup> MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan. (2005). Op. cit. en nota 34.

<sup>47</sup> ARGENTINA. (1973). **Ley de Impuesto a las Ganancias. Ley 20.628. Texto Ordenado por Decreto 649/97 (B.O. 06/08/97). Anexo I con las modificaciones posteriores.** Extraído de <http://infoleg.mecon.gov.ar/infoleginternet/anexos/40000-44999/44911/texact.htm>

- **Revaluación de activos amortizados:** La adquisición de empresas que posean activos cuyo valor de mercado sea muy superior a su valor contable puede permitir al adquirente volver a amortizar el activo tomando como precio de adquisición el valor de mercado.
- **Ahorros fiscales por ciclos complementarios:** Cuando se fusionan dos empresas cuyos ciclos de negocio son contrapuestos, o están poco correlacionados, es posible reducir el efecto impositivo sobre la nueva firma.

### 3.1.2.6. Fusiones como empleo de fondos excedentes

Los recursos financieros líquidos excedentes de una empresa después de hacer frente al servicio de deuda (pago de intereses y amortización del principal) se pueden distribuir vía dividendos y/o se pueden reinvertir en la propia compañía.

La teoría financiera es muy clara en este punto. Si se espera que la reinversión de los beneficios retenidos genere un rendimiento superior al que los accionistas conseguirían si ese dinero estuviere en su poder, los directores deberían optar por reinvertir dicho excedente en la propia compañía. En caso contrario, esos recursos deberían distribuirse a los propietarios de la empresa, porque se supone que la dimensión del negocio ha alcanzando su nivel óptimo y que todo intento de ampliarlo generaría rendimientos decrecientes.

Podría ocurrir que una firma que genera una gran cantidad de fondos y tiene poco oportunidad de reinvertirlos de manera rentable en su propio negocio, debido al costo de oportunidad del capital, y que no desea distribuirlo como dividendos o utilizarlo para la recompra de acciones, desea emplearlos en la adquisición de otras empresas siempre que la operación tenga un *valor actual neto positivo* para los accionistas. Las empresas con excedentes de tesorería están consideradas como el blanco lógico para la adquisición. Si no desea utilizarla para adquirir una nueva firma, podría ser objeto de un intento de toma de control hostil con el objeto de hacerse con su liquidez para emplearla en beneficio propio, como es el caso de las compras apalancadas o LBO que analizaremos en el capítulo posterior.

### 3.1.3. Razones Discutibles para llevar a cabo una fusión

Existen otra serie de razones que los directivos aducen a la hora de realizar una operación de M&A pero que entran en el terreno de la subjetividad y de lo discutible en cuanto a su capacidad de crear valor económico para los accionistas, aunque su realización si puede crear valor para el patrimonio particular de dichos directivos.

#### 3.1.3.1. Diversificación del riesgo

Se dice que una empresa diversifica sus operaciones cuando adquiere otra compañía con un negocio distinto del suyo, es decir, cuando se forma un conglomerado.

Al diversificar los negocios se reduce el riesgo económico de la empresa. Si la compañía invierte en varios negocios distintos, que no están perfectamente correlacionados, el efecto conseguido será la reducción del riesgo económico por unidad de rendimiento esperado. Esta afirmación está apoyada en la teoría de diversificación de carteras que elaboró Harry Markowitz<sup>48</sup> en su tesis doctoral, donde postuló el principio de reducción de riesgo mediante una técnica de diversificación de los activos que componen una cartera.

Dado un conjunto de variaciones de precios que ocurren en un mismo momento, en forma independiente, en distintas proporciones y sentidos, se compensan entre sí unas a otras, de manera tal que la variación total del valor de la cartera que los contiene, será inferior a la variabilidad de cada uno de sus componentes individualmente considerados. Las acciones de la cartera que suben, compensan a las que bajan, dotando así de mayor estabilidad al comportamiento global de la misma. Para terminar de comprender la importancia y los límites de la reducción de riesgo vía diversificación, cabe destacar que las fuentes de riesgo que afectan a un activo pueden agruparse en dos categorías, a saber: **el riesgo propio o único del activo** representado por factores micro que afectan específicamente a un título o acción determinada, o incluso a un sector específico de la economía, pero no a la

---

<sup>48</sup> MARKOWITZ, Harry M. (1959). **Portfolio Selection Efficient Diversification of Investments**. John Wiley & Sons, Inc., New York, United States.

economía considerada en su conjunto (por ejemplo variación en el precio del petróleo en una compañía petrolera), y que por ser inherente a un activo determinado, puede ser eliminado incorporando nuevos y diferentes activos en la cartera; **el riesgo sistemático o de mercado** representado por factores o fuentes de riesgo que se espera que afecten a todo el mercado en su conjunto y no a un título en particular, y en consecuencia no puede ser eliminado por la diversificación.

Haciendo una analogía en el mundo de las F&A, una empresa de construcción podría adquirir una de alimentos para intentar que el riesgo de la nueva compañía sea menor que la media ponderada de los riesgos de cada empresa individual, y de esta forma estabilizar sus flujos de caja, que podrían estar afectados por los vaivenes de los ciclos macroeconómicos de un país o región.

Sin embargo, a pesar de lo comentado anteriormente, las empresas que aducen la diversificación de riesgo como el motivo principal para integrarse, muchas veces no crean valor económico para el accionista, ya que el mismo accionista como inversor, podría diversificarse adquiriendo títulos de otras compañías, sin necesidad de recurrir a que los directivos de su firma lo hagan. Es condición necesaria (pero no suficiente) para crear valor, que la empresa pueda hacer algo que los propios accionistas no puedan hacer por sí mismos, y precisamente la diversificación de riesgos es algo que cualquier accionista puede hacer en forma personal.

La respuesta a esto es clara. Como se mencionó anteriormente la diversificación del riesgo reduce el riesgo específico pero en el riesgo sistemático. Y es este último e importante para el inversor, porque es el único que influye en el rendimiento esperado por él. El riesgo sistemático viene dado por el coeficiente de volatilidad Beta ( $\beta$ ) de una empresa (medida de la volatilidad de un activo relativa a la variabilidad del mercado) y, precisamente, la beta de una cartera formada por las dos empresas fusionadas es la media ponderada de las mismas. Por lo tanto la diversificación del riesgo mediante la fusión de dos empresas no reducirá el riesgo sistemático para el inversor.

### 3.1.3.2. Motivaciones de los Directores

Los directivos prefieren dirigir empresas grandes que pequeñas. Su recompensa está relacionada directamente con la *extensión del control*, que puede ser medida de varias formas: número de empleados, volumen de ventas, tamaño del presupuesto o cantidad de los activos propiedad de la empresa. Dado que los directivos poseen sólo una pequeña parte, o ninguna, del capital de la empresa que administran, la situación descripta da lugar a un problema de *agencia*, resultando, que pueden estar tentados a perseguir sus propios objetivos, en vez de buscar la máxima creación de valor para el accionista.

En esta misma idea, como se explicó en el marco teórico-filosófico del presente trabajo, Richard Roll<sup>49</sup> opina que los directivos han impuesto su propio sistema de valoración en lugar de utilizar el que el mercado determina de forma objetiva. El autor sostiene que el *orgullo arrogante* de los directores (o hipótesis *hubris*), que no son racionales, los lleva a creer que sus ideas son mejores que las del mercado al que consideran ineficiente. Esta hipótesis hace hincapié en la divergencia de valoración de las empresas entre el directorio y el mercado y por lo tanto buscan adquirir empresas por sus propios motivos personales.

En las F&A que se realicen por el efecto *hubris* debería esperarse que el precio de las acciones de la empresa adquirente caiga después de que el mercado detectara los intereses detrás de la operación de compra y que el precio de las acciones de la empresa adquirida aumente en cuanto el mercado detectase la operación de compra ya que se estaría pagando por dicha empresa más de lo que vale. El efecto combinado de estas dos situaciones debería ser negativo, debido a los costos implícitos de toda operación de fusión. En este sentido los resultados de las operaciones de F&A en la década de los noventa parecen dar la razón a Roll ya que el estudio de la firma KPMG en 1999 concluye que sólo el 17% de las operaciones de fusión-adquisición crea valor.

Por otra parte, Shleifer y Vishny<sup>50</sup> asumen supuestos diferentes a la posición de Roll y sostienen que los directivos son completamente racionales, que conocen

---

<sup>49</sup> ROLL, Richard. (1986). Op. cit. en nota 26.

<sup>50</sup> SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. (2003). Op. cit. en nota 28.



el deficiente mecanismo valorado del mercado y se aprovechan de él mediante las adquisiciones. El modelo se basa en las finanzas del comportamiento y las operaciones de F&A son vistas como una forma de arbitraje realizado por los directivos racionales en mercados ineficientes. Las empresas tienen un fuerte incentivo para mantener sus acciones sobrevaluadas de tal manera que les permita realizar adquisiciones mediante el intercambio de acciones. Las compañías con títulos sobrevaloradas pueden realizar adquisiciones, crecer y sobrevivir, mientras que, por el contrario, las que los tienen infravaloradas son el objetivo de las anteriores.

### **3.1.3.3. Aumento de los beneficios por acción**

Uno de los objetivos más populares de las organizaciones es aumentar los beneficios por acción (BPA) o en inglés *earnings per share* (EPS). Perseguir el aumento de los BPA es un objetivo insatisfactorio puesto que no tienen en cuenta el valor de los flujos esperados de caja y el riesgo asociado.

Tampoco es correcto utilizar el ratio PER (Price Earnings) como base para tomar decisiones de fusiones, puesto que el numerador de dicho ratio es el precio de la acción, que refleja los flujos de efectivo anticipados por el mercado, mientras que el denominador indica los BPA del último año.

Supongamos que la empresa absorbente tiene un PER superior a la absorbida, es decir sus expectativas de crecimiento son más rápidas que las de la segunda. Probablemente la empresa tendrá un PER situado entre las dos anteriores pero esto ocurrirá a largo plazo, mientras que en un plazo más inmediato podrían existir espectaculares aumentos de los beneficios por acción (debido a que los accionistas erróneamente, piensan que dichos beneficios seguirán en el futuro). Para despistar a los inversores, la empresa deberá seguir expandiéndose al mismo ritmo compuesto. En ese instante el mercado se dará cuenta de la falacia del juego y penalizará a la empresa adquirente. Esto fue lo que ocurrió a la largo de los años sesenta del siglo pasado cuando se pusieron de moda los conglomerados empresariales en Estados Unidos basándose su éxito en el juego mostrado anteriormente.

#### **3.1.3.4. Sinergia Financiera**

Dos empresas, que se acaban de fusionar, tendrán más facilidades crediticias que si están separadas. La capacidad de endeudamiento de la entidad combinada será mayor que la suma de las dos capacidades individualmente consideradas. Se produce una reducción del riesgo económico y financiero, que produce un mayor deseo por parte de los obligacionistas de suministrar recursos financieros a la nueva sociedad, ya que su inversión será garantizada por los activos de ambas compañías fusionadas.

Si el mercado de capitales fuese eficiente, el valor de la compañía resultante de la fusión o adquisición sería igual a la suma de los activos de ambas sociedades, pero como el valor de la deuda existente antes de la fusión aumentará (al cobrar los mismos intereses que antes pero con menor riesgo) el valor de las acciones debería decrecer, con lo que pareciera demostrarse que la fusión beneficia a los acreedores y no a los propietarios de la empresa, es decir hay un transvase de valor desde los accionistas a los acreedores. Esto es así debido a la mayor garantía que la nueva compañía les ofrece, tanto en cuanto a los activos de la empresa, como en lo referente a los flujos de caja esperados.

Por último es importante destacar que la reducción del riesgo financiero provocado por la fusión implicaría poder tomar nueva deuda a un costo de capital menor, por reducirse el riesgo financiero de insolvencia como consecuencia de mayores garantías aportadas por una empresa de mayor tamaño. Cuando una empresa adquiere a otra más pequeña puede existir una asimetría de información en el mercado de crédito. Esto implica que las empresas pequeñas se endeudan a tipos de interés superiores a los que obtendrían en un mercado eficiente. Cuando éstas empresas son absorbidas por otras más grandes, que cotizan en el mercado de capitales, pueden no solo acceder a fuentes de financiación alternativas que antes no podían sino obtener financiación para sus proyectos a un menor costo, lo que acaba reduciendo el costo promedio ponderado de capital.

### 3.1.3.5. Crecimiento

Una empresa puede no estar en condiciones de crecer a una tasa elevada o equilibrada, basándose, en su propia expansión interna y pueda llegar a encontrar que la única manera de lograr la tasa deseada de crecimiento es por medio de la adquisición de otra empresa.

Una forma de elegir entre crecimiento externo o interno es utilizando el ratio que indica la relación entre el valor de mercado de una empresa y el valor de reposición de sus activos, de tal manera que si es inferior a la unidad, puede ser interesante adquirir dicha empresa, antes que crear de cero un negocio similar que resultaría mucho más caro y lento. Aunque este ratio no tiene en cuenta la variable tiempo, una adquisición puede ser más cara que un crecimiento interno, pero es más rápida de realizar y permite anticiparse, contrarrestar o responder a un movimiento determinado de la competencia.

En este tipo de fusiones se suele sustituir el objetivo de maximizar el valor de la empresa por el del crecimiento de las ventas que, como se explicó, no siempre tiene sentido económico, pero que está avalado por los ejecutivos que prefieren, por razones de prestigio y de mayor salario, una empresa más grande. Sin embargo a los accionistas no les preocupa tanto el crecimiento como la consecución de un rendimiento que en el tiempo supere al costo de oportunidad del capital. El directivo debe diferenciar entre “crecimiento” y “oportunidades de crecimiento” siendo estas últimas las que le importan a los accionistas<sup>51</sup>.

### 3.1.3.6. Estrategia de Defensa

Uno de los motivos más conocidos para realizar adquisiciones es el de defensa antes posibles tomas de control hostiles, es decir, no apoyadas por el equipo directivo de la empresa objetivo.

Una de las razones por las que se efectúan adquisiciones es que la empresa está infravalorada en el mercado, lo cual parece indicar que la empresa adquirente posee una información que el mercado no conoce. La posibilidad de

---

<sup>51</sup> BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan. (2002). **Investments**. McGraw Hill, Nueva York, pp. 563-605.

conocer información reservada sobre la empresa a adquirir, puede darse cuando ésta última suministra dicha información a la adquirente de una forma voluntaria como forma de convencerla antes que lo haga otra tercera sociedad que no está bien vista por el equipo directivo.

Aparte de esta idea puede existir la posibilidad de hacerse con los activos de una empresa comprándola antes que adquirir aquellos por separado, por ser dicha alternativa más barata. Esto es así, porque se supone que el comprador conoce el valor real de los activos mejor que su propietario. También el movimiento defensivo puede tener que ver con el devenir de un sector (miedo a la reducción del mercado, caída de los precios, exceso de capacidad, incertidumbre ante el cambio tecnológico) y podría darse el caso de que una compañía adquiriera a un competidor con el fin de reducir la competencia.

#### **3.1.4. Proceso de Compra-Venta de una Firma**

Como mencionamos en los apartados anteriores, las F&A responden a una premisa básica que nunca se debería olvidar: la búsqueda de incrementar al máximo el valor actual de mercado de una firma. Ese es el objetivo primario de los accionistas que buscan aumentar los retornos de sus inversiones. La mayoría de los negocios sigue un número predecible de etapas en el proceso, dependiendo éstas del sector industrial y del tipo de transacción involucrada.

El proceso comienza con la identificación de una oportunidad o de la compañía objeto de la transacción. Desde la óptica del comprador o **“buy side”**, podemos estar frente a un comprador de tipo estratégico que buscará economías de escala, integración vertical, sinergias operativas, combinación de oportunidades complementarias, o una combinación de todas las anteriores. Como su estrategia se enfoca en el largo plazo, es probable que el período de tenencia de su inversión sea prolongado en el tiempo y el retorno esperado de su inversión (*hurdle rate*) bajo. Por el contrario, si el perfil del comprador es de tipo financiero, orientará sus esfuerzos a tratar de obtener un mayor retorno esperado durante un menor tiempo de tenencia.

Desde de la parte vendedora o **“sell side”** el proceso comienza con la elección de un banco de inversión que haga las veces de asesor y de mediador en las

relaciones con la parte compradora, y que además tenga la capacidad para llevar adelante la operación. La selección de dicha institución vendrá dada por su conocimiento del mercado, la amplitud de sus servicios, la especialización de su personal y su calificación técnica. Se formalizará dicha realización mediante un mandato de venta que deberá realizarse preferentemente por escrito, fijándose los términos del acuerdo de prestación de servicios. La confidencialidad será una característica importantísima que deberá poseer el banco de inversión, sobre todo en el inicio de las negociaciones, pues si el cliente permanece en el anonimato, ello proporcionará ventajas de cara a la negociación dado que si el acuerdo no prospera, sus planes estratégicos no serán conocidos por sus competidores.

El proceso de venta puede resumirse en cuatro fases de la siguiente forma:

- a) **Planificación y preparación de la operación:** Implica definir la estrategia de la operación realizando un análisis detallado de la posición estratégica y del negocio de la empresa e identificando aquellos puntos fuertes y débiles que resulten del mismo. Luego supone elaborar un plan de negocio, realizar una aproximación al valor de la empresa con el objeto de disponer de un valor de referencia y confeccionar el cuaderno de venta o ***“Information Memorandum”***, documento que será de vital importancia para captar el interés de los potenciales interesados. En este documento se debe incluir un resumen ejecutivo de la firma, con perfil anónimo dado el momento del proceso, un análisis detallado de la compañía, de su historia fundacional, del sector o industria donde se desenvuelve a nivel local y global, una descripción del negocio, de sus principales activos, clientes, competidores y proveedores, estados contables básicos históricos, algunas consideraciones de inversión y aspectos económicos, políticos y sociales relevantes en el país donde está localizada la compañía que se va a adquirir. Por último se debe realizar una lista de posibles inversores interesados en la empresa para realizar el envío de las invitaciones o ***“teasers”***.

- b) **Marketing con los inversores potenciales:** Esta segunda etapa comienza con la distribución del *perfil anónimo* de la empresa entre los candidatos a su adquisición. Luego se firman los acuerdos de confidencialidad, previos a la entrega del infomemo y se realizan reuniones explicativas (*road shows*) con los candidatos, donde se trata de identificar a los “**decision makers**” y donde se definirá la información adicional requerida por los candidatos. En el acuerdo de confidencialidad se identificarán las partes del acuerdo, la transacción con motivo de la cual el interesado va a tomar posesión de información reservada, el compromiso que asume de mantener en reserva la información en su poder, las indemnidades a favor de la parte proveedora de la información y la ley aplicable y jurisdicción. Concluye con la recepción y análisis de las ofertas preliminares y no vinculantes.
- c) **Evaluación de las ofertas preliminares:** En conjunto con los accionistas de la empresa, se realiza la evaluación y filtrado de las ofertas buscando aquellas que podrán considerarse vinculantes. En dicha propuesta se establece el número de acciones por la cual se realiza la propuesta, se fijan las pautas a las que se condiciona la oferta (acuerdo de documentación, ausencia de cambios materiales, due dilligence), se establece un precio indicativo de compra en base a determinados activos y pasivos y se propone un cronograma para llevar adelante la transacción. Algunos de los criterios que generalmente se toman en cuenta para el armado del “**short list**” de candidatos son el mayor precio ofrecido, la mayor rapidez en la ejecución de la transacción, el profesionalismo del equipo directivo, el mejor acceso al financiamiento y que el comprador sea amistoso y no hostil. Luego se diseña el “**data room**” o la habitación física o virtual donde la firma vendedora pondrá a disposición de los potenciales interesados un gran volumen de información confidencial. Su acceso es controlado y los posibles compradores pueden acceder en un horario estricto y durante un periodo definido (normalmente semanas). Tienen prohibido sacar los documentos, ni hacer fotocopias o fotografías de los mismos, pero

pueden apuntar todo lo que quieran. Luego se reciben las ofertas vinculantes que quedarán sujetas a revisión legal, fiscal, contable y a otros aspectos no contemplados en la *diligencia debida* del vendedor. Se inicia el período de exclusividad donde se evalúan y comparan las mismas y se elige de manera directa la mejor propuesta vinculante, o se va a una instancia de *ballotage*, para lograr una mejora en las ofertas.

- d) **Negociación y Cierre:** En esta última etapa continúa la negociación con los candidatos y se firma un contrato de compra-venta sujeto a revisión legal, fiscal y contable. El **due diligence** o *diligencia debida* está a cargo del potencial comprador y se realizará sobre información pública (balances, estatutos) y sobre información no pública (confidencial y no confidencial). Respecto a este último tipo de información, se requerirá autorización especial del accionista no vendedor y se firmará un acuerdo de confidencialidad donde se fijarán indemnidades para dicho accionista y para el Directorio. Una vez finalizadas las diferentes revisiones y analizados los resultados obtenidos, pueden surgir ajustes pre-closing que tengan impacto en el Estado de Resultados y en el stock de activos y pasivos. La última fase del proceso se circunscribe a la negociación de los ajustes propuestos y a la discusión de algunas cláusulas contractuales como los covenants pre y post closing para el vendedor (por ejemplo la imposibilidad de incurrir en nuevos pasivos, desinversión de activos críticos y el deber de no competencia), el establecimiento del precio y modalidad de pago, las indemnidades para el comprador y los ajustes de precio post-closing que puedan llegar a surgir por pasivos ocultos y contingentes, que se garantizarán con depósito en una **cuenta scrow** off shore, y por el nacimiento de **earn-outs** que representan una parte del precio que se le abona al vendedor por el logro de determinados resultados del negocio luego post fusión<sup>52</sup>. Por último se cierra la transacción con la firma del contrato y con la toma de la posesión (*take over*) por parte del comprador.

<sup>52</sup> ERNST & YOUNG. (1994). **Mergers & Acquisitions**. Second edition. John Wiley & Sons Inc., USA.

En los análisis preliminares de este tipo de operaciones se debe analizar el marco legal correspondiente (se desarrolla extensivamente en 3.5 –Marco Legal Regulatorio), ya que se puede llegar a situación de concentración o de abuso de poder dominante que condicionarán la concreción de la operación. Para este punto es importante conocer las participaciones en el mercado de las empresas y tener en cuenta de que tipo de fusión se trata. Por ejemplo en el caso de ser vertical, es probable esperar menos conflictos que en el caso de una horizontal, debido a que no hay una influencia directa en la competencia.

Para determinar el valor de la compañía se pueden utilizar distintas herramientas que se desarrollarán extensivamente en el capítulo 2. En resumen, el valor de una empresa es lo que los inversores están dispuestos a pagar por ella, dependiendo de lo que esperar obtener en el futuro. La cuantificación del valor de la fusión depende de las sinergias que se pueden obtener de operar las dos empresas combinadas.

Cada operación tiene una forma única de hacerse. Es por ello que la confidencialidad del negocio debe ser rigurosamente cuidada para proteger la continuidad, incluso en caso de no realizarse, cosa que siempre puede ocurrir en este prolongado y complejo proceso. En una primera etapa de la negociación los elementos aportados para el análisis son restringidos y acotados, dada la confidencialidad que cada compañía debe cuidar al máximo. Esto implica que al principio las propuestas sean estimativas y no vinculantes, sujetas a confirmación en la medida que se avance en el proceso de negociación y se presente información más exacta, veraz y detallada, una vez confirmada la real intención de avanzar en la potencial operación de las partes, momento en el cual el negocio pasa a tener el carácter de vinculante. Luego se plantea la oferta preliminar y en este momento se deberán ajustar los valores por medio del *due dilligence* para obtener valuación definitiva. Por último se definen las formas en que las partes participan de esta operación: compra venta tradicional, intercambio de acciones o nuevas participaciones societarias, lo que dará origen a acuerdos de accionistas, acuerdos de protección de derechos de minorías y metodologías de resolución de conflictos, necesarios para la adecuada convivencia de las partes.



### **3.1.5. Marco Legal Regulatorio**

#### **3.1.5.1. Ley de Sociedades Comerciales**

El Art. 82 de la Ley 19.550 establece la posibilidad de dos tipos de fusión:

- Fusión propiamente dicha: cuando dos o más sociedades se disuelven sin liquidarse, para constituir una nueva;
- Fusión por absorción: cuando una sociedad ya existente incorpora a una o más sociedades que se disuelven sin liquidarse.

En ambos casos las sociedades nunca se liquidan, sino que llegan solamente a disolverse, ya que el patrimonio no se distribuye entre los socios, sino que formará parte de la nueva sociedad o de la incorporante, según sea el caso. Tanto la nueva sociedad como la incorporante adquirirán la titularidad de los derechos y obligaciones de las sociedades disueltas, al inscribirse el acuerdo definitivo de fusión y el nuevo instrumento de constitución o el aumento de capital en el registro respectivo.

Para poder llevar adelante la fusión deberán cumplirse una serie de requisitos mencionados en el Art. 83 de la ley:

- La confección de un compromiso previo de fusión de todas las sociedades participantes.
- La aprobación de dicho compromiso y de los balances especiales, con los requisitos necesarios para la modificación del instrumento constitutivo, por parte de los socios.
- La publicación de un aviso por tres días en el diario de publicaciones legales y en uno de los diarios de mayor circulación, acerca de lo actuado hasta el momento.
- La confección del acuerdo definitivo de fusión otorgado por los representantes de todas las sociedades una vez cumplidos los pasos anteriores.
- La inscripción registral del acuerdo definitivo en las respectivas jurisdicciones, de ser distintas.

De mediar oposición de acreedores después de la publicación de los avisos, ello no impide la prosecución de los pasos de fusión, pero el acuerdo definitivo no podrá otorgarse hasta que los oponentes no fueren desinteresados o debidamente garantizados por la fusionante.

El Art. 84 de la ley está referido a la constitución de la nueva sociedad y su Inscripción. De optarse en la fusión por la constitución de una nueva sociedad, deberán observarse además todas las pautas exigidas en la constitución de cualquier tipo de sociedad. El órgano de administración de la sociedad así creada deberá realizar la ejecución de los actos tendientes a cancelar la inscripción registral de las sociedades disueltas, sin que se requiera publicación en ningún caso. De optarse en la fusión por absorción, debe tenerse presente el cumplimiento de las normas atinentes a la reforma del instrumento constitutivo. El órgano de administración de la sociedad absorbente será quien realiza la ejecución de los actos necesarios para cancelar la inscripción registral de las sociedades disueltas, que en ningún caso requerirá publicación.

La inscripción del acuerdo definitivo de fusión deberá hacerse en el Registro Público de Comercio y demás registros.

En el Art. 85 se menciona el Derecho de Receso para los socios que votaron en contra de la fusión, es decir, de retirarse de la sociedad por entender básicamente que no se cumple con el objetivo o aspectos que se han tenido en cuenta cuando se constituyó. El reembolso de la participación en la sociedad de estos socios se hará sobre la base del balance de transformación.

El compromiso previo de fusión podrá ser dejado sin efecto por cualquiera de las partes si no se han obtenido todas las resoluciones sociales aprobatorias dentro de los tres meses, al igual que revocarse mientras no se haya otorgado el acuerdo definitivo, según Art. 86 de la ley.

Se establece en el Art. 87, que el acuerdo definitivo de fusión podrá ser rescindido, por cualquiera de las sociedades interesadas hasta el momento de su inscripción registral, mediante decisión judicial, siempre que exista justa causa.

### 3.1.5.2. Ley de Defensa de la Competencia

Como se mencionó precedentemente, en el análisis preliminar de una fusión o adquisición se debe visualizar claramente el marco legal regulatorio dado que pueden afectar la libre competencia del mercado llevando a situaciones monopólicas o que generen ineficiencias en la óptima asignación de recursos motivadas por el ejercicio del poder de mercado.

La Ley 25.156 introduce el control de las concentraciones y fusiones a través de la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia<sup>53</sup> (CNDC), organismo creado en el año 1980 por la Ley de Defensa de la Competencia. Las disposiciones de la ley de defensa de la competencia se aplican a tres categorías de conductas comerciales: los acuerdos anticompetitivos, incluidos los carteles; los comportamientos anticompetitivos como empresa dominante del sector (abuso de posición dominante) y control de las concentraciones económicas.

Según el Art. 1° de la Ley 25.156 establece que están prohibidos los actos o conductas relacionados con la producción o intercambio de bienes o servicios que tengan por objeto o efecto limitar, restringir, falsear o distorsionar la competencia o el acceso al mercado o que constituyan abuso de una posición dominante en un mercado, de modo que pueda resultar perjuicio para el interés económico general. En este sentido, se entiende por posición dominante cuando para un determinado producto o servicio, una persona es la única oferente o demandante dentro del mercado nacional o, cuando sin ser la única, no está expuesta a una competencia sustancial

Por concentración económica, la ley –en su Art. 6°- entiende la toma de control de una varias empresas, a través de la realización de los siguientes actos: fusión entre empresas, transferencia de fondos de comercio, adquisición de acciones o de cualquier otro título que le permita al adquirente el control de la misma o cualquier otro acto que transfiera a una persona o grupo económico los activos de una empresa o le otorgue influencia determinante en la adopción de las decisiones de administración de una empresa. El Art. 7° prohíbe las

---

<sup>53</sup> Comisión Nacional de Defensa de la Competencia. Ext. de <http://www.mecon.gov.ar/cndc/home.htm>

concentraciones económicas cuyo objeto o efecto sea o pueda ser restringir o distorsionar la competencia, de modo que pueda resultar perjuicio para el interés económico general.

Ante la celebración de alguno de los actos indicados en el Art. 6° de la ley, es decir fusiones, transferencias de fondo de comercio o la adquisición de participaciones accionarias, entre otros, –cuando el volumen de negocio total conjunto de las empresas afectadas supere en el país la suma de \$200.000.000- debe notificarse a la CNDC para su examen en forma previa o en el plazo de una semana a partir de la conclusión del acuerdo. La CNDC puede autorizar la operación, denegarla o subordinar el acto al cumplimiento de las condiciones que la referida autoridad de aplicación establezca. El plazo de la Comisión para expedirse es de cuarenta y cinco días desde que se le presenta toda la documentación requerida. Transcurrido el plazo sin mediar resolución al respecto, la operación se tendrá por autorizada tácitamente.

Las F&A de empresas normalmente constituyen decisiones económicas impulsadas por la expectativa de adquirir ventajas competitivas que posibiliten a las firmas mejorar su desempeño en el mercado. Por un lado, las concentraciones económicas pueden producir efectos beneficiosos para la sociedad, tales como la concreción de economías de escala que reduzcan costos, mejoren la calidad y aumenten la producción generando así ganancias de eficiencia que se transmiten a los consumidores cuando existe un contexto competitivo efectivo. Por otro lado, y más allá de estas ganancias de eficiencia, las concentraciones pueden significar un peligro potencial para la competencia y por ende para el bienestar de la comunidad. Tal es el caso de aquellas concentraciones que generan o fortalecen la posibilidad de que la empresa resultante ejerza un poder de mercado que implique una influencia significativa sobre cualquier variable, cuantitativa o cualitativa, que sea representativa del grado de competencia existente en dicho mercado, implicando así un perjuicio potencial para los consumidores.

Producto de la probable existencia simultánea de efectos beneficiosos y perjudiciales de las concentraciones económicas, la evaluación previa de estas

operaciones tiene como objetivo evitar únicamente aquellas concentraciones que puedan finalmente resultar nocivas para la sociedad.

### 3.1.5.3. Ley de Mercado de Capitales

La Ley 26.831 fue sancionada el 29 de noviembre de 2012 y viene a reemplazar la Ley 17.811 que regulaba la oferta pública de títulos valores del año 1968 y luego reformada por las leyes 22.000 (1979), 24.241 (1993) y por el Decreto 677/01 (2001). Este último Decreto introdujo en nuestro país el concepto de **“transparencia financiera”** ya que incorporó mejores prácticas en el gobierno corporativo, estableciendo que el director de una sociedad no puede apartarse del interés social de la sociedad de la cual es director, entendido como el **“interés común de todos los accionistas”**, lo cual incluye, en el ámbito de las sociedades que acuden al mercado de capitales, la noción que en otros derechos y en los mercados de capitales internacionales es aludida en términos de creación de valor para los accionistas.

El Capítulo V de la ley hace referencia al régimen de transferencia y a los deberes de información y reserva donde establece:

- a) Deberes de información en la oferta pública (Art.99): Se obliga a todos los participantes del mercado –**insiders**<sup>54</sup>, agentes de negociación intermediarios financieros, funcionarios de las sociedades calificadoras de riesgo, de la CNV y a aquellas personas físicas o jurídicas, que de manera directa o por intermedio de otras personas físicas o jurídicas adquieran o enajenen acciones de una sociedad que realice oferta pública de valores tal que implique un cambio en las tenencias que configuran el o los grupos de control, o que sean parte de pactos o convenios de accionistas cuyo objeto sea ejercer una influencia dominante en las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones, a revelar información material o relevante a la CNV<sup>55</sup> y, el deber de

<sup>54</sup> Los *insiders* son aquellas personas que poseen información confidencial por estar en determinado cargo o posición. El uso de esta información para beneficio personal está prohibido por ley.

<sup>55</sup> La Comisión Nacional de Valores (CNV) es una entidad autárquica con jurisdicción en toda la República Argentina. La CNV fue creada por la Ley de Oferta Pública Nº 17.811 y su objetivo es otorgar la oferta pública velando por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección de los inversores.

informar toda negociación de valores que otorguen derechos de votos capaces de cambiar el control o sean superiores al 5% del capital social.

- b) Deberes de guardar reserva (Art. 102): Se aplica la regla de “**disclosure or abstain rule**” a las personas comprendidas como *insiders* que supone el deber de guardar reserva sobre toda información no divulgada públicamente y que, por su importancia sea apta para afectar la colocación o el curso de la negociación de valores negociables, y de abstenerse de negociar sobre la base de dicha información hasta que la misma tenga carácter público.
- c) Publicidad Engañosa (Art. 112): La publicidad, propaganda y difusión que hagan las sociedades emisoras, mercados o agentes que participen en una colocación de títulos, no podrá contener nombres, alusiones o expresiones que puedan inducir al error o confusión del público inversor.
- d) Conductas contrarias a la transparencia (Art. 117): Se prohíbe la utilización de información privilegiada en beneficio propio o de terceros privilegiada). En los casos en que infrinja la prohibición, la diferencia de precio positivo obtenido por las personas comprendidas en el párrafo anterior, proveniente de cualquier compra y venta efectuada dentro de un período de seis meses, respecto de cualquier valor negociable de los emisores a que se halaren vinculados, corresponderán al emisor y serán recuperables por él, sin perjuicio de las sanciones que pudieran corresponder al infractor. También se prohíbe la manipulación de precios o volúmenes que generen engaño al mercado y es un agravante cuando es realizada por *insiders* y accionista del grupo controlante. Por último se prohíbe la posibilidad de intervenir u ofrecer servicios en la oferta pública sin la autorización de la CNV.

#### 3.1.5.4. Ley de Concursos y Quiebras

La Ley N° 24.522 de Concursos y Quiebras contiene estipulaciones que, según parte de la doctrina, son perfectamente aplicables ante la falencia de una sociedad adquirida a través de una LBO.

El Art. N° 161 prevé la posibilidad de extender la quiebra de la fallida a los controlantes. En este sentido “...será procedente la extensión de la quiebra al adquirente del control mediante una LBO, por actuación en interés personal y disposición de los bienes sociales como propios, si hubiere fraude a los acreedores de la controlada”. Este artículo fue el aplicado por los tribunales en el fallo Havanna SA, que abordaremos extensivamente en el capítulo 3.

Asimismo el Art. N° 173 establece la acción de responsabilidad concursal frente a representantes, administradores, mandatarios o gestores de negocios del fallido que dolosamente hubieren producido, facilitado, permitido o agravado la situación patrimonial del deudor o su insolvencia, debiendo indemnizar los perjuicios causados. Se verán alcanzados los terceros que de cualquier forma hayan participado dolosamente en actos tendientes a la disminución del activo o exageración del pasivo, antes o después de la declaración de quiebra.

Por último es importante mencionar el Art. N° 84 que establece el “**cramdown**” o *salvataje* financiero, que permite que terceros, ajenos a la sociedad concursada, efectúen propuestas de pago al pasivo concursal, con el fin de obtener la transferencia forzosa del capital social y donde el LBO podría utilizarse como instrumento para lograr tal cometido.

#### **3.1.5.5. Ley de Contrato de Trabajo**

El Título XI de la ley 20.744, en sus artículos 225 al 230, se refiere a la transferencia del contrato de trabajo. En caso de transferencia del establecimiento por cualquier causa o título, pasarán al sucesor o adquirente todas las obligaciones emergentes del contrato de trabajo que el transmitente tuviera con el trabajador al tiempo de la transferencia, aún aquellas que se originen con motivo de la misma. El contrato del trabajador continuará con el sucesor o adquirente, y el trabajador conservará la antigüedad adquirida con el transmitente y los derechos que de ella se deriven. El trabajador podrá considerar extinguido el contrato, si con motivo de la transferencia del establecimiento, se le infiere un perjuicio que, apreciado con el criterio del Art. 242, justificare acto de denuncia.

## CAPÍTULO 2 METODOS TRADICIONALES DE VALUACIÓN DE EMPRESAS

### 3.2.1. Conceptos Básicos

Normalmente, una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa.

“El valor es una cualidad de las cosas que las hace estimables y motiva a poseerlas. Apremiar una cualidad conlleva grandes dosis de subjetividad, y esto hace que el valor dependa del sujeto que los juzgue”<sup>56</sup>. Para que se pueda atribuir valor a una cosa es esencial que se tenga una metodología, un criterio, que se base en procedimientos lógicos y que sea aceptada por la mayoría de las personas. John. B. Williams<sup>57</sup>, que fue uno de los pioneros en la determinación del valor de los activos financieros, relacionó a estos con el dinero que generaría en el futuro siguiente. Él encontró que los inversionistas enfrentaban incertidumbre y riesgo. Un inversor que no poseía certeza sobre el futuro, no tenía idea del valor actual de los futuros dividendos y no podía decir que una acción tendría un valor en virtud de una serie de condiciones u otro valor en virtud de un conjunto diferente de condiciones.

El valor de una empresa es lo que los inversores están dispuestos a pagar por ella, dependiente de lo que esperan obtener en el futuro. Existen distintas herramientas que ayudan a la determinación de valor de una compañía y operación, todas ellas se basan en el flujo de caja que es el modelo impulsor de valor. Para ello se debe prestar especial atención a las variables que lo componen que son: la magnitud, el riesgo y la frecuencia. La magnitud se refiere al tamaño en unidades monetarias del flujo; el riesgo se refiere a la certeza de los hechos; y la frecuencia a la distribución del flujo en un el tiempo.

El concepto de riesgo que se describió anteriormente es la base del costo de oportunidad del capital. Éste, corresponde al mejor retorno que puede ser logrado con una inversión de riesgo similar y es la tasa requerida para calcular

---

<sup>56</sup> VEGA FERNÁNDEZ, Javier. (2004). **Los Sistemas de Creación y Medición del Valor**. Op. Cit. en nota 32.

<sup>57</sup> WILLIAMS, John B. (1997). **The Theory of Investment Value**. Fraser Publishing Co, USA, pp. 55-76.



el valor actual neto (VAN). Por lo tanto, si la tasa interna de retorno (TIR) es mayor que el costo del capital, se crea valor ( $VAN > 0$ ). En el caso que se produzca la situación inversa, se destruye valor ( $VAN < 0$ ) y finalmente si ( $VAN = 0$ ) significa que se alcanzó el retorno esperado de la inversión.

La medición del valor está relacionada al concepto de valor económico y se distancia de la información contable. El Balance General muestra la situación patrimonial a un momento específico: es una foto que nos da una idea de los activos que posee una firma y cómo están financiados. Por su parte el Estado de Resultados nos muestra las ganancias y pérdidas en un período, en otras palabras, que tan buena es la *performance* de la empresa para hacer negocios y si ganó o perdió dinero.

Un concepto importante dentro de la contabilidad son los principios o criterios contables con los que se realizan los registros. Estos se basan en el reconocimiento de las consecuencias de un hecho económico cuando el mismo ocurre (devengado) sin importar si el mismo está cobrado o pagado en efectivo (percibido), generando una diferencia temporal en las inversiones de activo fijo y de capital de trabajo. Otro concepto contable importante es el criterio de prudencia<sup>58</sup>, que indica que las ganancias solo deben reconocerse cuando estén realizadas.

A primera vista parecería que la información contable no es útil, sin embargo, provee valiosos datos históricos que pueden ser utilizados para predecir flujos futuros de caja, e inclusive, otra información que puede afectar la valuación como impuestos diferidos y provisiones.

### 3.2.2. Valor del Capital vs. Valor de Empresa

El Valor del Capital o *Equity Value* es el valor que les interesa a los accionistas de una compañía ya que refleja el valor que tienen las acciones o lo que se pagará al accionista por la venta de la compañía. Para obtenerlo, se debe restar al valor de la empresa, el valor de mercado de la deuda financiera de la compañía (a largo y corto plazo) y sumar la caja y las inversiones temporales.

<sup>58</sup> CONSEJO PROFESIONAL DE CUENCIAS ECONÓMICAS DE LA CIUDAD AUTONOMA DE BUENOS AIRES (2001). **Resolución Técnica N°16, Marco Conceptual de las Normas Contables Profesionales.** [http://www.consejo.org.ar/elconsejo/res\\_tecnica.htm](http://www.consejo.org.ar/elconsejo/res_tecnica.htm)

El Valor de la Empresa (*Enterprise Value*) es el valor de la compañía en su conjunto, es decir, el valor que tiene para los inversores, accionistas, proveedores y acreedores financieros. Representa el valor de los activos operativos y se determina mediante distintos métodos de valoración.

Las distintas herramientas para calcular este último valor pueden clasificarse en métodos de valuación basados en: el balance, múltiplos, el flujo de fondos, creación de valor y las opciones, que quedarán subordinadas a la decisión de las partes participantes y sus estimaciones individuales.

### GRAFICO 7

#### Métodos de Valuación

Balance	Múltiplos	Descuento de flujos	Creación de valor	Opciones
Valor contable Valor de liquidación	PER EBITDA Ventas EBIT Otros	FCF CCF CFe APV Dividendos	EVA CVA BE MVA	Black & Scholes Binomial

Fuente: elaboración propia en base a libros de texto

#### 3.2.2.1. Métodos basados en el Balance

Esta metodología utiliza una aproximación al valor de la compañía en función a la estimación del valor de su patrimonio. Conceptualmente son métodos que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en sus activos o registros contables. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática, es decir, no tienen en cuenta la posible evolución futura de la empresa ni el valor tiempo del dinero. Los métodos se pueden clasificar en:

##### 3.2.2.1.1. Valor Contable

Este método también recibe el nombre de valor en libros o valor patrimonio neto de una empresa. El valor contable de las acciones es el valor de los recursos propios que figuran en el Estado de Situación Patrimonial, dentro del Patrimonio Neto. También se lo calcula como la diferencia entre el Activo Total

y el Pasivo Exigible, en otras palabras, como el excedente del total de bienes y derechos de la empresa sobre el total de deudas contraídas con terceros.

**Tabla 1**

Balance (Millones de \$)			
Activo		Pasivo/Patrimonio Neto	
Caja y Bancos	10	Proveedores	80
Créditos por Venta	20	Deuda Bancaria	20
Inventarios	90	Deuda Largo Plazo	60
Otros Créditos	20	Capital	150
Bienes de Uso	180	Reservas	10
<b>Total Activo</b>	<b>320</b>	<b>Total P+PN</b>	<b>320</b>

Fuente: Elaboración propia

En este caso el valor contable o valor en libros de las acciones (capital más reservas) es de 160 millones de pesos También se podría calcular como la diferencia entre el activo total (320) y el pasivo exigible (80 + 20 + 60).

En el caso del valor contable ajustado, se aplica la misma metodología, realizando revaluaciones a valores de mercado de activos y pasivos.

#### **3.2.2.1.2. Valor de Liquidación**

Este método se aplica en el caso de que la empresa se encuentre en estado de liquidación, motivo por el cual realizará sus activos para cancelar sus pasivos. El valor se calcula descontando el Patrimonio Neto ajustando los gastos de liquidación, como gastos fiscales, indemnizaciones a empleados y otros gastos de liquidación. La utilidad de este método está limitada a la compra de la empresa con el fin de liquidarla posteriormente. Generalmente va representar el valor mínimo de la empresa, ya que normalmente el valor de esta es superior a su valor de liquidación. Aplicando esto al ejemplo anterior, si los gastos de indemnización a empleados y todos los demás gastos asociados a la liquidación de la empresa fuesen 60 millones, el valor de liquidación de las acciones sería 100 (cien) millones.

#### **3.2.2.2. Métodos basados en Múltiplos**

La valoración por múltiplos es una metodología de valuación de empresas que consiste en encontrar alguna relación entre, el valor de la empresa y alguna

otra variable, que permite extrapolar los resultados a otras empresas, o simplemente, comparar los ratios de la empresa que estamos analizando con otras compañías de características similares, para tomar decisiones de compra o venta de títulos, o incluso de la totalidad de la empresa. A diferencia de los anteriores, se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador.

Como explica Estevez García<sup>59</sup>, “en este método se asume que los mercados son eficientes y que toda la información disponible se encuentra descontada en los precios”. La valoración se efectúa mediante los siguientes pasos:

- a) Análisis de la empresa objetivo: “Se buscan características del objetivo, para que pueda ser posible una comparación con empresas semejantes. En el marco de un análisis *cualitativo* se estiman mercados, canales de comercialización, participaciones de mercado, así como la evolución futura de los ingresos y beneficios”.
- b) Selección de las empresas comparables (*Peer Group*): “El *peer group* debería ser seleccionado de forma que coincidan el mayor número de características posibles con la empresa objetivo. Los criterios para medir esa similitud son: la red de distribución; pertenencia al sector; tecnologías utilizadas; tamaño de la empresa y riesgo”.
- c) Cálculo del valor de la empresa: “Generalmente se calcula el valor de una empresa que es objeto de valuación ( $UW_b$ ) multiplicando un factor de rendimiento (por ej.  $EBIT^{60}$ ) del objeto de la valoración ( $P_b$ ) con un múltiplo, que se compone de la relación de valor de la empresa objeto de comparación ( $UW_v$ ), con el factor de rendimiento de la misma ( $P_v$ )”.

$$UW_B = P_B \frac{UW_V}{P_V}$$

<sup>59</sup> ESTEVEZ GARCÍA, Pablo. (2008). **El Método de Valoración por Múltiplos**. Colección Finanzas F-4. <http://pablogarciaestevez.com/CF%204%20El%20metodo%20de%20Valoracion%20por%20Multiplos.pdf>.

<sup>60</sup> Representa el beneficio antes de intereses e impuestos (Earnings Before Interest and Tax).

Los múltiplos son valores de las compañías que se utilizan como referencia rápida y de fácil comprensión. No obstante, en ellos no hay un minucioso análisis de las variables que afectan a la compañía, tanto internas (gestión del negocio, estado de situación patrimonial, flujo de fondos) como externas (riesgos y valor del dinero en el tiempo). Se utilizan, en la medida que el múltiplo sea representativo, dado que es una medida cercana a lo que podamos obtener por el método de descuento de flujos de fondos.

### 2.2.2.1 Valor de los Beneficios (PER)

Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER, donde:

$$PER \text{ (Price Earnings Ratio)} = \text{Precio de la acción} / \text{Beneficio por acción}$$

$$\text{Beneficio por acción} = \text{Utilidad Neta} / \text{Cantidad de acciones}$$

Por ende, el valor de la empresa será: **Valor empresa = PER de la Industria x Beneficio Neto Anual** de la firma que queremos valorar.

El PER nos indica el número de veces que el beneficio neto anual de una empresa se encuentra incluido en el precio de una acción de ésta, es decir las veces que el mercado paga dicho beneficio. Se puede dar otra interpretación: el PER es el valor de mercado de cada peso de beneficio de la empresa e incluso como una medida de *calidad y aprecio* que los inversores tienen por el beneficio de la firma y que depende de las expectativas que el mercado tiene de la empresa en cuanto a crecimiento, rentabilidad y riesgo.

### 2.2.2.2 Precio sobre Valor Libros

Este múltiplo (Price to Book Value Ratio) indica la relación existente entre la cotización y el valor patrimonial de la empresa. Compara el verdadero valor de la acción contra el valor de acuerdo a los libros de la empresa. Indicará el valor de las oportunidades de crecimiento de la firma, y de sus activos intangibles. Este es un indicador con cierta capacidad predictiva acerca de las rentas futuras, además de ser utilizado para explicar los rendimientos anormales de los títulos, que el mercado no es capaz de explicar.

### 2.2.2.3 Precio sobre Ventas

Es un múltiplo de uso general, utilizado normalmente para cualquier empresa y sector. Concretamente es muy utilizado en empresas de sectores emergentes, donde hay expectativas de rentas pero no antecedentes para poder realizar una previsión causal. También es muy utilizado en empresas de internet y sectores donde el pronóstico va depender más de las expectativas y oportunidades que de los activos actuales.

### 2.2.2.4 Precio sobre Crecimiento del Beneficio

Consiste en comparar los ratios del PER, con su respectiva tasa de crecimiento  $g$ , para identificar activos sobre o subvaluados. La fórmula de cálculo es la siguiente: **PEG = PER /  $g$**

Uno de los problemas para la utilización del PEG es que un PER menor a la tasa de crecimiento no es condición suficiente para determinar que un activo se encuentra subvaluado tal como lo mencionamos anteriormente.

### 2.2.2.5 Valor Empresa / EBITDA

Este es un indicador que no tiene en cuenta las distorsiones derivadas de las amortizaciones y los criterios de valoración de activos como indica el propio acrónimo (EBITDA). Relaciona el valor de la empresa con su beneficio operativo, pero no va tener en cuenta ni el riesgo ni la distribución temporal del beneficio. Es un concepto importante ya que evalúa el resultado del negocio y la generación de caja, antes de variables que no se relacionan directamente con el resultado<sup>61</sup>.

---

<sup>61</sup> VANCE, David E. (2003). **Financial Analysis and Decision Making: Tools and Techniques to Solve Financial Problems and Make Effective Business Decisions**. Blacklick, USA. McGraw Hill Professional, Pag. 137. "El efectivo generado de operaciones en oposición a la venta de activos, corresponde a los ingresos anteriores a intereses, impuestos, depreciación y amortización. El beneficio antes de intereses se utiliza como un punto de referencia porque el interés está en función de cómo a empresa se financia, no en la eficiencia con que opera. Los impuestos se pagan solamente si la empresa tiene resultado impositivo positivo, y hay tantas formas de reducir la carga tributaria que las comparaciones de las ganancias después de impuestos podrían nos ser representativas. La depreciación y amortización son gastos que no disminuyen el efectivo generado por la empresa. Por lo tanto, deben ser añadidos a las ganancias antes de intereses e impuestos, también llamado resultado operativo, para obtener el flujo de caja". La cita corresponde a una traducción libre del autor.

Tabla 2

Fórmula para Calcular E.B.I.T. y E.B.I.T.D.A.
(+) Ventas Netas de Descuentos y Bonificaciones (-) Costos directos e indirectos de producción
(=) Margen Bruto de Explotación (-) Gastos de Comercialización
(=) Margen Variable (-) Gastos de Administración y Marketing
(=) Resultado Operativo o E.B.I.T. (+) Depreciaciones y Amortizaciones
(=) E.B.I.T.D.A.

Fuente: Elaboración propia

### 2.2.2.5 Múltiplos de cotización y Múltiplos de transacción

Se pueden diferenciar dos tipos de métodos relacionados con los múltiplos: los **múltiplos de cotización** y los **múltiplos de transacción**. El primero se basa en estimar el valor de una empresa mediante la comparación de éste con el valor de otras empresas de similares características que cotizan en bolsa. Consiste en identificar varias compañías comparables a las que queremos valorar, y calcular posteriormente algunos ratios que muestren la relación entre el valor de cada una de esas empresas y alguna medida de su resultado financiero. Este ratio posteriormente se aplica a la misma medida del resultado financiero de la compañía objeto de valoración, obteniendo así una valoración comparativa. En relación a los ratios, se debe emplear en cada caso el ratio de margen operativo normalmente utilizado en el sector objeto de estudio. Generalmente, el múltiplo más utilizado es el de Valor de la empresa / EBITDA. En relación a las empresas comparables, estas deben tomar como referencia compañías cotizadas lo más similares posibles a la compañía objeto de valoración.

Los múltiplos de transacción tienen características muy similares. Consiste en analizar el precio pagado en transacciones anteriores por compañías parecidas a la empresa objetivo, para obtener así una estimación del precio que se podría estar dispuesto a pagar por ella. Por tanto, este método nos proporcionará un marco de referencia para negociaciones en base a la valuación de mercado de transacciones similares.

Tabla 3

Valores expresados en miles de USD				
Año	2011	2012	2013	2014
<b>EBITDA</b>	6.450	7.820	8.950	9.750
- Amortizaciones	807	991	1.097	1.206
- Depreciaciones	450	510	580	620
<b>EBIT</b>	<b>5.193</b>	<b>6.319</b>	<b>7.273</b>	<b>7.924</b>
- Impuestos	1.818	2.212	2.546	2.773
<b>Net Income</b>	<b>3.375</b>	<b>4.107</b>	<b>4.727</b>	<b>5.151</b>
+ Amortizaciones	807	991	1.097	1.206
+ Depreciaciones	450	510	580	620
<b>Flujo de Fondos Operativo</b>	<b>4.632</b>	<b>5.608</b>	<b>6.404</b>	<b>6.977</b>
- Capital de Trabajo	750	1.000	1.200	1.340
- Inversión en Activo Fijo	2.000	2.400	2.700	3.000
<b>Free Cash Flow</b>	<b>1.882</b>	<b>2.208</b>	<b>2.504</b>	<b>2.637</b>

Esta tabla representa los datos de nuestra empresa. Para utilizar este método de valoración seleccionamos una muestra de compañías que por su actividad, representen una buena referencia de valoración para la compañía objetivo:

Tabla 4

Compañía	EV/Ventas		EV/EBITDA		PER	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Compañía 1	0,50	0,50	5,90	5,50	11,90	10,50
Compañía 2	0,50	0,50	6,90	5,70	14,80	11,30
Compañía 3	1,80	0,30	26,20	5,30	35,90	8,70
Compañía 4	0,30	0,30	4,90	3,10	13,90	9,30
Compañía 5	0,50	0,50	6,30	5,40	12,30	10,60
Compañía 6	0,50	0,50	6,30	5,70	11,90	10,00
Media	0,68	0,43	9,42	5,12	16,78	10,07
Mediana	0,50	0,50	6,30	5,40	13,90	10,07

La tabla 4 representa los datos de empresas públicas pertenecientes al mismo sector que nuestra compañía. Para hacer los datos más reales, aplicaremos un descuento del 10% dado que existen diferencias en cuanto a la liquidez.

Año	EBITDA ('000 USD)	Múltiplos	Valor Firma ('000 USD)
2011	6.450	6,30	36.572
2012	7.820	5,45	38.357



Por lo tanto si consideramos como único múltiplo el EBITDA, el rango de valoración de la empresa en los años 2011 y 2012 irá desde 36.572 millones de dólares hasta 38.357 millones de dólares.

Por el caso de múltiplos de transacción partimos de los datos de la tabla 3 y vamos a suponer transacciones llevadas a cabo por empresas, las cuales realizan actividades comparables a la empresa de nuestro ejemplo.

**Tabla 5**

Fecha	Valor Transacción (`000 USD)	Participación (%)	Valor Firma (`000 USD)	EV/Ventas	EV/EBITDA	PER
jul-12	137	100%	162	0,40	5,70	3,30
feb-12	43	100%	38	0,30	4,90	5,80
jun-11	12	50%	31	0,20	3,60	4,00
nov-10	21	100%	26	0,50	4,00	6,00
mar-10	202	100%	151	1,10	7,00	10,00
jul-09	7	98%	7,2	0,50	3,20	4,00
Media				0,50	4,73	5,52
Mediana				0,45	4,45	4,90

A partir de los datos de la tabla 3 y de la tabla 5 obtendremos el valor de la empresa:

Año	EBITDA (`000 USD)	Múltiplos	Valor Firma (`000 USD)
2011	6.450	4,45	28.703

### 2.2.3 Métodos basados en Flujos de Fondos

Una de las técnicas más utilizadas para la valuación de empresas y la evaluación de proyectos de inversión es el flujo de fondos descontado (Discounted Cash Flow, en adelante DCF). En dicha técnica el flujo de fondos de la compañía es descontado por el costo de capital de una alternativa de riesgo comparable, para obtener el valor intrínseco de las acciones y de los activos de la firma. El valor intrínseco es en tal sentido un valor normativo, el

valor de mercado que “debería” tener la compañía si el mercado la valúa correctamente<sup>62</sup>.

Debido a que las decisiones se orientan al futuro, los flujos se deben ajustar por el valor tiempo del dinero, que se rige por un simple axioma: “...un dólar recibido hoy vale más que un dólar recibido en un año, porque dejamos la oportunidad de la inversión con ganancia de hoy al futuro dólar para el cual debemos esperar”<sup>63</sup>. Por lo tanto el valor de una empresa, depende de su capacidad para generar flujos de caja y a medida que esa capacidad aumenta, más alto será el valor de la misma.

En estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, en donde el valor de la empresa se calcula a partir del valor actual de esos flujos, utilizando una tasa de descuento adecuada o el rendimiento mínimo que se le requerirá a dicha inversión, que se obtiene teniendo en cuenta el riesgo y las volatilidades históricas.

Una característica de la técnica del descuento de flujos es que combina información financiera con información del mercado de capitales. La primera proviene de los estados contables de la firma, como los balances, el estado de resultados y el estado de evolución del patrimonio neto, lo cual permite apreciar como ha sido el gerenciamiento de los activos y pasivos. La segunda se refiere a la volatilidad de las acciones de la firma, el rendimiento que se espera del mercado accionario en su conjunto y el rendimiento libre de riesgo.

La ventaja que ha presentado la valuación por medio del DCF por sobre otras técnicas es que la primera obliga al analista a introducirse en el detalle de las cifras y lo fuerza a un estudio línea por línea, lo que es sumamente importante, ya que permite apreciar cuáles son las fuentes generadoras de fondos y de valor. La fórmula para descontar flujos de fondos perpetuos es:

$$\text{Valor Presente de una Perpetuidad} = PV = \frac{\text{Flujo de Caja}}{\text{Tasa de Descuento}}$$

<sup>62</sup> LÓPEZ DUMRAUF, Guillermo L. (2003). **Finanzas Corporativas**. Primera Edición. Editorial Grupo Guía. Capítulo 14, Buenos Aires.

<sup>63</sup> ROSS Stephen A.; WESTERFIELD Randolph W.; JAFFE, Jeffey. (2005). **Finanzas Corporativas**. Editorial Mac- Graw Hill, México, Séptima Edición.

La perpetuidad se tiene que ajustar por el valor presente al que corresponde  $(1+\text{tasa de descuento})^t$ , y siendo la tasa de descuento asimilable al costo promedio ponderado del capital (WACC: *Weighted Average Cost of Capital*), la formalización matemática para el valor perpetuo es:

$$\text{PV Valor Continuo} = PV_c = \frac{FCF_{t+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^t}$$

Las perpetuidades se utilizan para calcular el valor terminal de la adquisición, ya que no tiene sentido estimar los flujos de caja para siempre. Según Aswath Damodaran<sup>64</sup> existen tres métodos para estimar este valor: uno consiste en asumir que los activos en el año terminal no se venden, y se estima que los otros podrían pagar por los bienes que la empresa ha acumulado en este punto; en el segundo se supone que la empresa continúa su marcha y se aplica un múltiplo a las ganancias, ingresos o valor contable; y en el tercero se supone que los flujos de efectivo crecerán a un ritmo constante (g), utilizando de esta manera un modelo de crecimiento perpetuo. En el último caso habría que dividir la perpetuidad por la tasa de descuento menos la tasa de crecimiento de los flujos (g). Un problema surge cuando los compradores deben estimar un Valor Terminal razonable. Para adquisiciones en sectores de alto crecimiento, el valor se corresponde con una significativa proporción del valor total<sup>65</sup>. Para resolver este problema se debería pensar el Valor Terminal desde la perspectiva de los conductores de valor (*Value drivers*) y su análisis a partir del riesgo y del crecimiento de los flujos de caja.

La fórmula para obtener el valor presente del período de proyección explícito es la sumatoria de los flujos de caja libre de cada período (t) descontados por el costo promedio del capital. Matemáticamente:

$$\text{PV FCF Explícito} = PV = \sum \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n}$$

<sup>64</sup> DAMODARAN, Aswath. (2009). **Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges**. Stern School of Business, New York University, p. 38.

<sup>65</sup> GANDHOK, Tejpavan; DWIVEDI, Anurag; LAL, Jatin. (2001). **Evaluating Mergers and Acquisitions, How to avoid overpaying**. Stern Steward Research, India. Vol. 3, Issue 8.

Finalmente para que se logre conocer el valor de una compañía se tienen que sumar el Flujo de Caja Explícito y el Valor Perpetuo o Valor Terminal.

Valor de Compañía (EV) = *PV FCF explícito + PVc Perpetuidad*

Habitualmente se utiliza el flujo de caja libre para la valuación de las fusiones y adquisiciones dado que representa el flujo del negocio independientemente de su financiación. A continuación se desarrollan las diferentes medidas del flujo de caja.

### **2.2.3.1 Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow)**

Es el beneficio operativo después de impuestos, al que se le agrega las amortizaciones (dado que no generan una salida genuina de fondos), se le deduce los aumentos en activos fijos y se le añade o deduce, según corresponda, las variaciones en el capital de trabajo. Es decir, que es el exceso de flujo de caja generado por una empresa, obtenido después de impuestos, que se encuentra disponible para todos los suministradores de capital, a saber, accionistas y acreedores.

Representa el flujo de fondos que genera la empresa, con independencia de cómo está financiada. Y esta es la razón por la cual debe observarse cuidadosamente que, como es considerado después de impuestos, el tributo que se le deduce no es necesariamente igual al tributo pagado, sino que este último se calcula sobre el resultado operativo, es decir el impuesto que la empresa hubiera pagado si no hubiese financiado parte de sus aplicaciones con capital de terceros pues los intereses de las deudas son deducibles en la mayoría de las legislaciones impositivas sobre impuesto a la renta.

En el free cash flow, el impuesto hipotético es calculado multiplicando la tasa el impuesto a las ganancias a la que está sujeta la empresa por el EBIT; por lo tanto, no es capturado el ahorro fiscal que genera la deuda. Los componentes del flujo de caja libre son entonces:

Free Cash Flow = EBIT - Impuesto calculado sobre el EBIT + Amortizaciones  
+/-  $\Delta$  en el Capital de Trabajo - Aumentos en los Activos Fijos

### 2.2.3.2 Flujo de Caja de los Inversores (Capital Cash Flow)

Es el flujo de fondos total para los proveedores de capital, es decir la suma de los cash flows que estos tienen derecho a percibir; dividendos para los accionistas, cambios en el nivel de las deudas y los intereses para los acreedores. Entonces es posible escribirlo de la siguiente manera:

$$\text{Capital Cash Flow} = \text{Dividendos} + \text{Intereses} \pm \Delta \text{ deuda}$$

También es posible obtener el Capital Cash Flow a partir del Free Cash Flow, esto es considerando el efecto del ahorro impositivo de los intereses que no es contemplado por el flujo de caja libre:

$$\text{Capital Cash Flow} = \text{Free Cash Flow} + \text{Intereses} \times t \text{ (Tax Shield)}$$

### 2.2.3.3 Flujo de Caja para el Accionista (Equity Cash Flow)

Es el flujo de efectivo residual para la empresa, luego de que se han abonado los intereses y los impuestos.

$$\text{Equity Cash Flow} = \text{EBIT} - \text{Impuestos} + \text{Amortizaciones} \pm \Delta \text{ en el capital de trabajo} - \text{Intereses} \pm \Delta \text{ en el endeudamiento} - \text{Aumentos en los activos fijos}$$

Puede también obtenerse a partir del Capital Cash Flow:

$$\text{Equity Cash Flow} = \text{Capital Cash Flow} - \text{Intereses} \pm \Delta \text{ Deuda}$$

Como surge de la Tabla 6, el armado del Cash Flow nace de las siguientes etapas:

**Tabla 6**

Fórmula para calcular los Flujos de Caja		
(+)	EBIT	Resultado antes de intereses e impuestos
(X)	(1-tax)	Impuesto a la renta
(=)	NOPAT	Resultado Operativo neto antes de impuestos
(+)	D&A	Depreciaciones y Amortizaciones
(+/-)	WC	Variación en el Capital de Trabajo
(-)	Capex	Inversiones en Activo Fijo
(=)	FCF	Free Cash Flow
(+)	Intereses x Tax	Tax Shield
(=)	CCF	Capital Cash Flow
(+/-)	Endeudamiento	Variación en el saldo de la Deuda
(=)	ECF	Equity Cash Flow

Fuente: Elaboración propia en base a libros de texto

### 2.2.3.4 El CAPM con Modigliani Miller

No es propósito de este trabajo abordar exhaustivamente el modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM en adelante, por sus siglas en inglés Capital Asset Pricing Model) pero es necesario presentarlo pues es uno de los elementos que intervienen en los métodos de valoración que describiremos. Es decir, el CAPM permite estimar la tasa de descuento para luego poder valorar las acciones, es decir, el costo del capital propio. El CAPM nos dice que para poder calcular el rendimiento esperado que se le exigirá a un activo, son necesarios tres datos, a saber: el rendimiento libre de riesgo, la prima de mercado y el beta del activo. El CAPM puede adaptarse para su utilización en la valuación de empresas de capital cerrado que operan en economías emergentes, donde las principales complicaciones son la estimación del beta y el riesgo país.

A su vez, el CAPM es perfectamente compatible con las proposiciones de Modigliani y Miller, mediante la siguiente expresión:

$$K_e = r_f + \beta_u(r_m - r_f) + \beta_u(r_m - r_f) \cdot D/E \cdot (1 - t)$$

Así un inversor requerirá un rendimiento para compensar el valor tiempo del dinero ( $r_f$ ), el riesgo del negocio ( $\beta_u(r_m - r_f)$ ) y el riesgo financiero derivado del endeudamiento [ $\beta_u(r_m - r_f) D/E (1 - t)$ ]. Vemos también que la deuda genera un ahorro fiscal  $(1-t)$ .

En cuanto al coeficiente beta del activo, este es una ponderación de los betas de la deuda y de las acciones, por tanto:

$$\beta_u = \frac{\beta_d \cdot E + \beta_d \cdot D \cdot (1-t)}{D \cdot (1-t) + E}$$

Al asumir Modigliani y Miller que la deuda es libre de riesgo, es decir que  $\beta_d=0$ , podemos obtener el beta de las acciones:

$$\beta_e = \frac{\beta_u \cdot [1 + D \cdot (1-t)]}{E}$$

Y volver a obtener el beta del activo desapalancado:

$$\beta_u = \frac{\beta_e}{1 + \frac{D^*(1-t)}{E}}$$

Vemos que el beta del activo o beta desapalancado solo depende del riesgo del negocio, pero el uso de deuda causa un incremento en el beta de las acciones ocasionado por el riesgo financiero.

### 2.2.3.5 El Costo Promedio Ponderado del Capital

Una firma utiliza no solo capital propio, sino también de terceros. Por tanto, para calcular el costo del capital total de la firma, utilizamos el costo promedio ponderado del capital (WACC, del inglés, “*weighted average cost of capital*”).

$$WACC = \frac{k_e * E}{E + D} + \frac{k_d * (1 - t) * D}{E + D}$$

E+D representa el valor total de mercado de la firma, donde E es el valor de mercado de las acciones y D el valor de mercado de la deuda.  $k_d$  representa el costo de la deuda después de impuestos y  $k_e$  el costo del capital propio. El costo de la deuda ha sido ajustado por impuestos para reflejar el ahorro fiscal derivado de los intereses.

### 2.2.3.6 Métodos de Valuación por Descuento de Flujos de Fondos

Existen distintos métodos de valoración basados en descuento de flujos de fondos. Los distintos tipos de flujos con sus respectivas tasas de descuento son los siguientes:

Métodos de Valuación por Flujos Descontados			
Nombre	Flujo de Fondos	Tasa de Descuento	Resultado
Free Cash Flow (FCF)	FCF	WACC después impuestos	Firm (V)
Capital Cash Flow (CCF)	FCF + Tax Shield	WACC antes de impuestos	Firm (V)
Equity Cash Flow (ECF)	CCF + Debt CF	Rent. de las Acciones ( $R_e$ )	Equity (E)
Adjustment Present Value (APV)	FCF	Rent. de la firma desap. ( $R_u$ )	PV (Base)
	Tax Shield	Rent. de la Deuda ( $R_d$ )	PV (TS)

El valor de la empresa debe ser el mismo al utilizar cualquiera de los cuatro métodos tradicionales de valuación por DCF.

Siguiendo a Dumrauf<sup>66</sup>, el procedimiento para el cálculo del valor de la firma a partir del flujo de fondos descontado requiere los siguientes pasos:

- 1) Calcule el rendimiento exigido por los accionistas  $k_e$ , a partir de la  $\beta_e$  observada en el mercado y la ecuación del CAPM;
- 2) A partir de  $k_e$ , determine el valor de mercado de las acciones (E) descontando el cash flow para los accionistas (ECF);
- 3) Suponiendo que el valor facial de la deuda coincide con su valor de mercado D, puede calcular el valor de mercado de la firma a partir de la suma de los valores de mercado de la deuda y las acciones (D + E);
- 4) Una vez obtenidos los valores de mercado de las acciones y de la deuda, calcule el WACC;
- 5) Calcule el Valor de mercado de la Firma a partir del FCF y el CCF, descontado con el WACC y el WACC before taxes, respectivamente;
- 6) Calcule la beta desapalancada  $\beta_u$ , y luego obtenga  $k_u$  a partir de la ecuación del CAPM;
- 7) Calcule el Valor de mercado de la Firma a partir del Adjusted Present Value (APV), descontando el FCF con  $k_u$  y adicionando luego el valor presente del tax shield (D.t).

#### 2.2.3.6.1 Cálculo del valor de la empresa a partir del Equity Cash Flow

La fórmula a utilizar es equivalente a la que se usaría para valuar un bono perpetuo, es decir aquel que proporciona flujos constantes e iguales para siempre. Entonces, el valor de las acciones de una empresa es el valor actual de los flujos que corresponden a sus propietarios, descontados a la rentabilidad exigida por estos.

$$E = ECF / k_e$$

Por tanto, el valor de la empresa (V), será igual al valor de los recursos propios (E) más el valor de la deuda (D).

<sup>66</sup> LÓPEZ DUMRAUF, Guillermo L. (2003). Op. cit. en nota 53.



$$V = E + D = (ECF / k_e) + I/k_d \quad \text{donde } D = I/k_d$$

El valor de Mercado de la deuda hoy (D), equivale a los intereses debidos a la deuda (I), que se supone perpetua, descontados al costo de la deuda  $k_d$ . Vale aclarar que  $k_d$  surgirá del modelo conocido CAPM:

$$k_d = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_d$$

#### **2.2.3.6.2 Cálculo del valor de la empresa a partir del Free Cash Flow**

La siguiente fórmula afirma que el valor de la deuda hoy más el de los recursos propios es el valor actual neto de los free cash flows esperados que generará la empresa, descontados al WACC después de impuestos (after taxes).

$$V = E + D = FCF / WACC_{at}$$

donde la expresión que relaciona el FCF con el ECF es :

$$ECF = FCF - D \cdot k_d \cdot (1 - t)$$

y la expresión del WACC después de impuestos será:

$$WACC_{at} = \frac{E \cdot k_e + D \cdot k_d (1 - t)}{E + D}$$

#### **2.2.3.6.3 Cálculo del valor de la empresa a partir del Capital Cash Flow**

La siguiente fórmula propone que el valor de la deuda hoy más el de los recursos propios es igual al capital cash flow descontado al costo promedio ponderado del capital antes de impuestos. Esto así, pues el efecto fiscal de la deuda ya fue considerado en el numerador. Por tanto:

$$V = E + D = CCF / WACC_{bt}$$

donde la expresión que relaciona el CCF con el ECF y con el FCF es:

$$CCF = ECF + CFD = ECF + D \cdot k_d = FCF + D \cdot k_d \cdot t$$

y la expresión del WACC antes de impuestos (before taxes) será:

$$WACC_{bt} = \frac{E \cdot k_e + D \cdot k_d}{E + D}$$

#### 2.2.3.6.4 Cálculo del valor de la empresa a partir del Adjusted Present Value

El valor actual ajustado indica que el valor de la deuda hoy más el de los recursos propios de la empresa apalancada, es igual al valor de los recursos propios de la empresa sin apalancar más el valor del ahorro de impuestos debido al pago de intereses.

$$V = E + D = V_u + \text{valor del ahorro de impuestos}$$

$$V = E + D = (\text{FCF} / k_u) + D \cdot t \longrightarrow \text{Valor creado por la decisión de financiamiento}$$



Valor creado por la operación de la empresa

Para calcular  $k_u$  primero necesitamos obtener la beta desapalancada,  $\beta_u$ :

$$\beta_u = \frac{\beta_e}{1 + \frac{D}{E}(1-t)}$$

Una vez obtenido  $\beta_u$ , que es el beta del activo, podrá estimarse el rendimiento esperado del activo,  $k_u$ , como:

$$k_u = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_u$$

La ventaja del APV frente a los demás métodos, es que permite separar el valor creado por las decisiones de financiamiento del valor creado por la operación de la firma, es decir, el valor creado por sus activos.

Finalmente, concluimos que el valor de la empresa debe ser el mismo con cualquiera de los cuatro métodos; solo debe tenerse en cuenta descontar los diferentes flujos de fondos a la tasa apropiada. El valor intrínseco de la empresa, es el mismo.

En el caso de perpetuidades, el valor del ahorro de impuestos es simplemente el monto de la deuda multiplicada por la alícuota impositiva para la empresa.

## 2.2.4 Métodos basados en la creación de valor

El valor económico añadido (EVA®: *Economic Value Added*) es una metodología de valuación basada en los beneficios económicos y fue registrada con ese mismo nombre por la empresa Stern Stewart<sup>67</sup>. El valor del mercado añadido (MVA: *Market Value Added*) es una extensión del modelo EVA, que lleva a valor presente la creación o destrucción de valor calculada en primer término. El EVA es descrito por Bennet Stewart como “un método práctico para estimar el beneficio económico que se obtuvo, por oposición a la contabilidad de beneficios”<sup>68</sup>. El uso de esta herramienta, ayuda a que se desarrolle un mejor entendimiento de los patrones de creación de valor. Esta mejor comprensión de los *drivers* de valor añadido, puede llevar a cambiar la estrategia de fusiones y adquisiciones, debido a que conduce a preguntas como: ¿Cuáles son los principales generadores de valor?, ¿Qué se puede hacer para minimizar la destrucción de valor?, ¿Se puede considerar sostenible la inversión en el largo plazo?. Podría darse el caso de una empresa que analiza ingresar en un nuevo mercado y para ello tiene la opción de construir una planta o adquirir un jugador local. Si se analiza la inversión desde la óptica del Flujo de Caja Libre, la mejor opción sería adquirir al competidor. Sin embargo, luego de hacer el análisis utilizando EVA, se llega a la conclusión de que es más seguro (por la concentración de los flujos en el final del proyecto), construir una planta y todavía se mantiene la flexibilidad de adquirir al competidor en una etapa posterior. Por lo tanto es importante hacer un uso combinado de las dos herramientas, debido a que son complementarias y que mejoran la calidad de las decisiones.

Otras ventajas asociadas a la utilización de esta medida son señaladas por Young & O'Byrne<sup>69</sup> como: 1) resuelve el problema de la medición de acciones versus las medidas de flujo porque está basado en el beneficio operativo neto después de impuestos (NOPAT: *Net Operating Profit After Taxes*), 2) se puede estimar tanto para el total empresa como para las distintas unidades, ya que

<sup>67</sup> [Http://www.stenstewart.com/](http://www.stenstewart.com/).

<sup>68</sup> TAUB, Stephen. (2003). **MVPs of MVA: Which companies created the most wealth for shareholders last year? Enter MVA.** CFO Magazine in: [Http://www.cfo.com/article.cfm/3009758?f=search](http://www.cfo.com/article.cfm/3009758?f=search)

<sup>69</sup> YOUNG, David S.; O'BYRNE, Stephen F. (2000). **EVA® and Other Value-Based Management: A practical Guide to Implementation.** USA. Mc-Graw-Hill, Pág. 269-302.

muchas veces dependen de los cobros a otras unidades y se crea un juego de suma cero en la evaluación del valor. El valor de una compañía sostienen los autores debería valuarse como un todo, ya que la empresa se beneficia por las sinergias que son obtenidas por la combinación de recursos. Por otro lado, EVA tiene ciertas limitaciones, como por ejemplo: 1) si disminuye el costo de los recursos, mejoraría el EVA, pero esta mejora no tiene nada ver con la gestión de los directivos ya que es la consecuencia de un factor externo; 2) podría llevar a retrasar inversiones para mejorar el retorno del capital invertido; 3) si no se realizan los ajustes económicos pertinentes, puede estar influenciado por las distorsiones contables, producto del uso en la contabilidad de “criterios de contabilidad creativa”.

El objetivo de EVA es medir la creación de valor en un período. Se calcula como la diferencia entre el NOPAT y el Activo Neto (Net Assets) multiplicado por el costo promedio ponderado del capital (WACC).

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Net Assets} * \text{WACC}$$

El activo neto constituye el valor invertido en la operación de la compañía. Generalmente es la sumatoria de los fondos propios y ajenos (capital de trabajo), el activo fijo y otros activos operativos netos de los pasivos operativos. Para la discusión se deja la incorporación del valor llave, siendo este incorporable en la medida que se considere la evaluación del resultado de decisiones pasadas de inversión. El NOPAT está definido por factores internos y representa el flujo económico. Se lo representa con la siguiente fórmula:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1-t) \quad \text{donde } t = 35\% \text{ (alícuota para Soc.)}$$

### **2.2.5 Métodos basados en opciones reales**

En los métodos de valuación anteriores, se aplicaba la metodología correspondiente a cada uno y se obtenía un resultado en términos de valor. Si el valor actual supera al costo del capital, el negocio es viable económicamente. Sin embargo, estos tipos de análisis pueden resultar incompletos y conducir a decisiones equivocadas, debido a que: existe la posibilidad de alterar una inversión en el curso de su ejecución; de iniciar

nuevos proyectos a partir de uno anterior, o se puede abandonarlos. La flexibilidad constituye la esencia de las opciones, agrega valor a las decisiones y ayuda a un mejor planteamiento estratégico de las circunstancias. Para que se pueda considerar el valor de la flexibilidad, lo que significa poder posponer un proyecto a la espera de información más completa, se ha desarrollado la metodología de Opciones Reales (*Real Options*) y es una extensión matemática de la valuación de opciones financieras. Las “opciones” se refieren a la flexibilidad, característica natural de la inversión o de las decisiones de operación y “real” distingue las opciones disponibles en activos materiales e inmateriales de opciones sobre instrumentos financieros.

Según Francisco Lopez Lubian<sup>70</sup> existe posibilidad de aplicar opciones reales cuando existe flexibilidad operativa, es decir posibilidad de alterar los escenarios futuros mediante la intervención de gestores, existe una elevada incertidumbre y hay irreversibilidad en las decisiones. Para que una opción tenga valor, tiene que ser exclusiva. Si todo el mundo tiene la posibilidad de utilizarla, la opción no tiene valor.

La metodología de opciones reales es frecuentemente utilizada para valorar proyectos relacionados con la tecnología, la medicina, la investigación y desarrollo y de productos y la industria cinematográfica<sup>71</sup>. Su uso resulta muy pertinente a la hora de valorar fusiones y adquisiciones, ya que se abre un abanico de posibilidades en el futuro y no se limita el proyecto a una decisión de seguir/no seguir como se plantea en el árbol de decisión binomial.

En conclusión, son un acercamiento sistemático y una solución integrada para la valuación de activos. Su formulación se nutre de la teoría financiera, el análisis económico, los modelos econométricos, la estadística y la teoría de la decisión. Conceptualmente su valor radica en considerar múltiples caminos de decisión como consecuencia de la incertidumbre y por lo tanto, puede ser un complemento muy útil de los modelos de NPV/EVA.

---

<sup>70</sup> LÓPEZ LUBIAN, Francisco. (2004). **Cuándo Utilizar Opciones Reales para Completar el Valor de una Decisión**. España. Ediciones Deusto. Referencia Nº 2102.

<sup>71</sup> DAMODARAN, Aswath B. (sin mención de año). **The Promise and Peril of Real Options**. New York Stern School of Business. In <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/realopt.pdf>.

## CAPÍTULO 3 LA COMPRA APALANCADA O LEVERAGE BUY OUT

### 3.3.1 INTRODUCCION

Uno de los procedimientos para adquirir una compañía consiste en financiar la mayor parte del precio de compra mediante la obtención de recursos financieros ajenos, que van a estar garantizados por los flujos de caja futuros y por los activos de la empresa objeto de la decisión. A esta operación se la denomina compra apalancada de la empresa o *leveraged buy-out* (LBO).

El LBO o compra apalancada -en la acepción española del término-, ha sido definida como aquella modalidad de financiación por la cual se adquiere en forma parcial o total el capital social de una compañía, financiándose una porción significativa del precio de compra mediante la incurrencia y el pago ulterior de una deuda por parte de la compañía adquirida inicialmente o en forma posterior, a través de una fusión con la sociedad adquirente o garantizando la operación con los activos de aquélla<sup>72</sup>.

Se trata de operaciones financieras que se caracterizan por constituir compras de un porcentaje mayoritario en el capital social de la compañía definida previamente como objetivo (*target*) financiándose tal adquisición a través del préstamo otorgado por un tercero, quien a su vez obtiene garantía en los activos de la target o se reembolsan con el patrimonio o cash flow esperados de la misma. Esta técnica posibilita, a través de una pequeña inversión con relación al precio pagado por la compra, la adquisición de una compañía, a quien se traslada el repago de la deuda tomada para financiar dicho negocio.

Una de las mejores explicaciones que nos han brindado los doctrinarios acerca de esta operación, la ha aportado el Dr. Edgar Jelonce en los siguientes términos<sup>73</sup>: *“el adquirente- que puede ser el grupo gerencial (management), otra sociedad o alguien dedicado a este negocio, compra una gran parte,*

<sup>72</sup> SHERMAN, Andrew J.; MILLEDGE, Hart A. (2006). **“Mergers & Acquisitions form A to Z”**. Amacom Div. Management Association, Ed. 2, Pág. 123: *“Leverage Buy Out is a transaction in which capital borrowed from a commercial lender is used to fund a large portion of de purchase. Generally, the loans are arranged with de expectation that de earnings of the business will be easily repaid the principal and interest...”*

<sup>73</sup> JELONCHE, Edgar I. (1998). **Ponencia: “La adquisición del control accionario a costa de la sociedad controlada”**. VII Congreso Argentino de Derecho Societario y III Congreso Iberoamericano de de Derecho Societario y de la Empresa.

*cuando no la totalidad de las acciones. Inicialmente, la adquisición se financia con créditos o préstamos puente (bridge loans), intermedios (mezzanine loans) o bonos basura (junk bonds), es decir con altas tasas de interés y mucho riesgo, sin calificación (non-investment grade). Una vez adquirido el control de la sociedad, ella asume de algún modo la deuda del adquirente, la garantiza; obtiene nuevos créditos para cancelarla y afecta sus ganancias futuras o vende bienes; distribuye reservas; se fusiona con la sociedad y se suman los pasivos. Si soporta esa carga financiera, será un brillante negocio y se podrá enajenar nuevamente el control a buen precio; si fracasa, la consecuencia será la bancarrota. Eventuales perjudicados directos son los accionistas minoritarios, si los hay, los acreedores anteriores de la controlada y los trabajadores”.*

Otro autor argentino el Dr. Oscar Cesaretti<sup>74</sup> se refiere de la siguiente manera al leverage buy out: *“La operación de apalancamiento consiste, básicamente, en un procedimiento por el cual resulta deudora la misma empresa objeto de la adquisición, en lugar de la adquirente. Siguiendo el ejemplo de Mascareñas Perez-Iñigo<sup>75</sup>, cuando uno adquiere un inmueble, y solicita a un banco un préstamo con garantía hipotecaria, la deuda termina siendo garantizada con el mismo que uno adquiere. En el ejemplo descripto, en una situación de no pago, el perjuicio no se extenderá más allá del propio dominus; en la adquisición de empresas mediante el mecanismo de apalancamiento financiero confluyen varios intereses que no siempre se encuentran debidamente protegidos por la legislación como son los accionistas no partícipes en el grupo de control y los acreedores del giro”.*

El LBO puede asumir diferentes variantes y distintas configuraciones que tienen origen fundamentalmente en las características de la sociedad que se desea adquirir y en los sujetos que ejecutan la operación de adquisición. De allí se infiere la importancia de describir cada una de las diversas modalidades a través de las cuales el Leverage Buy-Out puede ser llevado a cabo.

<sup>74</sup> CESARETTI, Oscar D. (2001). **El Apalancamiento Financiero (compra del paquete accionario con bienes de la propia sociedad) y el caso Aerolíneas**. Buenos Aires, Editorial Errepar.

<sup>75</sup> MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO Juan. (2005). **Fusiones y Adquisiciones de Empresas**. Madrid: Mc Graw Hill, p. 178.

En primer término encontramos la modalidad denominada **Leverage Stock Acquisition** (en adelante LSA), cuyo fin es la adquisición de las acciones de una compañía objetivo, a fin de adquirir el control total o de la mayoría. Dicha operación se canaliza en la práctica a través de la constitución de una sociedad de capital creada a tal efecto llamada “vehículo” o “*newco*”, fuertemente subcapitalizada en relación a la operación que se desea realizar, que procederá a la adquisición mediante una “Oferta Pública de Adquisición” (OPA), en el caso de acciones que cotizan en bolsa, o mediante una negociación directa si el capital accionario es cerrado. Puede ocurrir que tras el LSA se discuta una fusión entre las sociedades involucradas de modo tal que, como consecuencia de la confusión de los patrimonios, el endeudamiento contraído por la *newco* resultará traslado al patrimonio de la sociedad adquirida.

Arribamos entonces a una segunda modalidad denominada **Merger Leverage Buy-Out** (en adelante MLBO). Según las características de la fusión, el género MLBO contiene dos especies, por un lado, el **Forward Leveraged Buy-Out** (en adelante FLBO) que supone la incorporación de la “target company” a la “newco” y el **Reverse Leverage Buy-Out** (en adelante RLBO) que se caracteriza en cambio cuando la “newco” se incorpora a la “target company”,

Una tercera modalidad de LBO tiene como protagonista a los directivos de la target company. En este supuesto se habla de **Management Buy-Out** (en adelante MBO) cuando los ejecutivos de la firma primero constituyen una *newco* y a partir de allí intentan tomar el control de la sociedad administrada por ellos mismos; **Management Buy-In** (en adelante MBI) cuando la compra de la empresa es realizada por directivos de otra firma bajo el mismo esquema que la anterior, y una combinación de ambas denominada **Buy-In Management Buy-Out** (en adelante BIMBO), cuando la compra de la empresa es realizada por sus propios directores y por directores de otra empresa.

Otras modalidades que puede adquirir esta herramienta son el **Family Buy-Out** (en adelante FBO), cuando el control de la sociedad es adquirido por algunos componentes del núcleo familiar, ya titulares de una participación relevante; **Corporate Buy-Out** (en adelante CBO) en la cual la adquisición del control de la target company es efectuada por una sociedad ya operativa y no por una



creada a tal efecto y el ***Institutional Buy-Out*** (en adelante IBO) los sujetos que financian no se limitan a otorgar los préstamos, sino que devienen en socios de la newco.

Si bien el LBO puede asumir distintas configuraciones, todas las operaciones tienen este rasgo distintivo: la deuda que contrae la sociedad adquirente debe ser satisfecha con recursos (flujos de caja o activos) propios de la target.

### **3.3.2 ANTECEDENTES HISTORICOS**

En la década del 60 se originó en los Estados Unidos el fenómeno de los “*private equity*”. Esta nueva forma de hacer negocios se caracteriza por la inversión mayoritaria o minoritaria en títulos o acciones, con el objeto de que crezcan, aumenten su valor de mercado y los inversores obtengan una plusvalía al revender su participación, a través de un proceso previamente convenido por simples acuerdos privados, sin control y regulación pública.

El primer caso de compra LBO del cual se tiene registro se ubica en Estados Unidos, fue la venta de la firma *Stern Metals*, fabricante de productos dentales en el Estado de Nueva York, por diez millones de dólares. La operación fue llevada a cabo por un grupo de inversores encabezados por el banquero Jerome Kholberg, con una gran porción de dinero prestado y adquiriendo las acciones a un dólar con veinticinco centavos cada acción, que luego de unos meses más tarde, logro colocar en ocho dólares cada una.

En 1976 Kholberg, asociado con George Roberts y Henry Kravis, fundaron KKR (Kohlberg Kravis Roberts). Dentro de los aspectos salientes de las compras apalancadas que realizaron, podemos destacar: 1) adquisición de empresas que se consideraban infravaloradas; 2) financiamiento de hasta el 10% del precio de la adquisición con su propio capital, financiando el resto con préstamos bancarios y con bonos de alto rendimiento o bonos basura garantizados con los activos de la empresa; 3) incentivos para que los directores adquieran un importante paquete de acciones de la empresa con el objeto de alinear sus intereses con los de KKR; 4) desinversión a altas tasas de

rendimiento una vez devueltos los préstamos y mejorada la eficiencia de la empresa<sup>76</sup>.

### 3.3.3. COMPONENTES DE UN LBO

Confirme lo analizado hasta aquí, el LBO se trata evidentemente de una operación que presenta un notable margen de riesgo, puesto que está basada en un alto grado de endeudamiento y cuyo éxito está subordinado a la perfecta interacción de numerosos actores que deben cumplir acabadamente su rol, y que forma parte de la operación.

La organización y estructura de este tipo de operaciones suele basarse en los siguientes protagonistas: en primer lugar existe la denominada "*shell company*" (adquirente) que, como se describió, realiza un aporte mínimo de fondos propios para la adquisición. En la ingeniería del negocio, se valen prioritariamente de los recursos financiados por terceros, quedando su crédito subordinado respecto a quienes realizaron el mayor aporte. Los adquirentes del paquete accionario pueden ser los actuales administradores de la sociedad que quieren convertirse en propietarios (MBO), los trabajadores de la empresa (EBO), socios de la sociedad que quieren tomar el control y no cuentan con recursos suficientes para ello, alguno de los integrantes del grupo empresario al que pertenece la sociedad cuyo paquete accionario se intenta adquirir (CBO), o cualquier tercero interesado en la operatoria.

En segundo lugar encontramos la "*target company*" (sociedad adquirida u objetivo) que es la empresa cuyas acciones se procuran adquirir a través de la operatoria de LBO, y que será quien asume el coste de su compra.

Por último son agentes relevantes en este proceso los bancos comerciales o "*merchant bank*", quienes generalmente prestan gran parte de los fondos necesarios y pueden cumplir una función de coordinación y asesoramiento en toda la operación; *otras entidades de crédito* quienes también participan del financiamiento de la operación y los *administradores*, quienes deberán gestionar y negociar el proceso, y una vez celebrado el contrato de compra-

---

<sup>76</sup> MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan. (2005). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Madrid: Mc Graw Hill, p. 180.

venta definitivo, continuar con su tarea de management en la nueva sociedad. Seguidamente me referiré a cada uno de los principales participantes en la operación de LBO:

### **3.3.3.1 El Comprador**

La institución que suele elegir el sistema de compra apalancada para adquirir una o varias empresas, suele estar compuesta por un grupo de inversores. Estos inversores pueden ser una corporación, una institución financiera, directores de otras firmas, los mismos administradores de la empresa a adquirir o un grupo formado por los propios empleados de la misma, que consideran que pueden explotar la diferencia existente entre la valuación de mercado de la firma respecto a su valor real.

El caso más frecuente es el compuesto por uno o más inversores (personas físicas o jurídicas), que se endeudan fuertemente para adquirir el paquete accionario de la sociedad objetivo. Si una compañía es adquirida por su propia gerencia o por sus empleados, en teoría, la operación implicará una importante transformación en el espíritu de la misma dado que aquellos que trabajen en la empresa lo estarán haciendo para ellos mismos, lo que generará un aumento de la lealtad y compromiso hacia los objetivos empresariales y una mayor devoción al trabajo, debiéndose reflejar en los beneficios de la sociedad. El motivo principal por el cual estos dos grupos se deciden a realizar la adquisición de la empresa en la que trabajan no es tanto el ganar u obtener beneficios rápidamente, sino el volver a poner la compañía en forma.

Como el grupo comprador deberá pedir prestada una fuerte suma de dinero para hacer frente a la adquisición de la empresa, tendrá que tener en cuenta que los activos de la compañía deberán ser suficientes para garantizar el pago del préstamo, que los flujos de caja deberán poder atender el pago de los intereses y la amortización de la deuda y que, por lo tanto, el precio de compra deberá estar en función de los activos de la empresa y de los flujos de fondos.

### **3.3.3.2. El Vendedor**

El vendedor está representado por el grupo de accionistas cuyos títulos desea el comprador que lanza el LBO. En general, el vendedor trata de obtener una

prima lo más alta posible sobre el valor de mercado de las acciones. Por ejemplo KKR en 1988 ofreció una prima del 92,1% sobre RJR Nabisco.

El precio de las acciones en el mercado refleja su valor cuando se negocian pequeñas cantidades de las mismas. Cuando se busca comprar una gran cantidad, el precio aumenta, debido que hacerse del control de paquetes significativos requiere una prima, denominada “prima de control”. El otro factor que opera sobre el alza del precio de la acción es que el comprador actúa basado en las sinergias que cree poder conseguir.

### 3.3.3.3. Los Inversores

Los recursos de los que se nutre el fondo se compone de capital aportado por inversores financieros o no financieros privados y por recursos no propios procurados a través del endeudamiento. El capital suele representar en torno al 30% de la financiación total de las operaciones del LBO y es comúnmente aportado por bancos, inversores privados, los gestores del fondo organizadores de la operación o “**general partners**” y ejecutivos de la empresa target<sup>77</sup>.

Son los denominados “**limited partners**” quines en una etapa preliminar de constitución del capital del fondo de riesgo aportan capital (normalmente inversores institucionales, hedge funds, bancos e inversores privados). Los mismos aportan la mayor parte del capital, normalmente por encima del 95% y su pérdida se circunscribe al capital aportado.

### 3.3.3.4. Los Prestamistas o Merchant Banks

El empleo de recursos financieros es, tal vez, el instrumento más utilizado a la hora de financiar una adquisición. Particularmente si la compra se realiza mediante un LBO, el papel que desempeñan las entidades que proveen recursos será determinante. El financiamiento puede tomarse en diferentes fuentes y hasta tener caracteres disímiles. En este orden de ideas se denominará **deuda principal o senior** a aquella que proporciona a los

---

<sup>77</sup> CRUZ MANZANO, María. (2007). **La evolución de las operaciones LBO y su financiación: Posibles implicaciones para la estabilidad financiera**. Revista Estabilidad Financiera Nro. 13, Banco de España. In <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/IEF200713-2.pdf>.

acreedores el derecho de cobrar intereses con prevalencia respecto de otros tipos de deuda, que reciben el nombre de **deuda secundaria o subordinada**.

Usualmente, en el comienzo de la operación, los bancos de inversión se convierten en los proveedores directos de la operación mediante préstamos (*leverage loans*), préstamos sindicados o traspasan la deuda a los mercados secundarios. Asimismo la financiación bancaria otorgada en los inicios de un LBO toma la forma de crédito puente o "*bridge loans*".

En una etapa posterior y cuando el capital del fondo de riesgo ya se haya constituido, se sale a la caza de las empresas objetivo. Una vez que las mismas se hallan, se organiza la operación y los *merchant banks* procurarán la financiación de terceros, normalmente del sistema bancario. Los bancos inicialmente financiadores se ocupan ahora de distribuir la deuda entre los inversores a través de la sindicación de préstamos o enajenándola a otros inversores o fondos bajo la forma de *Collateralised Debt Obligations* (CDOs), técnica que consiste en emitir o titularizar deuda, tomando como colateral la deuda adquirida.

Así, en los primeros estadios de la operatoria los bancos proveen financiación a través de los "leveraged loans". Este tipo de financiación ha experimentado en los últimos años una fuerte expansión, en buena medida, gracias a la posibilidad de redistribución del riesgo en los mercados mediante los denominados derivados de crédito o "*Credit Derivatives*", que, a su vez, han facilitado la adopción de nuevas estrategias de negocio por parte de algunos grupos bancarios. Estas estrategias, que se engloban bajo el denominado *originate to distribute approach*, consisten en la concesión de financiación para la posterior transferencia de los riesgos a otros agentes y mercados. De esta forma, dicha financiación desaparece de los balances bancarios y pasa a manos de otros agentes que, en algunas ocasiones, movilizan, a su vez, dicha deuda mediante la emisión de nuevos pasivos que tienen como colateral la deuda que han comprado, por ejemplo los CDOs. Estos vehículos adquieren y "empaquetan" deuda de diferente calidad crediticia y proceden a su transformación en otros instrumentos de deuda. Este proceso de transformación de una deuda en otra implica cambios en los perfiles de riesgo

y, por lo tanto, diferencias entre los ratings del colateral y los ratings de la nueva deuda emitida.

#### **3.3.4. Características que debe reunir la sociedad objeto de un LBO**

Según enuncia Mascareñas Pérez-Iñigo<sup>78</sup> hay una serie de características que los prestamistas desean encontrar en una empresa que sea candidata a ser adquirida mediante un LBO. de cara a proporcionarle la financiación necesaria. Entre las más salientes se destacan:

- Flujos de caja libre consistentes y estables que deberán ser suficientes para repagar la deuda contraída para su adquisición o deuda principal, la deuda subordinada y la retribución de los directivos de la compañía.
- Un crecimiento lento pero sostenido de las distintas fases del negocio de la compañía ya que un rápido crecimiento implicará la necesidad de disponer de liquidez que lo alimente, y por tanto, no se podrá utilizar para devolver el o los préstamos.
- Una gran rotación de inventario y una línea de productos bien posicionados en el mercado.
- Posibilidad de reducir costos sin afectar los servicios o calidad de los bienes que ofrece la empresa en el mercado. Se busca no poner en peligro la supervivencia de la empresa en el futuro, pues de lo contrario tarde o temprano naufragará la operación.
- Experiencia de los ejecutivos de la firma para minimizar el riesgo que traiga aparejado todo relevamiento del management con nuevos ejecutivos externos.
- Un bajo nivel de endeudamiento lo que le facilitará poder soportar la carga financiera posterior que será muy elevada.
- Importante nivel de activos fijos que permitan su venta y posterior adquisición mediante una operación financiera (*sale a lease back*) o para que puedan ser vendidos para reducir la deuda contraída para la adquisición de la empresa.

---

<sup>78</sup> MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan. (2005). **Fusiones y Adquisiciones de Empresas**. Madrid: Mc Graw Hill, pág. 181-182.

Realizamos la salvedad de que ocasionalmente se adquieren compañías que no presentan la totalidad de estas características, pero que muestran notables oportunidades de crecimiento futuras bajo las percepciones del adquirente, aún cuando sus beneficios no se hayan estabilizado ni haya una cuota de mercado bien establecida<sup>79</sup>. Sin embargo, este extremo debe ser cuidadosamente analizado dado que, tal como apunta Patricia Ferrer<sup>80</sup>, si estas variables no son producto de un adecuado análisis, la transferencia del endeudamiento que se efectúa con relación a la sociedad puede traer aparejada su propia cesación de pagos, demostrando ello que no hubo una adecuada estrategia o que circunstancias sobrevinientes irrumpieron alterando el plan de la empresa trazado al momento de la adquisición.

### 3.3.5. Proceso de un LBO

- a) Se produce la **decisión de vender** la empresa o parte de ella, o un **potencial comprador** está interesado en adquirir de manera total o parcial el capital de la misma (*reverse inquiry*).
- b) Los compradores toman la **decisión de adquirir** la empresa o la parte de ella puesta a la venta. Acuden al banco de inversión indagando la posibilidad de financiación a través de un LBO.
- c) Iniciadas las rondas de tratativas, se suscribe una “**Carta de Intención**” o contrato preliminar, donde generalmente se deja en claro que no constituye un contrato definitivo. Puede fijarse inicialmente un precio, sujeto a los resultados de auditorías que realicen los equipos técnicos de ambas partes, cláusulas de garantía de pasivos y de ajuste de precio y plazos de preferencia para llevar a cabo la operación con la contraparte exclusivamente.

<sup>79</sup> LÓPEZ DUMRAUF, Guillermo. (sin mención de año). **La compra apalancada de empresas (leveraged buy out), Nota de Clase Nº5**. Curso Fusiones y Adquisiciones, MFIN, Universidad del CEMA.

<sup>80</sup> FERRER, Patricia. (2003) **La compra apalancada del paquete accionario (leverage buy out) Efectos en el supuesto de cesación de pagos de la sociedad**. RDCO 2003-605. Lexis Nº 0021/000307.

- d) Se realizará un análisis financiero o “**due diligence**” de la empresa puesta a la venta. El principal objetivo de este análisis es determinar si la empresa, en si misma, tiene suficiente capacidad crediticia para soportar los niveles de deuda necesarios para financiar su adquisición.
- e) El comprador realiza una **valuación de la empresa**, utilizando alguna de las técnicas conocidas (DCF, múltiplos, etc). Esto persigue determinar el valor de la firma y la capacidad de repago de la deuda. Se exploran los límites como el valor de liquidación que actúa como un suelo mínimo de valor (mide lo que recibiría el prestamista si hubiese que liquidar la empresa), los valores de reemplazo y las opciones de abandono.
- f) Concluidos los trabajos de auditoría de los equipos técnicos de las partes, se determinará el **precio de compra**, que puede en algunos casos complejos, establecerse con un rango y condiciones de ajuste. Este precio debería ser superior al valor de liquidación de la compañía, puesto que este último actuará como un tope mínimo.
- g) Se determina la **inversión que realizarán directamente los compradores**, si los prestamistas así lo exigen, de forma tal de involucrar más a los compradores en la gestión de la empresa.
- h) Se constituye el **grupo de prestamistas**, que no incluirá un único sujeto sino varios, dado que se busca la diversificación del riesgo ante el no pago de sus inversiones<sup>81</sup>.
- i) Se emiten **acciones de la empresa, obligaciones negociables o bonos**<sup>82</sup> con el objeto de que sean adquiridas por inversores externos, cuando no hay suficiente financiamiento mediante deuda disponible en el mercado.

---

<sup>81</sup> Los fondos de inversión en LBO, como los denominados “Hedge Funds”, son el grado extremo de esta diversificación, puesto que los individuos que participan en ellos desean tomar parte en varias compras de este tipo con el objeto de atomizar riesgos.

<sup>82</sup> Generalmente se emiten los llamados “bonos basura” o “junk bonds”. Estos bonos carecen de calificación, o si la tiene, es muy baja, dado que el emisor puede ver disminuida su capacidad de pagar ante movimientos adversos de las condiciones económicas. Rinden altas tasa de interés.



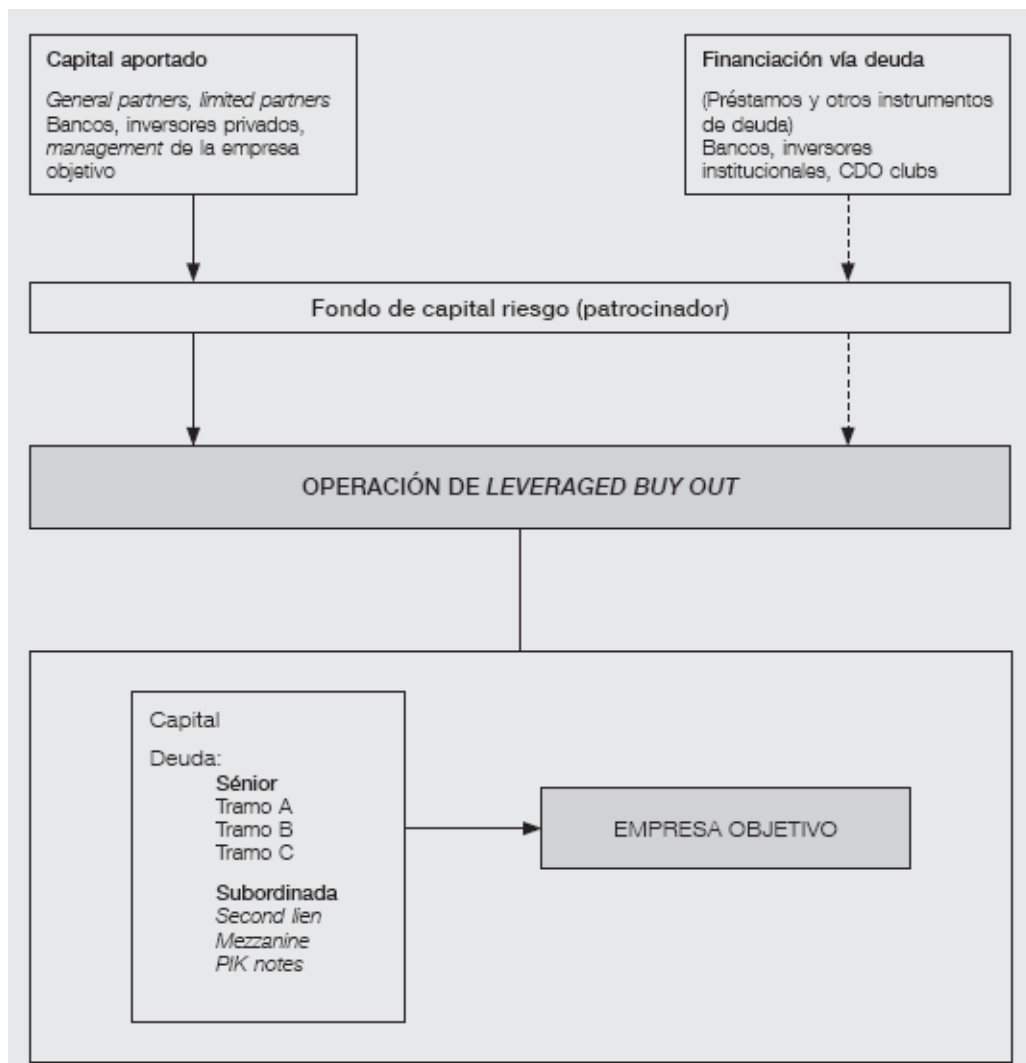
- j) Se realiza un ***análisis de los flujos de caja futuros*** para determinar si los flujos de caja que espera proporcione la empresa en el futuro, son suficientes para atender los servicios de la deuda.
- k) Se ***arriba al acuerdo sobre la financiación***. Si los flujos de caja futuros son suficientes para atender el servicio de la deuda, con un razonable rango de error, el trato será consumado.
- l) Se celebra el ***acuerdo final*** de adquisición, como consecuencia del due diligence y la carta de Intención. Como se señaló, puede suceder que en ciertas ocasiones no se pueda establecer acabadamente el precio de venta, y no por ello debe impedirse una operación que las partes estén interesadas en realizar. La calificación de las deudas y las provisiones por eventualidades, susceptibles de convertirse en obligaciones para la sociedad, son puntos concretos de opinión divergente entre los asesores de cada parte y que pueden atentar contra la certeza del precio. Para ello el vendedor garantiza normalmente al comprador el resultado de estas imprevisiones, sea permitiendo una retención del precio por parte del comprador, sea a través de una caución o de una cuenta *escrow*. Por lo tanto, dependerá del vendedor el descuento final del precio.

### 3.3.6. Estructura de la Deuda de un LBO

La estructura de una operación de Leveraged Buy Out y su financiación se representan en el gráfico 8. Como se puede observar, los recursos de los que dispone un fondo se componen de capital aportado por inversores financieros o no financieros privados, y por recursos ajenos captados mediante endeudamiento. El capital suele representar en torno al 30% de la financiación total de las operaciones de LBO y es habitual que sea aportado por bancos, inversores privados y por los propios gestores del fondo que organizan la operación (general partners).

**GRAFICO 8**

## Estructura de las Operaciones de LBO



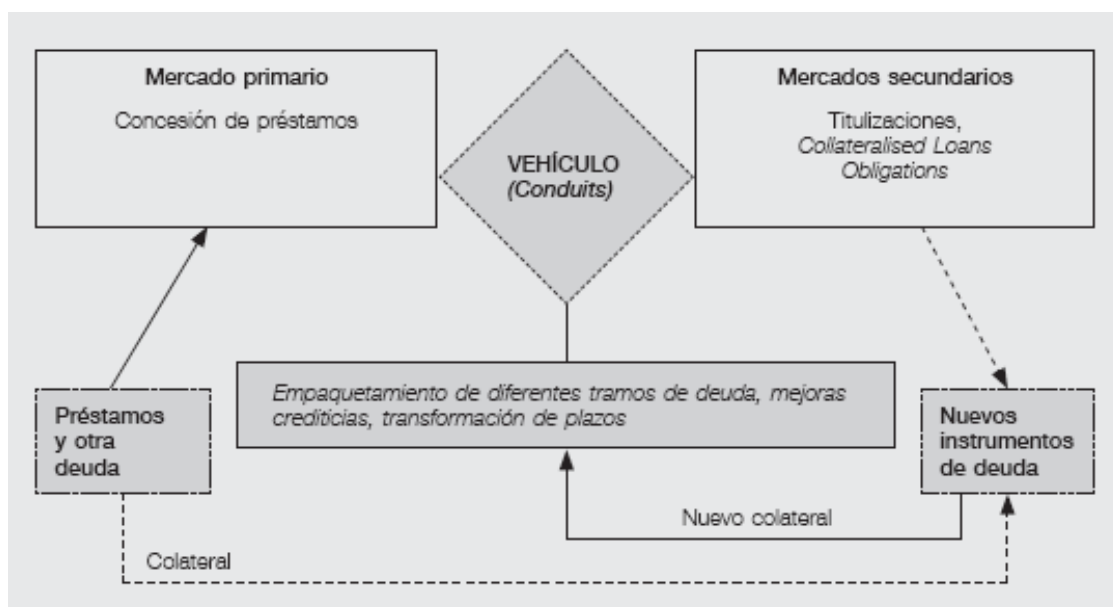
Fuente: CRUZ MANZANO, María. (2007). La evolución de las operaciones LBO y su financiación: Posibles implicaciones para la estabilidad financiera. Revista Estabilidad Financiera Nro. 13, Banco de España. Pág.8.

Los gestores del fondo de private equity, encargados de organizar la operación y de planificar la financiación, participan en el capital y asumen responsabilidad ilimitada respecto a las obligaciones del fondo, a la vez que es frecuente que asuman la gestión de las empresas objetivo, de forma que se crea un mayor incentivo para una gestión eficiente. Los restantes inversores (limited partners) que aportan capital (usualmente inversores institucionales, hedge funds, bancos e inversores privados) aportan el grueso del capital (normalmente, un porcentaje por encima del 95%) y solo pueden perder la cantidad que aportan.

Una vez que el capital de un fondo de capital riesgo está constituido, se buscan empresas objetivo y, cuando se encuentran, se organiza la operación y los general partners buscan financiación de terceros, normalmente procedente del sistema bancario. Los bancos que se encargan de aportar la financiación en un primer estadio se ocupan posteriormente de distribuir la deuda entre otros inversores, bien mediante la sindicación de los préstamos, o bien vendiéndola a fondos o a otros inversores, como los vehículos de CDOs que compran esta deuda y, usándola como colateral, emiten nueva deuda.

### GRAFICO 9

Estructura de Redistribución de los Riesgos



Fuente: CRUZ MANZANO, María. (2007). La evolución de las operaciones LBO y su financiación: Posibles implicaciones para la estabilidad financiera. Revista Estabilidad Financiera Nro. 13, Banco de España, p. 9.

La deuda de una operación de LBO toma la forma de deuda sénior (*senior debt*) y deuda subordinada (*second lien debt*, *mezzanine*, *payment-in-kind notes*). La *senior debt* tiene como colateral los activos de la empresa objetivo y, normalmente, se divide en varios tramos, dependiendo del tipo de amortización y del plazo. El tramo A tiene un plan de amortización fijo y un plazo entre seis y siete años. Los tramos B y C suelen tener amortización al vencimiento (*bullet amortisation*) y plazos de vencimiento mayores. El plazo de la denominada *mezzanine debt* excede habitualmente de los cinco años y se amortiza al vencimiento.

La *second lien debt* es un híbrido entre la *senior debt* y la *mezzanine debt*, y los derechos de sus tenedores, en el caso de liquidación de los activos, se sitúan detrás de los de la *senior debt*. Las denominadas *pay-ment-in-kind-notes* (PIK) son deuda que lleva aparejada una opción para el tenedor para ser pagada con bonos o con acciones, acumulando efectivo y principal de la deuda. El coste del endeudamiento está en relación directa con el tipo de deuda emitida, teniendo en cuenta que el coste de los diferentes tramos (*tranches*) está determinado por el riesgo de los mismos.

Maria Cruz Manzano (2007)<sup>83</sup> señala que la estructura de la financiación de las operaciones de LBO depende del volumen y características propias de cada una de ellas, sin embargo en Europa los inversores han preferido la deuda senior o “*senior debt*”.

En cuanto a las garantías, como se mencionó, el pago puede estar asegurado por activos individuales de la target o bien por la totalidad de sus activos. Asimismo, puede utilizarse como garantía las acciones ordinarias de la empresa adquirida y de la adquirente. Respecto a los riesgos, este dependerá en definitiva de la cantidad de garantías y el asiento de las mismas, la trayectoria de la empresa target en términos de resultados, los éxitos de su management y las expectativas de futura generación de valor.

### 3.3.7. EL LBO en la República Argentina

A fin de describir el desarrollo que ha logrado la figura tratada en este trabajo, dentro del ámbito empresarial y jurídico argentino, me limitaré a mencionar la normativa que la alcanza y la jurisprudencia de algunos casos resonantes.

Antes de comenzar a abordar la problemática del LBO como herramienta del mercado de control de empresas a la luz del derecho argentino, es importante tener en cuenta que en nuestro derecho positivo no existe ninguna norma que prohíba o reglamente las operaciones de apalancamiento financiero. Si bien en principio esta afirmación puede llevarnos a sostener sin tapujos la licitud de esta herramienta en la República Argentina, hay quienes con sólidos fundamentos aducen que su puesta en marcha vulnera claramente algunas

---

<sup>83</sup> CRUZ MANZANO, María. (2007). Op. cit. nota 75.

normas singulares de la Ley N° 19.550. Por lo tanto pueden distinguirse en nuestra doctrina y jurisprudencia ***dos posturas antagónicas***:

1) La primera de ellas, entiende que se trata de un procedimiento de dudosa legalidad y hasta ilícito, pues encierra un desvío del interés social en beneficio de un socio, es notoriamente extraño al objeto social (Art. N° 58 LSC) y choca con la prohibición del Art. N° 220 de la LSC en cuanto veda la adquisición de las propias acciones por la sociedad. Asimismo el esquema puede generar un conflicto de intereses entre los accionistas (Art. N° 258 LSC).

Según esta opinión, como la sociedad no puede adquirir sus propias acciones conforme ordena el art. 220 inciso 2 de la LSC, mal puede conceder garantías o financiar la compra de sus propias acciones por terceros. Asimilar la prohibición del negocio de autocartera nos parece un argumento seductor y cautivante, pero poco convincente. En primer lugar debemos señalar que la compra de acciones propias no está prohibida en nuestro país, sino admitida bajo determinadas circunstancias. Vale decir, que no estamos frente a una prohibición absoluta sino ante una admisión condicionada. En segundo lugar, la operación de rescate de acciones propias no implica incorporar al activo las acciones rescatadas. El efecto de la adquisición para la sociedad de sus propias acciones implica que la cuenta capital social reflejada en los balances deberá dividirse en dos subcuentas: *acciones emitidas y acciones emitidas en cartera*. El capital social como cifra de retención no ha sufrido variación cuantitativa alguna y se mantiene inalterado para los terceros contratantes. El rescate de acciones implica siempre una reducción del patrimonio social, situación que no se produce en la garantía por deuda ajena e incluso es más ventajosa que el rescate de acciones, desde la perspectiva de los acreedores

Otro argumento para atacar la licitud del LBO ha sido el conflicto de interés que se presente entre la sociedad y el accionista comprador. Para esta corriente, que la sociedad *target* destine activos para garantizar una compraventa de acciones propias, siendo el comprador accionista de la propia adquirida, encierra un conflicto de interés, del que no tenemos dudas. Ahora bien, dicho conflicto de interés no implica condenar la licitud del LBO. El art. 248 de LSC no habla de conflicto de interés sino de interés contrario. Un LBO con interés

contrario no es otra cosa la financiación de la compraventa de acciones en condiciones graves o desventajosas para la sociedad siendo de aplicación los principios generales del derecho. Fuera de este supuesto considero que el mero conflicto de interés no encierra una nulidad.

Por último, en virtud de la *doctrina del ultra vires* (art. 58 LSC) la constitución de garantías por la sociedad *target*, para facilitar la compra de sus acciones propias, es un acto notoriamente extraño al objeto social, aún cuando los estatutos sociales prevean de manera expresa la facultad del directorio para otorgar fianzas o constituir garantías sobre activos sociales. Dos cuestiones son relevantes a la hora de analizar esta doctrina. La primera de ellas es que los actos realizados por el directorio, fuera de los expresamente mencionados en los estatutos sociales, no hacen a la invalidez de los actos celebrados por la sociedad sino a su inoponibilidad. El acto es válido pero ineficaz frente a la sociedad pudiendo el acreedor perjudicado accionar contra los miembros del órgano de administración mediante la acción individual de responsabilidad, La segunda es definir qué se entiende por acto notoriamente extraño. El régimen societario confiere al órgano de administración amplias facultades al momento de dirección y gestión social siendo obligación de los accionistas circunscribir esas facultades al momento de redactar los estatutos. Por lo tanto creemos que los actos notoriamente extraños son aquellos que no están dirigidos al cumplimiento del objeto en sentido amplio.

2) La otra postura, a la que personalmente adhiero, sostiene que este procedimiento no es per se ilícito en nuestro derecho, pero hay que distinguir en cada caso si fue utilizado con fines fraudulentos o perjudica a los acreedores más vulnerables o a los accionistas minoritarios.

Entre las opiniones más relevantes se encuentra la del Dr. Oscar D. Cesaretti<sup>84</sup> quien se enrola a favor de la legalidad de esta figura afirmando: “Las compras apalancadas mediante la fusión de sociedad controlante y controlada, a partir de la cual la entidad combinada se hace cargo de las deudas que la sociedad controlante contrajo para la adquisición de las acciones de la sociedad controlada son lícitas siempre que no exista asistencia financiera de la

---

<sup>84</sup> CESARETTI, Oscar D. (2001). Op. cit. en nota 65.

controlada a la controlante y el ente combinado no quede afectado por la causal de disolución por pérdida de capital social (Art. 94, inc. 5° LSC)". Los intereses de los acreedores se hallan tutelados por las publicaciones prescritas por el instituto de la fusión (Art. 83, inc. 3° LSC) y los intereses de los restantes accionistas de la sociedad controlada se hallan amparados por la posibilidad de ejercer el derecho de receso (Art. 245 LSC) y, en segundo término, por la posibilidad de impugnar la asamblea que aprobó a relación de cambio incluida en el compromiso previo de fusión. (Art. 251 LSC).

En la misma línea de pensamiento se pronuncia el Dr. Edgar Jelonche<sup>85</sup> aseverando que: "no hay normas que prohíban o expresen las LBO en nuestro derecho y cabe sostener, en principio, su legalidad". Bajo esta premisa un principio fundamental que se debe respetar en una operación de LBO es el interés social, el cual ha de prevalecer sobre los intereses mayoritarios, minoritarios o individuales de los accionistas. En caso de que el socio o controlante aplicare los fondos o efectos de la sociedad a uso o negocio de cuenta propia o de terceros, está obligado a traer a la sociedad las ganancias resultantes, en tanto que las pérdidas son de su cuenta exclusiva (Art. N° 54 LSC). En caso de fusión de la controlante y la controlada, luego de una operación de compra apalancada, cabe recordar que los acreedores tienen derecho de oposición (Art. N° 83, inc. 3 LSC), y los accionistas derechos de receso (Art. N° 245 LSC) y en caso de falencia será procedente la extensión de la quiebra al adquirente del control mediante LBO, cuando por actuación en interés personal y disponiendo de los bienes sociales como propios, hubiera fraude a los acreedores de la controlada (Art. N° 161, inc. 1 Ley 24.522).

También no debemos excluir de este análisis a los empleados de la firma que, *prima facie*, parecerían ser la parte más desprotegida en este proceso dado que, si bien se realiza una transferencia de sus contratos de la empresa adquirida a la adquirente, no tienen ningún tipo de cobertura frente irregularidades o incumplimientos por parte de los accionistas de la firma, ya que su responsabilidad se encuentra limitada a los aportes integrados.

---

<sup>85</sup> JELONCHE, Edgar I. (1998). Op. cit. en nota 64.

En este sentido, ante una situación desigual entre el deudor (compañía fusionada o adquirida) y un acreedor (acreedores extracontractuales, empleados, etc), para salvaguardar los intereses de la parte más débil creemos conveniente aplicar el precedente de extensión de responsabilidad a socios y administradores (*disregard of legal entity*) de personas jurídicas, que surge del fallo Arancibia<sup>86</sup> en donde el juez de primera instancia y luego la Cámara, extendieron la responsabilidad a los socios basándose en la infracapitalización del ente, ya que fue responsabilidad de los mismos no haber capitalizado la sociedad en forma adecuada, obligación que le es impuesta según su criterio, por los incisos 4 y 5 del art. 94 LSC, en cuanto ordena disolver la sociedad en caso de pérdida total del capital o imposibilidad sobreviniente de cumplir con el objeto. La infracapitalización constituyó un fuerte indicio para el descorrimiento del velo societario en razón del uso abusivo y fraudulento como medio para desbaratar los derechos del trabajador reconocidos por sentencia firme.

El capital social es el valor atribuido al conjunto de los aportes hechos por los socios. Aparte de su función típica de productividad, es decir, de constituir el medio por el que se proveerá la consecución del objeto, la doctrina ha señalado una innegable función de garantía patrimonial de los terceros que se relacionan con la sociedad, como contrapartida de la limitación de la responsabilidad de los socios. En este sentido, y por un imperativo ético, la limitación de la responsabilidad resulta un beneficio que otorga el ordenamiento jurídico cuando la persona ideal bajo la que se arroja una empresa ha sido dotada de los medios indispensables para cumplir con su objeto determinado, sin que puedan temerse perjuicios para terceros que contratan con ella, quienes por la concesión del beneficio de la limitación de la responsabilidad, quedarán impedidos de accionar con él o los patrimonios particulares de sus socios.

En la actualidad creemos que el capital social es un concepto irrelevante y no indiciario de la solvencia de una sociedad, siendo el capital aportado por los socios de manera originaria un piso de garantía de funcionamiento que permitirá a la firma responder por sus actos en la etapa inicial de su trayectoria.

---

<sup>86</sup> FALLO ARANCIBIA, Nora y Otro vs. Rodríguez, Ricardo Marcos y otro. Cámara Nacional de Apelaciones del Trabajo, Sala III, 22/09/08.



El Artículo 1º de la LSC se refiere a la realización de aportes “*para aplicarlos a la producción e intercambio de bienes o servicios*”. En virtud de ello, Verón<sup>87</sup> opina que debe existir una adecuada proporción entre capital social y objeto social. Es decir, el capital debe ser “suficiente” y “acorde con el objeto que se pretende cumplir”. Si el capital social es insuficiente para cumplir con el objeto que la sociedad se propone cumplir, estamos ante la llamada **infracapitalización**, la cual puede ser **técnica**: cuando el valor real del patrimonio neto es inferior al valor nominal del capital social; o **funcional**: cuando existe un desfase entre el capital social y el capital real que se necesita para lograr el objeto social. Dentro de este último tipo, podemos hablar de dos subtipos: infracapitalización material e infracapitalización nominal. La material se da cuando la sociedad se encuentra absolutamente privada por medios propios de cumplir con el objeto social. La nominal, cuando la firma no cuenta con un capital adecuado para el cumplimiento de su objeto pero el capital se encuentra reforzado con créditos de los socios o con financiación externa.

Mientras la sociedad cumpla con su objeto y pueda brindar las garantías adecuadas, no encuentro objeciones a la infracapitalización funcional nominal, pues, en definitiva, el capital es solo el número que refleja la cantidad de dinero recibido por la sociedad en pago de sus acciones. No es función del capital mínimo garantizar la constitución de un patrimonio suficiente para la consecución del objeto social. En el supuesto de infracapitalización funcional material, el tema cambia radicalmente pues la sociedad se encuentra privada por medios propios de cumplir con el objeto social. En este caso, los administradores y los socios de la sociedad deberán arbitrar los recursos técnicos y legales que correspondan para revertir dicha situación y de esa manera evitar que la sociedad actúe infracapitalizada, bajo pena de incurrir en responsabilidad si conocían el estado patrimonial de la sociedad y a pesar de ello, la sociedad siguió contratando, como se desprende del precedente Arancibia citado anteriormente, y el cual se sugiere aplicar ante situaciones que afecten el interés de las partes más desprotegidas en un LBO.

---

<sup>87</sup> VERÓN, Alberto V. (1997). **Los Balances: Tratado sobre los Estados Contables**. Editorial Errepar, Buenos Aires, p. 389.

En conclusión considero que las compras apalancadas resultan absolutamente válidas en tanto la operatoria registre una observancia de las normas legales vigentes y no tenga como intención perjudicar el interés de acreedores, empleados u otros accionistas. Como sucede con otras alternativas de financiación, lo que definirá su licitud no será el instrumento per se, sino los efectos de tales operaciones y la naturaleza de los negocios subyacentes.

### **3.3.8. ANÁLISIS JURISPRUDENCIAL**

En la República Argentina encontramos ejemplos de aplicación de LBO, algunos de los cuales trascendieron más allá del ámbito empresarial, con intervención de la Corte Suprema de la Nación.

Uno de los procesos más sonoros fue sin duda el concurso preventivo de **Havanna S.A.**, que tramitó ante el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 16 y cuya resolución tuvo lugar el 3 de mayo de 2003. La compañía extranjera Great Brands Investments constituyó a Great Brands Inc. quien adquirió el paquete accionario de Havanna S.A. y que le confirió el control societario. La mayor parte del precio fue abonado con el dinero obtenido de un préstamo otorgado por un pool de bancos extranjeros en favor de Havanna S.A., del cual Great Brands Inc. se constituyó en garante. Tiempo después Havanna S.A. y Great Brands Inc. se presentaron de manera conjunta y sincronizada en concurso y Deutsche Bank Trust Company Américas, que encabezaba el pool de bancos, se presentó en ambos expedientes a verificar su crédito. En el concurso preventivo de Havanna S.A. la acreencia de dicho inversionista alcanzaba el 90,38% del pasivo verificado. El Juez interviniente declaró formalmente inadmisibles el pretendido crédito en el concurso de Havanna y admisible en el de Great Brands Inc. fundando su decisión en la circunstancia de haber descubierto que la deuda había sido colocada en cabeza de Havanna como parte de la compra apalancada de sus acciones.

El 10 de marzo de 2004 el juez homologó el acuerdo preventivo celebrado entre Havanna S.A. y sus acreedores quirografarios, consistente en el pago del 100% del monto de los créditos quirografarios y/o declarados admisibles, sin intereses y en un único pago a partir de los tres días hábiles de su homologación. La particularidad de tal propuesta se debió a que el crédito

encabezado por Deutsche Bank Trust Company Américas fue cedido a otro grupo societario que ofreció tal propuesta. La declaración de inadmisibilidad del crédito por parte del tribunal no tuvo por sustento la inexistencia del crédito en sí, sino un aspecto diferente, atípico y novedoso, como lo fue la cuestión relacionada con la eventual ineficacia y/o inoponibilidad al concurso de la sociedad *target* del crédito y/o garantías nacidos de la operatoria de 'apalancamiento' que le dio nacimiento, circunstancia que a mi juicio no autoriza 'per se' a excluirlo de la base de cómputo. Ese mismo crédito fue declarado admisible en el concurso de la sociedad garante Great Brands.

La Corte Suprema de Justicia de la Nación falló en el año 2001 en un planteo de compra apalancada en los autos “**Provincia del Chubut c/ Centrales Térmicas Patagónicas S.A.**”. Se trató de una sociedad anónima cuyo capital social, luego de un proceso de privatización, estaba representado por acciones clase “A” (51% del capital), perteneciente a un grupo integrado por Late S.A, Eleprint S.A. y la Federación de Trabajadores de Luz y Fuerza, y el resto en acciones clase “B” (propiedad del Estado Nacional y de la Provincia de Chubut) y acciones clase “C” en manos de los dependientes de la empresa, conforme a un Programa de Propiedad Participada. La Provincia de Chubut, luego con la adhesión del Estado Nacional, promovió una acción judicial cuyo objeto consistió en la declaración de nulidad de la resolución asamblearia de Centrales Térmicas Patagónicas S.A. por la cual se había aprobado el balance general correspondiente al ejercicio 1995. En la litis se logró probar que los socios titulares de las acciones clase “A”, aprovechando su condición de socios mayoritarios, trasladaron la deuda que Agua y Energía Eléctrica S.E. tenía con su personal a Centrales Térmicas Patagónicas S.A., lo cual se encontraba expresamente prohibido en el pliego de bases y condiciones.

La Corte Suprema, haciendo lugar a la demanda, decretó la nulidad de la resolución asamblearia fundándose en principios de derecho público, en razón de que se habían violado normas aplicables al proceso licitatorio. Como se puede apreciar, en este ejemplo el “apalancamiento” no fue utilizado directamente para adquirir las acciones de las *target company* sino para afrontar los pasivos que le correspondían a la sociedad adquirente.

El Tribunal Fiscal de la Nación se expidió en marzo del 2007 en la causa **“Entertainment Depot S.A.”** sobre la impugnación de la AFIP de las deducciones efectuadas por intereses originados en préstamos tomados para financiar la compra del paquete accionario de Musimundo S.A. Del relato de la sentencia surge que Entertainment Depot se endeudó para comprar el paquete accionario de Musimundo S.A. y que posteriormente ambas empresas se fusionaron (fusión por absorción) en el marco de una reorganización libre de impuestos. Para el cálculo del Impuesto a las Ganancias, Entertainment Depot dedujo los intereses devengados de esos pasivos sobre la base de que la adquisición del paquete accionario se debió a su intención de desarrollar la actividad de Musimundo S.A. y que, además, para realizarla, había modificado su objeto societario. La AFIP objetó la deducción por la falta de vinculación entre los intereses y la fuente productora de ganancia gravada.

Como regla general la Ley de Impuesto a las Ganancias dispone que son gastos deducibles “los efectuados para obtener, mantener y conservar la fuente generadora de ingresos”. En materia de intereses, la ley establece la deducción de intereses y a su vez, el Dto. Reglamentario determina la forma de efectuar el prorrateo de intereses en los casos de sociedades que posean bienes que generen rentas gravadas, exentas y no gravadas.

El Tribunal Fiscal resolvió a favor de la AFIP argumentando que el pasivo contraído para la compra de las acciones no era necesario para mantener la fuente generadora de ganancias en la propia empresa. Sostuvo que los gastos imputables a la compra de acciones no podían deducirse por ser estos títulos generadores de rentas no computables, es decir, innecesarios para la obtención y conservación de rentas gravadas. Tampoco consideró posible prorratear el gasto de intereses entre todas las ganancias gravadas del contribuyente, sino que dispuso que deben apropiarse exclusivamente a las acciones, ya que la “situación del prorrateo sólo debe plantearse cuando las rentas gravadas, exentas o no gravadas provienen de idéntica fuente, cuando se tornan indivisibles los bienes afectados a uno y otro rédito.

Por último, en octubre de 2007 se le dio un golpe más al LBO en la Argentina con el fallo **“Giraudi, Pascual c/Marofa S.A y otros”** en el cual, en virtud del

marco de la insolvencia de una compañía local, la justicia volvió a poner en duda la validez del LBO como mecanismo de adquisición de compañías.

En 1997 el grupo de accionistas titular del 52% del capital social de Marofa compró al grupo minoritario titular del restante 48% del capital social la totalidad de su tenencia por un precio de compra de 400.000 dólares, presuntamente pagado en un plazo. Los accionistas vendedores a fin de asegurarse el cumplimiento del pago del precio, solicitaron a los accionistas compradores la constitución de un derecho real de hipoteca sobre el único inmueble que tenía Marofa. Para constituir la hipoteca y darle causa, la firma celebró o simuló celebrar con los accionistas vendedores un préstamo dinerario. Tiempo después Marofa solicitó su concurso preventivo y los accionistas vendedores concurrieron al concurso y verificaron su crédito por el saldo insoluto del préstamo, hecho que dio lugar a la acción de revisión promovida por un acreedor<sup>88</sup>. Se comprobó que la sociedad nunca había recibido el préstamo, que tampoco lo tenía registrado en libros y que la garantía hipotecaria sólo tenía como destino garantizar el pago del saldo de precio. Por lo tanto la Sala A de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial dictaminó que se estaba en presencia de un préstamo simulado. Ergo simulado lo principal, también lo accesorio, dado que en el contexto de insolvencia de Marofa la constitución de un privilegio sobre el único activo de la deudora concursada implicaba un perjuicio para los acreedores quirografarios.

Si bien ello habría sido suficiente para definir el caso, la Cámara realizó una serie de consideraciones sobre la naturaleza de las compras apalancadas, dejando entrever que dicho mecanismo de adquisición no es lícito o ilícito *per se*, debiendo diferirse la calificación acerca de su validez y status legal para cada caso en particular, pero dejando en claro que el mismo sería ilícito cuando perjudique a los acreedores. Está claro que el problema en Marofa fue el mutuo simulado y que no ha existido el apalancamiento como elemento esencial de todo LBO. Por lo tanto partiendo de estos hechos descartamos que estemos ante un LBO aún cuando la operación subyacente pueda parecerse.

---

<sup>88</sup> VAN THIENEN, Pablo A. (2008). **Compra apalancada de acciones: Marofa no es un LBO**. CEDEF Law & Finance, working paper N° 22/08, Buenos Aires. <http://www.cedeflaw.org/pdfs/201111612400-33.pdf>.

### 3.4 ECONOMIA DE LA COMPRA APALANCADA

#### 3.4.1 ECONOMIA DEL ENDEUDAMIENTO CORPORATIVO

Los críticos de las compras apalancadas han realizado amplias y numerosas afirmaciones acerca de la utilización de deuda para financiar estas operaciones. A menudo y de manera errónea, los detractores de esta herramienta realizan un paralelismo con la deuda pública o de las familias y llegan a denunciar a la deuda corporativa como una amenaza que puede catapultar la economía empresarial a la agonía de una depresión. Aunque hay costos asociados a altos niveles de deuda, estos costos no surgen simplemente alterando la mezcla de deuda y capital.

Cuando se analiza los aspectos económicos del apalancamiento de empresas es útil examinar a las corporaciones desde la perspectiva de un **contrato o agencia**. En este sentido las empresas están formadas por acuerdos contractuales que involucran individuos (empleados, proveedores, acreedores) que aportan recursos a la firma a cambio de una expectativa en los ingresos esperados de la empresa. Si la contribución de los recursos de dichos agentes no está perfectamente sincronizada con el pago de sus acreencias, los individuos concederán recursos a la firma a cambio de un pago futuro que se verá frustrado. Por ejemplo los empleados que reciben una compensación mensual efectiva “prestan” normalmente su tiempo de trabajo a las empresas a cambio de un derecho sobre los ingresos futuros o esperados del negocio.

En muchos aspectos, los obligacionistas y accionistas también son similares a otros agentes ya que aportan el capital financiero a cambio de un derecho sobre el flujo futuro de caja que queda disponible una vez que hayan sido retribuidos los empleados, proveedores, acreedores e incluso el Estado. Dada la controversia que existe en relación a los LBO, es importante hacer un análisis sobre la estructura óptima de capital y la distinción económica entre estos dos tipos de acreedores.

Como se explicó anteriormente, los accionistas y obligacionistas financian la adquisición de activos de la firma aportando dinero a cambio de un flujo futuro de fondos que intentará retribuir los recursos aportados en función del valor

tiempo del dinero y los riesgos asumidos. Los tenedores de deuda tienen un derecho fijo sobre el flujo de caja de la empresa ya que perciben el pago de un cupón de interés y del principal al final de la vida del préstamo, y por ende, su prioridad de cobro es más alta que los accionistas. Incluso pueden proteger sus acreencias a través de fondos de amortización anticipados o a través de paquetes de *covenants* que restringen el derecho de la firma de alterar la política de dividendos, venta de activos o de emisión de nueva deuda. Por el contrario, los accionistas recibirán un derecho de propiedad sobre el valor residual de la empresa resultante del valor de liquidación de los activos de la empresa menos el valor descontado de la deuda.

La firma cuando genera ganancias líquidas y realizadas paga usualmente parte de este valor a través de los dividendos y a diferencia de los obligacionistas no se les promete un flujo predeterminado de dividendos, salvo que sus acciones tengan una preferencia económica (por ejemplo dividendo fijo acumulativo), ni tampoco reciben el valor principal de su aporte a una fecha de vencimiento determinada sino un retorno de acuerdo al valor residual de la firma. Por lo tanto cualquier cambio significativo que se dé en el flujo de caja de la empresa, tiene un impacto mayor en la riqueza de los accionistas respecto a la de los acreedores, ya que no poseen un retorno fijo y cobran una vez que se haya reembolsado a los bonistas.

Este debate demuestra que los tenedores de deuda y los accionistas no son distinguidos, en ningún sentido económico, en función de si prestan o no fondos a la empresa. Solamente la naturaleza de la obligación en función de la prestación debida distingue sus acreencias. Los tenedores de deuda tienen mayor certeza *vis-a-vis* los accionistas de que la empresa pagará su préstamo en su totalidad dado que tienen un crédito fijo y una prioridad más alta de cobro. La falta de reconocimiento de que tanto la deuda y el capital constituyen efectivamente dos fuentes alternativas de financiamiento de los activos con frecuencia conduce a comparaciones erróneas entre deuda corporativa y deuda personal. Cuando se piensa en deuda o capital en la estructura de capital de las empresas, la única diferencia entre los dos grupos es quién tiene menor riesgo de incobrabilidad respecto de las ganancias producidas por la



empresa. En otras palabras los acreedores tienen un crédito más senior que los accionistas ya que están antes en el orden de prelación de cobro en una eventual situación de insolvencia o quiebra.

El valor de una empresa, por lo general se define como el valor actualizado de los flujos de fondos que genera una empresa, o el valor de mercado de su deuda y de sus acciones. Veamos un ejemplo que grafica lo que explicamos precedentemente: dos empresas inicialmente tienen un activo de \$1.000. La empresa A está muy apalancada, el valor de su deuda es de \$ 900 y el de su patrimonio neto es de \$100. La empresa B no tiene deuda y el valor de su patrimonio es de \$1.000. Supongamos que las dos firmas sufren una caída inesperada en los flujos de caja de \$200 como consecuencia de la disminución del volumen de venta o por la imposibilidad de poder aumentar los precios de entrada de sus productos. Si asumimos que son cero los costos de reorganización producto de esta situación, las dos firmas quedarían revaluadas en \$800. En el caso de la empresa A, los obligacionistas que tienen un derecho previo de cobro de \$ 900 sobre los flujos de caja pierden \$100 de riqueza al igual que los accionistas cuyas acreencias pasan de \$ 100 a cero. Dado que el valor de la firma ha caído por debajo del valor de su deuda, la empresa A técnicamente se encontraría en quiebra. Por lo tanto los accionistas y obligacionistas comparten de igual manera la disminución del valor de la firma. Cuando se analiza los resultados de la firma B contrastan de manera significativa con los de la empresa A, debido a que la primera no posee deuda. Aunque la compañía evita la bancarrota, sus accionistas mantienen una disminución en el valor de su riqueza igual a la riqueza combinada que resignan los tenedores de deuda y accionistas de la empresa A.

Este ejemplo ilustra claramente que la pérdida de valor de una firma asociada a menudo con la quiebra, no deriva necesariamente de que la empresa esté en una situación de insolvencia sino de la disminución en el valor de los flujos de caja generados por los activos de la firma. Independientemente de la estructura de capital de una empresa, una reducción en los flujos de caja crea pérdidas de riqueza para cualquier persona que tenga una acreencia sobre dichos flujos de fondos.



Una vez que se reconoce que la pérdida de valor se relaciona únicamente con el nivel de los flujos de caja de una empresa y no a los reclamos en contra de dicho flujo, el foco debe cambiar a los efectos de analizar el efecto de una compra apalancada sobre el flujo de caja de la firma. Ya sea explícita o implícitamente, los críticos de las adquisiciones apalancadas deben asumir que, más allá de un cierto nivel de endeudamiento, apalancamiento adicional reduce el flujo de efectivo esperado de una empresa. En consecuencia, pasamos ahora a la discusión de la relación entre la estructura de capital de una empresa y su valor.

En su artículo seminal, Modigliani y Miller desarrollaron un marco analítico para examinar cómo la combinación de instrumentos de deuda y de renta variable puede afectar el valor de una firma. En primer lugar el sistema fiscal favorece la financiación de la deuda sobre la financiación de capital ya que la empresa puede deducir los gastos de interés de la base imponible para bajar su carga tributaria y no los dividendos y utilidades retenidas. Dado que el gobierno nacional paga efectivamente un porcentaje de los gastos por intereses de una empresa (el porcentaje es igual a la tasa nominal del impuesto de sociedades de la firma) el flujo de efectivo de la empresa aumenta en dicha cantidad.

Modigliani y Miller sugieren que los costos vinculados con la insolvencia, es decir, los costes asociados a la reorganización de los activos financieros cuando el valor de la empresa cae por debajo del de su deuda, contrarresta el efecto del *tax shield* o ahorro impositivo. En el ejemplo anterior hemos supuesto un proceso de quiebra sin costos. Relajando esa suposición, es evidente que existe una relación directa entre el coeficiente de endeudamiento y los costos de quiebra esperados. La probabilidad de una situación de insolvencia varía directamente con el coeficiente de endeudamiento. Debido a que los costes de quiebra esperados reducen los flujos de efectivo esperados, existe una relación inversa entre el coeficiente de endeudamiento de una empresa y el valor de la misma.

La bancarrota implica dos tipos de costos: los costos de la quiebra *per se* y los costos indirectos asociados con el efecto que puede tener la insolvencia sobre el funcionamiento eficiente de la firma. Las demandas e intereses dispares de

los acreedores en un proceso de restructuración generan conflictos en cuanto al tipo y riesgo de las inversiones que la empresa debería tomar, y elevan el costo del proceso de toma de decisiones, resultando en pérdidas de oportunidades de inversión rentables de difícil cuantificación.

Adicionalmente a los costos de insolvencia o quiebra, también pueden generarse costos asociados al conflicto de intereses entre accionistas y obligacionistas. Los primeros preferirán que la compañía invierta en proyectos riesgosos debido a que incrementarán el valor del patrimonio de sus firmas y los tenedores de deuda, reconociendo esta amenaza, optarán por tratar de negociar *covenants* que restrinjan la posibilidad de que el directorio genere y distribuya riqueza de dicha forma, por ejemplo restringiendo la posibilidad de modificar la política de dividendos, la venta de activos críticos y cualquier otra política que les permita a los accionistas aumentar su riqueza en detrimento de la de los obligacionistas. Otro conflicto potencial que podría darse entre estos dos sujetos está relacionado con la capacidad para repagar el monto de la deuda que dependerá, en parte, de la rentabilidad de futuras oportunidades de inversión. Si la deuda vence después de que los accionistas descubren las oportunidades de inversión, solo invertirán en proyectos cuyo valor exceda el costo del mismo y el valor nominal de la deuda. Por lo tanto los accionistas renuncian a algunos proyectos rentables y no podrán hacer frente al servicio de la deuda si los flujos de efectivo de este tipo de proyectos son insuficientes.

Por lo tanto dos conclusiones debieran ser extraídas del análisis económico que hemos realizado sobre el endeudamiento corporativo. En primer lugar, aunque hay costos asociados al apalancamiento, como los costos de insolvencia, estos varían de acuerdo a las firmas e industrias donde las mismas se desempeñan. Compañías que posean flujos de caja estables, un elevado stock de activos fijos, alta rotación de inventarios y productos bien posicionados en el mercado deberían poder mitigar dichos costos. En segundo lugar, no debe confundirse los cambios en los flujos de caja que puedan inducir una situación de insolvencia con los costos del endeudamiento propiamente dicho.

### 3.4.2. ECONOMIA CONDUCTUAL Y BEHAVIOURAL FINANCE

La economía conductual se define como aquel campo que investiga las tendencias cognitivas y emocionales de la sociedad para una mejor comprensión de la toma de decisiones económicas. Los modelos de la teoría conductual integran visiones tanto de la psicología como de la teoría económica neoclásica. La combinación de las dos disciplinas, la economía y la psicología, permite explicar por qué los individuos toman aparentemente decisiones irracionales o ilógicas cuando consumen, invierten, ahorran y prestan dinero. En este sentido, dicha escuela analiza las conductas de los inversores y agentes económicos en las decisiones de inversión.

Asimismo, la escuela económica conductual investiga los comportamientos humanos con el fin de desarrollar modelos que se adecuen a la realidad de los mercados. En el año 2003, a raíz de la recepción del premio nobel de economía, Kahneman presentó el artículo *"Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics"*<sup>89</sup> en el cual definió dos tipos de procesos cognitivos que influyen en la toma de decisiones de los inversores: el Sistema 1, al que llaman intuición y el Sistema 2, al que denominan razonamiento, y puso de manifiesto la importancia de tener en cuenta la psicología para el estudio la economía.

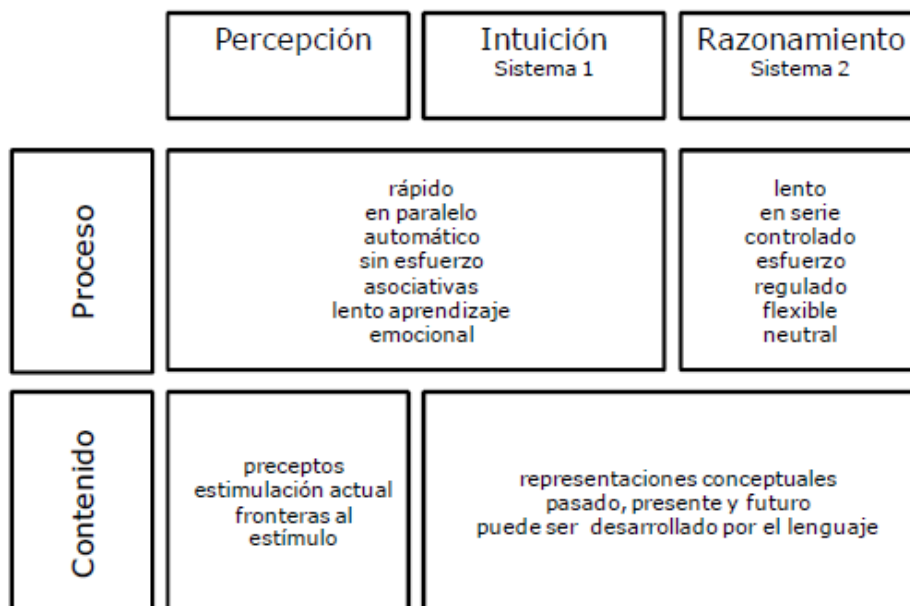
Según el autor, la arquitectura cognitiva humana distingue dos sistemas, la intuición y la razón, siendo, el primero de ellos, el más utilizado en los pensamientos y actos humanos según investigaciones realizadas. La Figura 10 representa las operaciones del Sistema 1, las cuales son rápidas, automáticas, sin esfuerzo, asociativas y, a menudo, emocionales; éstas están gobernadas por el hábito y, por tanto, difíciles de controlar y modificar. Las operaciones del Sistema 2 son lentas, en serie, requieren esfuerzo y están controladas deliberadamente; además son relativamente flexibles y potencialmente regulables.

---

<sup>89</sup> KAHNEMAN, Daniel. (2003). **Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics**. The American Economic Review, Vol. 93, No. 5, págs. 1449-1475, United States.

**GRAFICO 10**

La arquitectura cognitiva según Kahneman



Fuente: Kahneman Daniel (2003).

**3.4.2.1 Finanzas Conductuales: una aproximación pragmática sobre el comportamiento del inversor**

Las Finanzas Conductuales son el estudio de la manera en que la psicología afecta las finanzas. Son un intento por esclarecer la forma en que realmente se comportan los agentes, de entender su proceso de toma de decisiones, y por tanto, de comprender las anomalías que si bien se observan en la práctica no han podido ser explicadas satisfactoriamente por la teoría tradicional.

El término finanzas conductuales aparece en 1985 con el trabajo De Bondt y Thaler<sup>90</sup> y la teoría está basada en dos grandes fundamentos: las limitaciones al arbitraje y el sentimiento del inversor. Esta escuela investiga por qué en los mercados se observa como los inversores toman, de forma sistemática, decisiones distintas a las que tomarían si fuesen inversores racionales. Debido a que dichas decisiones no son aisladas y son repetidas en el tiempo, tienen efectos directores tanto en los precios como en los retornos.

<sup>90</sup> DE BOND, Werner F. M.; THALER, Richard. (1982). **Does the market overreact?**. The Journal of Finance Vol. 40, No. 3, United States.

También investiga como los inversores realizan arbitraje mediante las ineficiencias mencionadas. Las críticas de la teoría conductual a la neoclásica se basan en la asunción de que los individuos son racionales y adversos al riesgo y, en situaciones de selección de inversiones, están motivados por el deseo de maximizar la utilidad esperada. Y, por el otro lado, la asunción de que el mercado es eficiente en el sentido de que los inversores explotan rápidamente la información disponible de sus activos, donde el mismo mercado ajusta cualquier subvaluación o sobrevaluación de precio a su nivel fundamental<sup>91</sup>. De esta forma, en un mercado eficiente, el precio se basa en los fundamentos de la economía y limita cualquier oportunidad sostenible y sistemática de obtener retornos superiores a la media o *benchmark*.

Está claro que los inversores, como cualquier otra persona, tienen motivaciones, metas, deseos, miedos y por ello están sujetos como seres humanos a cometer errores bien sea por exceso de confianza, por ilusiones de percepción, por creer demasiado en supuestos heurísticos o simplemente por cuestiones emocionales. Los agentes no son tan racionales, procesan la información de manera imperfecta y están sujetos a errores, sesgos e ilusiones de percepción. A continuación se desarrollan las dos teorías identificadas por Hersh Shefrin<sup>92</sup> referentes a las conductas humanas que son la causa de los mercados ineficientes:

#### 3.4.2.1.1 Sesgos Heurísticos

La heurística se refiere a las conductas humanas basadas en aproximaciones “a ojo” y en estrictos análisis racionales. A diferencia de las finanzas tradicionales que suponen que los agentes procesan perfectamente la información, utilizando herramientas económicas y estadísticas de manera correcta y eficiente, las finanzas conductuales sostienen que los inversionistas tienen sesgos y siguen reglas no rigurosas –*rules of thumb*– en el proceso de toma de decisiones que los lleva a cometer errores de manera sistemática. Estos patrones, que llegan a convertirse en “verdades” y hábitos para la

---

<sup>91</sup> El valor fundamental se refiere al valor intrínseco de un activo el cual no tiene porque corresponder con el precio en los mercados. Uno de los métodos más habituales para calcular el valor intrínseco se realiza mediante el resultado de actualizar los flujos de dividendos esperados de un activo.

<sup>92</sup> SHEFRIN, Hersh. (2005). **Behavioural Corporate Finance**. McGraw-Hill Education, United States.

persona, son cómodas herramientas en la medida que actúen como “atajos mentales” para resolver problemas. Un ejemplo claro para dilucidar los sesgos heurísticos son los deportes. Un golfista aprende a jugar y llega a sus propias conclusiones de cómo hacer el swing mediante prueba y error. No sigue conscientemente métodos físicos ni estadísticos avanzados para determinar cuál es el golpe que debe hacer en cada situación para minimizar el riesgo a fallar, sino que de acuerdo a su experiencia intenta aplicar su propia idea sobre el swing adecuado. No obstante ello, el problema de estas reglas no rigurosas surge cuando las personas empiezan a utilizarlas de manera confiada y amplían la aplicación de estos atajos para solucionar otro tipo de problemas. A continuación se detallan comportamientos heurísticos que influyen en la toma de decisiones por parte de los inversores:

- a) Anclaje y Ajuste: está relacionado con el sesgo al conservadurismo (*anchoring-and-adjustment conservatism*). Se refiere, según Tversky y Kahneman<sup>93</sup>, a la tendencia humana a creer excesivamente en un determinado valor o información durante los procesos de tomas de decisión; es decir, a pesar de que surja nueva información relevante suelen anclarse a sus predicciones iniciales y a los resultados históricos, y asimismo, cuando constatan que pueden estar equivocados son muy conservadores a la hora de ajustar sus proyecciones.
- b) Excesiva confianza (*overconfidence*): según el cual los inversores tienen a sobreestimar tanto sus habilidades como la precisión de la información disponible. En este sentido suelen ser positivos en exceso sobre los acontecimientos futuros y tienden a recordar los éxitos del pasado y a olvidar sus fracasos. Conduce habitualmente a seleccionar opciones con riesgos superiores a los esperados por un inversor racional. Estudios psicológicos muestran que los hombres presentan exceso de confianza con mayor intensidad que las mujeres especialmente en lo referido a tareas que son percibidas como masculinas, entre las que se cuentan las finanzas.

---

<sup>93</sup> KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. (1974). **Judgment under uncertainty: Heuristics and biases**. American Association for the Advancement of Science, New Series, Vol. 185, No. 4157, pp. 1124-113.

- c) Exceso de optimismo (*excessive optimism*): se refiere a la tendencia sistemática de las personas a ser optimistas en exceso sobre los resultados de las acciones planeadas. Incluye sobreestimar la ocurrencia de eventos positivos y subvalorar la probabilidad de eventos negativos. En general es una de las conductas que se relacionan con la creación de las burbujas económicas.
- d) Disonancia cognitiva: se refiere a los sufrimientos mentales que experimentan las personas cuando evidencian que sus creencias, en una situación concreta, son erróneas. Las personas sienten tensión o desarmonía interna del sistema de ideas, creencias, emociones al mantener, al mismo tiempo, dos pensamientos que están en conflicto. Este concepto es de gran importancia en la toma de decisiones de los inversores. El inversor intenta reducir la consiguiente disonancia buscando una posible recompensa futura. De este modo busca justificar su decisión y suele valorar mejor el producto una vez adquirido<sup>94</sup>.
- e) Sesgo de atribución (*self-attribution*): creencia por la cual los inversores se atribuyen como propios los éxitos obtenidos y no se responsabilizan de los fracasos o errores.
- f) Representatividad (*representativeness heuristic*): Se refiere a la tendencia de establecer la probabilidad de un evento mediante la búsqueda de un evento comparable conocido y asumiendo que las probabilidades serán las mismas o parecidas. Se le otorga demasiado peso a los últimos hechos observados y se espera que se sigan produciendo en el futuro. En el mercado de valores se evidencia en el hecho de que se tiende a preferir las acciones con un excelente comportamiento reciente, mientras que se evitan los valores con mal desempeño reciente. Los inversores son mucho más optimistas frente a acciones “ganadoras” que frente a acciones que han perdido terreno.

---

<sup>94</sup> FESTINGER, Leon; RIECKEN, Henry; SCHACHTER, Stanley. (1956). **A theory of cognitive dissonance**. Harper-Torch books, United States.

- g) Falacia del jugador (*gambler's fallacy* o *Monte Carlo fallacy*): corresponde a la creencia errónea de que los sucesos históricos influyen en las tendencias futuras a pesar de ser fenómenos aleatorios; por ejemplo, si una moneda imparcial es lanzada repetidamente obteniéndose el resultado de cruz en repetidas ocasiones, un jugador tenderá a creer incorrectamente que, en las próximas tiradas, la cara tendrá una probabilidad mayor.
- h) Aversión a la ambigüedad (*aversion to ambiguity*): describe el comportamiento mediante el cual las personas prefieren escoger las opciones con riesgos conocidos en vez de seleccionar aquellas desconocidas, aunque de antemano parezcan una mejor opción (conducta irracional). Los inversores estarán menos dispuestos a seleccionar opciones con más elementos desconocidos que aquellas con menos elementos desconocidos.

#### **3.4.2.1.2 Dependencia de la forma o contexto**

La teoría neoclásica sostiene que los agentes toman decisiones únicamente basados en el binomio riesgo-rentabilidad. Es decir, que todas las decisiones de inversión dependen exclusivamente del análisis objetivo de volatilidad y retorno esperado. No obstante, las finanzas conductuales consideran que la toma de decisiones de los agentes está altamente influenciada por el marco en que se expone el problema. En otras palabras, la forma en la cual se presenta la información incide sobre la percepción de riesgo y rentabilidad que las personas utilizan para elegir inversiones.

En este sentido, es claro que en la práctica no toda la información de que se dispone es transparente, es más, resulta conveniente examinar con cautela el marco en que se presentan los resultados y los balances de las compañías pues tanto la contabilidad “creativa” como la habilidad de persuasión oral pueden en muchos casos disfrazar detalles relevantes para el inversionista a la hora de elegir.



Un ejemplo muy sencillo para ilustrar este punto de dependencia de la forma es el propuesto por Kahneman y Tversky: suponer que se debe escoger entre dos opciones de inversión: a) aceptar una pérdida segura de US\$7.500, o b) tener la posibilidad de perder US\$10.000 con un 75% de probabilidad o bien de no perder nada con un 25% de probabilidad. La mayoría de las personas escogería la opción b) por el hecho de que ofrece la oportunidad de no perder nada. Pero si la persona hiciera un análisis objetivo riesgo-rentabilidad se daría cuenta como se muestra a continuación que cualquiera de las opciones sería igual para él:

Opción a): Rentabilidad Esperada =  $[(-7.500 \cdot 100\%) + (0 \cdot 0\%)] = -7.500$

Opción b): Rentabilidad Esperada =  $[(-7500 \cdot 75\%) + (0 \cdot 25\%)] = -7.500$

A continuación se presentan comportamientos denominados de dependencia de la forma o esquema de interpretación (*framing*):

a) Aversión a las pérdidas (*loss aversion*): corresponde al comportamiento del inversor mediante el cual éste sobrevalora los riesgos e infravalora los beneficios potenciales. Del anterior ejercicio se puede ver que las personas tienen una predisposición a evitar una pérdida segura. Por naturaleza a nadie le gusta perder por lo cual se suele aprovechar cualquier oportunidad para impedirlo. En el estudio de Kahneman y Tversky<sup>95</sup> se halló que una pérdida tiene 2,5 veces mayor impacto psicológico que una ganancia de la misma magnitud. Una manera muy sencilla de corroborarlo es preguntándole a cualquier persona que maneje recursos de clientes cómo reaccionan ante utilidades y cómo reaccionan ante pérdidas. En este tipo de error suelen incurrir también los gerentes a quienes algunas veces cuesta mucho trabajo clausurar un proyecto ineficiente porque están obstinados en su viabilidad.

b) Get-evenitis: Del fenómeno psicológico de aversión a las pérdidas se deriva lo que en inglés se conoce como "*riding losers too long*" o

---

<sup>95</sup> KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. (1979). **Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk.** *Econometrica*, Vol.47, No. 2., pp. 263-292

mantener posiciones perdedoras por mucho tiempo. La gente tiene una fijación extrema con el precio al que compró, y por tanto, muchos inversionistas prefieren esperar el tiempo que sea necesario antes que vender a pérdida. En otras palabras es la búsqueda de segundas oportunidades, de revanchas, de desquites.

Mientras los seguidores de la postura clásica concluyen que el mercado es eficiente por cuanto los precios reflejan los valores fundamentales, la corriente conductual afirma que los sesgos heurísticos y los errores derivados de la presentación de la información hacen que los precios se desvíen constantemente de su valor intrínseco. Es decir, se puede concluir que unos son causa y el otro efecto; los continuos errores de la irracionalidad humana analizados en los párrafos anteriores conllevan a que el mercado no sea eficiente y a que existan posibilidades de obtener retornos anormales. Cuando analicemos algunas transacciones del Grupo Exxel, veremos cómo se verifican alguno de estos comportamientos no racionales en la determinación del precio de compra de las compañías *target*.

Los enfoques de valuación tradicionales descriptos en el Capítulo 2 no cambian como resultado de las finanzas conductuales. Por lo tanto cuál es el aporte de este enfoque en relación a la valuación? Esta corriente nos proporciona información interesante sobre dos dimensiones: en primer lugar se pregunta por qué diferentes analistas llegan a distintas estimaciones de valor sobre una misma empresa. Cuando se valúa una compañía se realiza a menudo sobre la base de la misma información y con los mismos modelos. Al observar la interacción entre la psicología y la valoración, las finanzas conductuales explican que se pueden obtener diferentes valores debido a que hay individuos que actúan como compradores y otros como vendedores, y como consecuencia cometen errores sistémicos (subvaluación y sobrevaluación). En segundo lugar se cuestiona por qué el precio difiere del valor. Ello puede deberse a los agentes tienen sesgos al momento de interpretar la información y siguen reglas no rigurosas en el proceso de toma de decisiones.

### 4.3.3 ECONOMIA DEL COMPORTAMIENTO DIRECTIVO

#### 4.3.3.1 DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA

Como se mencionó anteriormente la racionalidad del individuo es limitada, por lo que a las restricciones tecnológicas y presupuestarias a las que se enfrentan los directores en una empresa, hay que añadir su capacidad limitada para recibir, interpretar y transmitir información. Sus efectos se hacen sentir especialmente a la hora de formalizar contratos, entre ellos el de compra-venta de un paquete accionario, ya que podrían aparecer contingencias sin evaluar y condiciones sin especificar. Asimismo se producen otros efectos, no necesariamente negativos, como consecuencia de la racionalidad limitada; por ejemplo, puede producirse una anticipación del comportamiento de los inversionistas menos informados por parte de los inversionistas informados. Los inversionistas informados son conscientes de que los inversionistas desinformados intentarán inferir información a partir de las decisiones de los inversionistas informados, por lo que tratarán a su vez de anticipar la reacción de aquellos y frustrarles sus intentos. De esta forma, la relación entre ambos grupos puede describirse como un juego con asimetría de información en el que cada jugador es consciente de las estrategias disponibles para el otro y asume que el otro tratará de optimizar su juego.

La racionalidad limitada genera entonces que las decisiones que se tomen con relación a la administración de los recursos económicos de una empresa, bajo el contexto de asimetrías informativas, generará comportamientos oportunistas o indebidos que darán origen a la aparición de problemas de selección adversa y riesgo moral en las transacciones económicas. La asimetría de información entre dos partes al iniciar o mantener una relación o contrato puede originar lo que Akerlof<sup>96</sup> denominó efecto de “**selección adversa**”. Con esta expresión, se trata de describir aquellas situaciones de “oportunismo precontractual”, en donde la parte menos informada no es capaz de distinguir la buena o mala calidad de lo ofrecido por la contraparte. En esta situación se induce dicho

---

<sup>96</sup> AKERLOF, George A. (1970). **The market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism.** Quarterly Journal of Economics; Vol.84, No. 3, pp. 488-500.

efecto, dado que únicamente se acabarán ofreciendo las peores “calidades”, ya que no se distinguen de las “buenas”.

El problema de selección adversa surge cuando una parte de la transacción posee información relevante desconocida por la otra, de forma que la primera realiza el proceso decisorio en superioridad de condiciones. El resultado en este tipo de situaciones es que productos de distinta calidad pueden ser vendidos al mismo precio debido a que el comprador no tiene la información suficiente para discriminar entre unos y otros.

En el caso del mercado de control empresarial y específicamente en las operaciones de LBO, como hemos comentado en el capítulo anterior, para que la utilización de dicha técnica sea exitosa la empresa objeto del LBO debe reunir ciertas características, entre ellas -flujos de caja libre consistentes y estables, importante nivel de activos fijos y bajo nivel de endeudamiento-, que el vendedor podría llegar a ocultar durante el proceso de *due diligence* para materializar la transacción, o que el comprador o inversor podría llegar a ocultar a los prestamistas para eliminar el verdadero riesgo del proyecto y así obtener el financiamiento a una menor tasa de interés. En una eventual situación de quiebra, probablemente adjudiquemos su causa al mayor endeudamiento que la compañía, producto del LBO, en detrimento de su incorrecta utilización dadas las características de la empresa *target* adquirida.

Así como la selección adversa en general se relaciona con asimetrías de información ex-ante, una vez iniciada la relación entre las partes la asimetría de información ex-post, es decir, sobre las actuaciones futuras de una de las partes, provoca el problema conocido como de “riesgo moral”, relacionado con los comportamientos oportunistas que ampara la asimetría de la información.

Se considera que existe un problema de riesgo moral o “**moral hazard**” cuando una parte de la transacción puede adoptar determinadas acciones que afectan a la valoración que la otra parte ha hecho de la transacción, pero que esta no puede controlar perfectamente. En una relación de agencia es fácil que aparezca un problema de riesgo moral, dado que el agente puede aprovechar

su mayor acceso a la información para maximizar sus propios intereses a expensas del principal.

La posibilidad que los directivos adopten comportamientos oportunistas provoca que los accionistas traten de controlar las decisiones y así eviten que se alejen del objetivo central de crear valor. A su vez, la posibilidad que actúen los mecanismos de control incentiva a los directivos a mostrar el alineamiento de sus decisiones con los objetivos de los accionistas, finalidad a la que puede contribuir la decisión de endeudamiento, en la medida que facilita la supervisión de los mercados financieros, reduce los fondos de libre disposición y supone un incentivo para que los directivos orienten sus decisiones de forma más efectiva a fin de evitar la insolvencia y la quiebra.

La situación de riesgo moral es típica en la mayoría de los ejecutivos de las empresas, donde realizan actuaciones persiguiendo un beneficio propio, a expensas del resto de los grupos participantes. Los directores son funcionarios que generalmente tienen una remuneración fija y una parte variable, sujeta al logro de determinados indicadores de rentabilidad. Por lo tanto tienen incentivos para dedicarse a realizar operaciones de compra-venta de diversos activos financieros o direccionar recursos en actividades que están fuera del negocio principal. Si son exitosos y les va bien, su compensación aumentará y si les va mal y obtienen una rentabilidad negativa, no sufrirá cambios. Por lo tanto tiene incentivos a realizar operaciones, tomando más riesgos que los debidos, que les permitan aumentar el valor de la acción.

Lo descripto anteriormente explica de manera muy clara el motivo por el cual algunas empresas en Argentina, que fueron adquiridas mediante el LBO, han terminado en situación de insolvencia. Compañías líderes en sus segmentos con flujos de caja libre positivos, fueron sometidas a niveles de endeudamiento sin precedentes por parte de sus compradores, con el objeto de poder adquirirlas con bajos niveles de aportes de capital, en las que su *performance* económica y financiera fracasó debido a que se sobrestimó la capacidad de gestión y la influencia política del grupo inversor.

#### 3.4.4. TEORIA DE JUEGOS EN EL LBO

La Economía, a través de la llamada "Teoría de Juegos", explica que en la búsqueda del éxito (en este caso empresarial o de negocios), además de nuestras propias decisiones tienen una relevancia fundamental las decisiones que toman los demás. Es decir, las decisiones de un directivo estarán condicionadas a las decisiones que crea que van a tomar el resto de los agentes. Esta teoría trata de estudiar y explicar el comportamiento y la interacción de los diversos agentes de un mercado, así como los incentivos que llevan a éstos a realizar sus procesos de decisión para dar con la estrategia óptima adelantándose y previendo a la estrategia del resto.

Esta teoría cobra especial relevancia en mercados en los que existen competidores muy directos que luchan por hacerse con una mayor cuota de mercado, por ejemplo en los oligopolios o en determinados sectores de gran consumo donde la competencia es feroz. Por lo tanto es perfectamente aplicable en transacciones de integración horizontal.

En la teoría de juegos lo relevante es tomar una vía de actuación teniendo en cuenta lo que pensamos que harán los demás, sabiendo que ellos actuarán a su vez pensando en lo que creen que nosotros vamos a hacer. Para comprender la naturaleza de la cooperación humana, uno de los ejemplos más conocidos dentro de las diferentes categorías es el denominado "*Dilema del prisionero*", descubierto por el matemático Albert Tucker, que se basó en el análisis psicoanalítico del estudio transaccional. En él se analizan los incentivos que tienen dos presos encarcelados por un delito menor para delatar al otro a la policía y acceder así a beneficios penitenciarios, teniendo siempre en cuenta la decisión que podría tomar el otro. Asimismo considera el supuesto de que cada prisionero está encarcelado por separado, de tal forma que no pueden comunicarse entre ellos, ponerse de acuerdo, pactar sus decisiones o saber qué hace el otro.

La conclusión que explica este ejercicio, es que el pensamiento lógico por separado de cada prisionero hace que al final cada uno tome por separado la decisión que es mejor para él individualmente y no la que sería la mejor decisión para el bien común.

Si nos ponemos en la piel de uno de los dos prisioneros, sabemos que nuestra mejor decisión será la de delatar al otro en cualquier caso, pues así siempre minimizaremos nuestra condena, independientemente de lo que el otro haga. Y dado que el otro prisionero es igual de inteligente y razonará de la misma manera, lo que al final ocurrirá es que ambos acabarán pasando 6 años entre rejas (-6, -6), mientras que si hubieran cooperado hubieran sido condenados sólo 2 (-2, -2).

Dilema de Prisionero		Prisionero 2	
Prisionero 1		Callar	Confesar
	Callar	-2; -2	-9; 0
	Confesar	0; -9	-6; -6

La situación alcanzada finalmente es un "*equilibrio de Nash*", situación en la que cada jugador individual no gana nada modificando su estrategia mientras que los otros mantengan las suyas. En este caso concreto, ambas partes no pueden cambiar su decisión individual sin empeorar (si uno de los presos decidiera no delatar al otro, su situación sería aun peor, pues le caerían más años de condena, mientras que el otro preso siga teniendo incentivos a delatar). De esta forma, cada jugador ejecuta el mejor movimiento que pueda dados los movimientos de los demás jugadores.

Otro campo de aplicación de esta teoría es la llamada "***racionalidad de la irracionalidad***", que se basa en que uno puede fortalecer mucho su posición en una situación interdependiente al persuadir al otro jugador de su desequilibrio mental. Imaginemos que un ladrón se sube a nuestro vehículo haciéndose pasar por una persona que hace dedo; nos pone una navaja en el cuello y nos dice que bajemos del coche; aceleramos tranquilamente y ponemos el auto a su máxima velocidad. Si el ladrón se convence de que no estamos en nuestros cabales, empezará a temer por su vida. Hemos convencido al otro jugador que si nos intenta robar (casilla él gana yo pierdo), nos mataremos los dos (moveremos a casilla yo pierdo él pierde). En base a lo que piense de nosotros el ladrón, preferirá no robar y "salvar" la vida (él no gana ni pierde, yo gano).

Esta última alternativa podría utilizarse para explicar la lógica adoptada por fondos de buy-out al momento de analizar oportunidades de inversión en sectores donde no tenían experiencia previa de gestión y por las cuales se terminó abonando un precio superior al que ofrecieron sus competidores, como fue el caso del Grupo Exxel en Argentina. Supongamos los siguientes datos:

- Jugadores: el comprador de una firma y el dueño que vende su empresa (en el supuesto de que es un inversor sofisticado y el propietario de la target tiene la mejor empresa del rubro para vender).
- Casillas del tablero: vender a un valor alto los activos netos de una firma (gana el vendedor); vender a un valor bajo los activos netos de la firma (gana el inversor); No se realiza la transacción (ambos pierden, el inversor no hace negocio y el vendedor no se desprende de sus acciones).

El caso planteado es lo más simplificado posible ya que nos sirve para entrever la complejidad subyacente al modelo cuando ambos jugadores tienen que decidir su movimiento en base a lo que creen que hará el otro. Imaginemos que ambos jugadores tienen información perfecta y son agentes racionales. En este caso, el vendedor le ofrecerá las acciones y el inversor las comprará tratando de abonar un valor razonable. Gana el inversor, pero el propietario prefiere no perder, es decir, que el inversor finalmente adquiera su firma. Sería el caso de que el vendedor sabe que su cliente posee información de la compañía y de otras firmas competidoras, y sabe negociar con ellos.

Ahora imaginemos que el propietario cree que no sabemos nada del negocio que estamos adquiriendo; se arriesgará a mover a la casilla “ofrecer los activos netos a un valor exorbitante”. Y en este caso gana el vendedor. Ahora bien, ¿qué oferta le hará a un cliente poco informado que tiene fama de enfadarse si descubre que lo engañan y actuar de manera irracional? La reputación del agente irracional podría decantar la balanza hacia su propio beneficio, ya que el vendedor no osaría arriesgarse a ofrecernos la empresa a un valor alto por miedo a que lo descubramos y tiremos por la borda la transacción.



### 3.5. ANALISIS EMPIRICO DE LBO'S DURANTE 1993-2013

#### 3.5.1 EL GRUPO EXXEL

El Grupo Exxel es un grupo de inversores creado en 1991, con el objetivo de introducir en Argentina las prácticas estadounidenses del *private equity*. Desde el 1992 hasta fines del 1998 juntó U\$S 1.400 millones de aportes en cinco fondos provenientes de instituciones como Turner Trust, BT Alex Brown, Rockefeller & Co., The Ford Foundation, las Universidades de Princeton, Brown y Columbia, The Getty Family Trust, CS First Boston, Crédit Suisse Holdings, General Electric, General Motors Investment Company, Massachusetts Institute of Technology, The Chase Manhattan Bank, McKinsey & Co., Oman Investment Services, State of Kuwait, Chanel Family, Oppenheimer & Co., Hancock Venture Partners, Bain Capital, Aetna Insurance Co., Liberty Mutual Insurance Co., Brown University, Travelers Insurance Co., Electra, Bankers Trust y DLJ Asset Management entre otros. Aunque arriesga una parte de fondos propios, el Exxel se dedicó principalmente a administrar inversiones de fondos institucionales, sobre todo norteamericanos. Llegó a adquirir 73 firmas -50 en sólo 6 años- por unos U\$S 4.800 millones y a emplear 3.700 personas<sup>97</sup>. La estructura societaria del grupo estaba formada por un 40% de capital aportado por los *principals* (socios principales), 30% por el Banco Mariva y 30% por su fundador y presidente Juan Navarro, hijo de una familia tradicional que entrelazó apellidos patricios de Argentina y Uruguay, los Navarro y los Castex.

Apenas finalizado el secundario Juan se instaló en Buenos Aires para estudiar la Lic. en Administración de Empresas en la Universidad de Buenos Aires. Comenzó trabajando en el Banco Ganadero y luego en 1980 ingresó como ejecutivo de cuenta en el Citibank, donde rápidamente empezó a crecer y se fue a los Estados Unidos a trabajar en instituciones financieras para Latinoamérica. Luego volvió a la Argentina para fundar el Citicorp Equity Investments (CEI), un brazo inversor del Citibank y el primer grupo de *private equity* de la Argentina que después se convirtió en Citicorp Capital Investors (CCI). Luego de 11 años de carrera en el banco, ya poseía el *know how* y los

---

<sup>97</sup> REVISTA APERTURA. (1999). *Sepa cómo hacer para que su empresa la compra el Exxel Group*. Edición Nº 78, Buenos Aires, Argentina.

contactos suficientes para intentar por sí mismo lo que mejor sabía hacer. Durante su paso por Nueva York había conocido a muchos ejecutivos con ambiciones como él que, hartos de los círculos de poder y de los vericuetos burocráticos de una gran organización como el Citicorp, habían formado sus propias compañías de inversiones en las cuales podía llegar a ganar mucho más dinero.

A Navarro, un hombre muy seguro de sí mismo y aficionado a los tabacos y los tiradores, lo rechazaron Goldman, Sachs Inc. y otras empresas. Pero lo escuchó la banca de inversión norteamericana Oppenheimer & Co., que en 1992, momento en que la economía argentina se tornaba muy atractiva por las regulaciones en materia impositiva y de inversiones extranjeras y por el proceso de apertura económica y privatizaciones, decidió ayudarlo a generar capitales para invertir según su propio criterio. El 3 de abril de dicho año Oppenheimer y Exxel enviaron a los inversionistas la versión definitiva del Memorándum Confidencial de Colocación Privada (*Confidential Private Placement Memorandum*) para la conformación del **Argentine Private Equity Fund I, LP** (*Limited Partnership o Sociedad Limitada*). Buscaban recaudar un mínimo de 35 millones de dólares para un fondo de inversiones a siete años y con sede en el paraíso fiscal de las Islas Caimán. La inversión mínima en el fondo sería un millón de dólares.

En dos meses Oppenheimer había conseguido 47 millones de dólares, donde clientes privados como Jack Nash y Leon Levy, operadores del fondo de cobertura Odyssey Partners L.P., y los fondos Gollust, Tierney & Oliver, Brown University Third Century y Little Babson Trust habían aportado el grueso de los fondos. Según el memorándum, los socios del fondo (*General Partners*) también debían contribuir al capital junto a los demás inversionistas para garantizar un mayor compromiso con el proyecto. El Banco Mariva lo hizo con 4 millones de dólares y el propia Navarro con un aporte de 1 millón de dólares a través de una empresa llamada Drigar S.A. Por su parte Oppenheimer invirtió fuerte y aportó 6,85 millones de dólares.

Según el libro de Naishtat y Maas<sup>98</sup>, Navarro percibió las oportunidades favorables que tuvieron los “inversionistas extranjeros que tomaron por asalto la economía argentina durante el gobierno de Carlos Menem”, y llevó adelante “una estrategia sustentada en un fuerte endeudamiento exento de impuestos”. El financiamiento de las operaciones de Exxel se origina, según esos autores, en fondos norteamericanos radicados nominalmente en las Islas Caimán. Las Islas son uno de los denominados “*paraísos fiscales*”, en los que las empresas operan con gran libertad y sin necesidad de informar. El pasaje por las Islas Caimán ha alimentado especulaciones respecto al origen real de los fondos que financiaron sus adquisiciones.

Durante su período de inversión en Argentina, el grupo puso la mira en compañías con buenos flujos de caja, alto potencial de crecimiento, marcas reconocidas con una historia atractiva y management adecuado o la posibilidad –vía recambio gerencial- de sumar valor.

En su primer año de operaciones, el grupo no selló ni un solo acuerdo. Al año siguiente el primer fondo fue todo un éxito. La empresa pagó un total de U\$S 22 millones por tres empresas de productos de limpieza: Ciabasa, Poett San Juan y la ex división de aerosoles de YPF, que dos años más tarde fusionaron y vendieron a la estadounidense Clorox Co., por 95 millones de dólares. Los vendedores eran familias que querían liquidar empresas en proceso de modernización. Navarro y su equipo consolidaron las empresas, recortaron el número de empleados y clientes y modernizaron todo, desde la contabilidad hasta los sistemas de entrega. Después de su lucrativa incursión en el mundo de los productos de limpieza, que ayudó a generar un rendimiento de más del 40% sobre la inversión, le fue más fácil a Exxel atraer a nuevos inversionistas.

El objetivo de estos fondos de inversión, como el Exxel, es obtener una ganancia proveniente de la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de una empresa o un grupo de ellas. Generalmente, los socios principales de un fondo de adquisición de empresas retribuyen sus esfuerzos con un porcentaje que suele rondar el 20% de la ganancia obtenida, lo que se

---

<sup>98</sup> NISHTAT, Silvia; MAAS Pablo. (2000). **El Cazador: La Historia Secreta de Los Negocios de Juan Navarro y El Grupo Exxel**. Editorial Planeta-Espejo de la Argentina, Buenos Aires.

denomina *incentive fee*. El 80% restante se reparte entre los demás inversionistas, de acuerdo a sus porcentajes de participación. De acuerdo a lo que expresan Naishtat y Mass en el libro “El Cazador”<sup>99</sup>, en el caso de las inversiones que se estaban realizando en Argentina, el Exxel acordó que se quedaría con un *incentive fee* del 12% y Oppenheimer el restante 8%. El 12% se distribuiría en un 30% para Juan Navarro, 30% para el Banco Mariva y un 40% para los *principals* (socios), que eran Juan Navarro, Jorge Romero y Jorge Demaría.

Otro consorcio organizado por Oppenheimer entre octubre de 1994 y febrero de 1995 consiguió US\$155 millones para Navarro, más del triple del inicial, junto con algunos inversionistas mucho menos dados a los riesgos, entre ellos la Universidad Brown de Rhode Island, el fondo de pensiones de Weyerhaeuser Corp. y la Iglesia Riverside de Nueva York. El Exxel usó una parte de este dinero para comprar cuatro clínicas mutualistas que administran varios hospitales de lujo en Buenos Aires. Redujo los gastos de las empresas, consolidándolas en una sola compañía con U\$S 220 millones de ventas, justamente en el momento que Menem anunciaba sus reformas al sistema de atención médica, que favorecían este esfuerzo.

Las relaciones entre Oppenheimer y Exxel funcionaron en excelentes términos durante los primeros años. Pero a fines de 1995, Navarro comprobó que tenía credenciales suficientes para prescindir de él. La gimnasia que había adquirido el grupo en la compra de empresas y sus nuevos contactos en el mundo financiero y empresario, le demostraron que podía largarse a caminar solo. Los bancos lo apoyaban y los inversionistas ya lo conocían. El arduo trabajo de Oppenheimer de efectuar los contactos y convencer a los inversionistas podía ser suplantado por la contratación de un intermediario llamado agente de colocación (*placement agent*).

Ya sin la participación de Oppenheimer a fines de 1995, Navarro negoció la conformación de su tercer fondo llamado **Credit Card Holding Co.** que recaudó U\$S 88,5 millones para dedicarse solamente a la compra de una sola

---

<sup>99</sup> NISHTAT, Silvia; MAAS Pablo. (2000). Op. cit. en nota 90.

empresa: Argencard S.A., que poseía la licencia de Mastercard International para Argentina y Uruguay.

En noviembre de 1996 completó la suscripción de capitales para su cuarto fondo de inversión en la Argentina, **Supermarkets Holdings Co.** de 215 millones dólares. También se trató de un fondo específico ya que se destinó exclusivamente a la compra del 100% de Supermercados Norte.

El quinto y más celebres de sus fondos, porque con él financió parte de la compra de las empresas de Alfredo Yabrán, se denominó **Capital Partners V**, totalizó 850 millones de dólares, lo que lo convirtió en el mayor reunido hasta entonces en un país de América Latina y se utilizó para comprar compañías como Blaisten, Fargo, Oca, Interbaires, Vesubio, Havanna, Coniglio, Musimundo, Polo, Paula Cahen D'Anvers y Freddo.

En una entrevista publicada el 8 de diciembre de 1996 en el diario La Nación por Rubén Correa<sup>100</sup>, Juan Navarro afirmaba: "...cuando los ejecutivos del fondo se sentaban a analizar o discutir un negocio tenían en cuenta:

- La marca de la compañía;
- La dinámica del mercado en el que se va a ingresar más que la posición de mercado de la empresa por adquirir;
- La flexibilidad que tiene la empresa para hacerla cambiar y crecer, más que su tamaño;
- Qué se puede hacer para mejorar el desempeño anterior de la compañía, de modo tal que se justifique la adquisición;
- Donde están las fuentes generadoras de valor;
- De qué modo los resultados se pueden mejorar con cambios en el management, en las operaciones y en las estructuras;
- Las empresas no se compran sólo para contentarse con tenerlas, sino para cambiarlas, aumentar su valor, asociarse con otros actores, introducir mayor tecnología y eficiencia, mejorar los sistemas y la mezcla de productos, ser más grandes."

---

<sup>100</sup> CORREA, Rubén. (1996). **Para el Grupo Exxel crear valor es el menor negocio**. Diario La Nación, edición impresa, Buenos Aires, Argentina. Extraído de <http://www.lanacion.com.ar/170448-para-el-grupo-exxel-crear-valor-es-el-mejor-negocio>.

Cuando el periodista le consultó en la entrevista “¿Cómo hacen para pagar lo menos posible por las compañías que compran?”, Juan Navarro afirmó: *“las compañías se pagan lo que valen. No hay una técnica para pagar menos. La clave está siempre en ver qué cambios operativos hay que hacer para que la empresa valga más en cinco años”,* y luego agregó *“...si algo se paga barato, a la larga puede salir más caro que si se compra una empresa sana. Preferimos comprar algo bueno y hacerlo mejor. Es muy difícil sacar una buena compañía de una mala. Se equivocan los que creen eso”.* Luego le preguntó si el negocio de compra venta es bueno por sí solo, a lo que Navarro respondió: *“...El comprar y vender sin cambiar nada no aporta mucho. El negocio es hacer mejores empresas, más valiosas. Nosotros sólo las vendemos si venderlas es un buen negocio. Antes de llegar a esto, buscamos que las compañías cuenten con financiamiento adecuado...”.*

Una de las llaves -sino la gran llave- que tuvo el Exxel para sus compras fue la fuerte disponibilidad de recursos del mercado de capitales y en particular de los inversores institucionales que aportaban a los fondos de inversiones que el grupo había organizado y que en todos los casos controlaba. El fondo no compraba participaciones minoritarias y no se preocupaba demasiado por el endeudamiento de las compañías adquiridas, aunque sí prestaba mucha atención a la rentabilidad y al nivel de sus cash flows. Navarro atacaba generalmente dos pilares: el *upgrading* del management y la posibilidad de darle mayor tamaño a las compañías. Ejemplos de este enfoque sobran: Blaisten pasó de tener dos locales a ser un poderoso retailer de la construcción, Havanna amplió sus bocas de comercialización ofreciendo medialunas, café y chocolate con su marca, y Musimundo empezó a comercializar además de música, libros.

Uno de los cuestionamientos que recibió el grupo fue que el precio de sus ofertas eran muy superiores a la de sus competidores. El secreto parece estar en que el Exxel tuvo la particularidad de poseer una concepción de fondo y actuar como un socio estratégico, dado que fue el *buy-out group* que más claro trabajó el proceso de *build-up*, consistente en comprar una plataforma (compañía en un negocio particular) para luego empezar a construir. El caso

más claro de ello fue Norte donde en dos años el fondo adquirió Tanti, La Florida, Hipermercado Tigre, Abud, Los Hermanitos y El Gurí y engordó la compañía de tal manera que saltó de U\$S 800 a U\$S 1.600 de facturación anual. Lo mismo sucedió con las marcas de indumentaria donde, montado sobre Polo Ralph Lauren, se apropió de marcas como Lacoste, Paula Cahen D'Anvers, Coniglio, Speedo, Reusch, Mitre y Ellesse entre otras.

Después de un período de entre 5 y 7 años el Exxel buscaba salir de la inversión vendiendo una parte de negocio a un *big player*, como se dio con Poett (Clorox) y Norte (Promodés), negocio que se convirtió en el caso de éxito del grupo, dado que vendieron la mitad de una empresa a casi al mismo valor que lo que habían abonado dos años atrás por la totalidad del paquete.

Gracias a una gran masa de capitales y la ayuda de abundantes créditos bancarios, el Exxel compró un total de 60 empresas en el término de 7 años, entre 1993 y 2000, a razón de 8,5 por año. Si se lo compara con Kholberg, Kravis, Roberts (KKR), considerado en el mundo como el padre de todos los fondos de adquisición de empresas que en veinte años, desde 1976 hasta 1996, compró 50 empresas (a un promedio anual de 2,5), la actividad desplegada por el Exxel resultó ser descollante

### **3.5.2. LA TOMA DE EMPRESAS**

#### **3.5.4.1. CIABASA, EL DEBUT DEL LBO EN ARGENTINA**

En enero de 1993, Navarro compró su primera empresa, la fabricante de productos de limpieza Ciabasa (Compañía Industrias Argentinas de Buenos Aires). La empresa pertenecía a la británica Union International Limited Company (los mismos dueños que el frigorífico Anglo) y producía la famosa marca de detergente Camello. Sus propietarios intuían que el mercado en el que actuaban estaba apuntando a una aguda concentración que dejaría rápidamente fuera de competencia a los peces más chicos. Tenían razón: hacia fines de 1992, el mercado de productos de limpieza en la Argentina, un negocio de 800 millones de dólares anuales, se estaba pareciendo cada vez más a un cardumen de mojarritas nadando en un mar lleno de tiburones. La estadounidense Procter & Gamble acababa de establecerse en la Argentina,



donde planeaba darle mayor batalla a su mayor competidor mundial, la angloholandesa Unilever, con 80 años en el país. En este contexto marcado por el ingreso de grandes compañías multinacionales y el simultáneo retiro del escenario industrial de los empresarios locales, grandes y pequeños, el Exxel comenzó a acumular poder que en sólo seis años lo llevaría a transformarse en el tercer grupo más importante del país.

La adquisición insumió un total de 7,6 millones de dólares que el Exxel financió con un aporte de capital de 3 millones; los 4,6 millones restantes los presentó, en los balances, como un crédito bancario que había conseguido en el exterior. Para concretar la adquisición, el fondo estructuró una compleja trama de sociedades holdings y subholdings, algunos de los cuales posteriormente fueron fusionados y que tenían por objeto aumentar el valor de la empresa, incrementando simultáneamente sus activos y pasivos. La compra de Ciabasa fue la primera operación de adquisición financiada con deuda (LBO) que se hizo de una empresa privada en Argentina.

La ingeniería financiera y societaria para la compra de Ciabasa se armó del siguiente modo:

- The Argentina Private Equity Fund I (Tapef) efectuó un aporte irrevocable de capital de tres millones de dólares en TEG Holdings, una sociedad pantalla (TEG es la sigla The Exxel Group).
- TEG Holdings le transfirió ese capital a otra sociedad, Ciaba Holdings, inscripta en la Argentina y presidida por Juan Navarro. A cambio del dinero, TEG Holdings recibió acciones de Ciaba Holdings.
- Ciaba Holdings transfirió los tres millones a una tercera empresa, Ciaba Acquisition, domiciliada en el país y presidida por Juan Navarro, también a cambio de las acciones de ésta.
- El fondo Tapef efectuó un depósito a plazo fijo de seis millones de dólares en una entidad llamada Stock Options Inc., una sociedad panameña, que inmediatamente los volvió a depositar en un intermediario financiero registrado en Panamá, Off Shore Trust Banking Corporation.

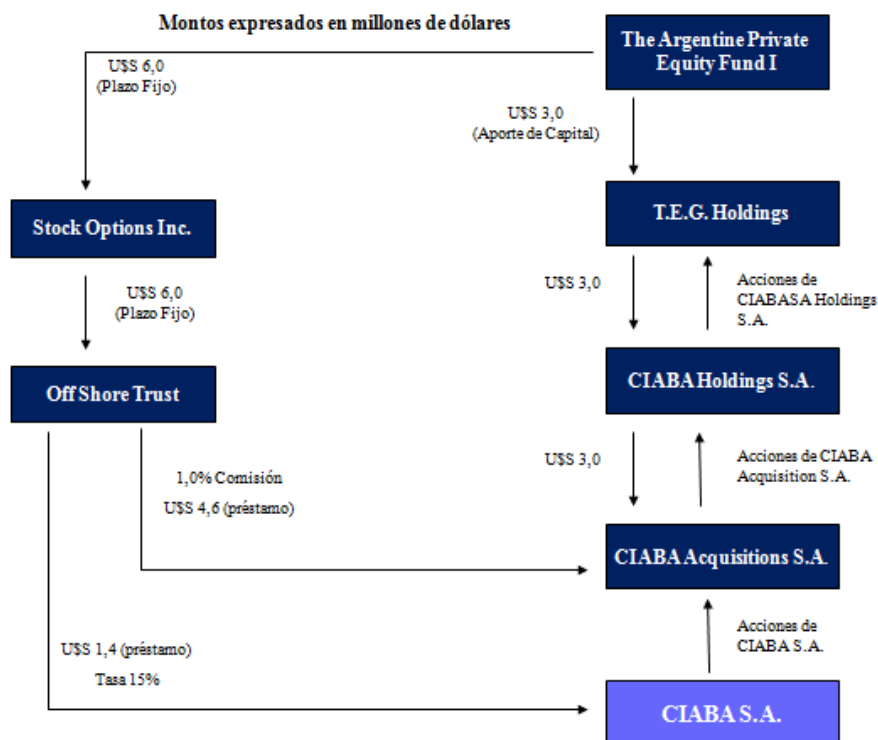


- Con este dinero, el Offshore Trust Banking Corporation hizo un préstamo de 4,6 millones de dólares, a una tasa de interés de 15%, a Ciaba Acquisition. De esta manera, Ciaba Acquisition reunió los 7,6 millones de dólares (tres en aporte de capital y 4,6 millones en préstamo) con los que pagó el precio acordado para la compra de Ciabasa.

El préstamo de la entidad bancaria panameña fue en realidad ficticio. El banco se limitó a cobrar una módica comisión del 1% por el servicio de transferir el dinero de un plazo fijo recibido de Tapef y Stock Options a Ciaba Acquisition. Esta última contabilizó esos fondos como una deuda que pagaba un interés anual del 15%. Adicionalmente el Off Shore Trust Banking Corporation realizó otro préstamo, es vez a Ciabasa, por 1,4 millones de dólares, que fue el saldo que quedó pendiente del depósito a plazo fijo de los 6 millones. Por último Ciaba Acquisition y Ciabasa fueron posteriormente fusionadas y Ciabasa, que con sus dueños originales tenía una deuda de 6 millones de dólares, pasó a tener una deuda financiera de 11,4 millones de dólares.

### GRAFICO 10

#### La Toma de CIABASA



Fuente: NISHTAT, Silvia; MAAS Pablo. (2000). El Cazador: La Historia Secreta de los negocios de Juan Navarro y El Grupo Exxel. Editorial Planeta-Espejo de la Argentina, Buenos Aires. p.95.

Con este enmarañado paso de capitales y deudas entre distintas sociedades, el Exxel buscaba aprovechar al máximo las ventajas de la legislación impositiva argentina. Como se mencionó en capítulos anteriores el artículo 77 de la Ley de Impuesto a las Ganancias permite que una empresa que pague el impuesto se fusione con otra que tiene quebranto impositivo, para que de ese modo, dejara de tributar. Como se desprende del gráfico 11, el Exxel había creado una empresa, Ciaba Acquisitions que estaba fuertemente endeudada y que no tenía ninguna actividad operativa. Por lo tanto presentaba un quebranto impositivo. Al fusionarse Ciaba Acquisitions con Ciabasa, que si pagaba impuestos por la sociedad operativa, la nueva empresa resultante de la unión pudo contabilizar a su favor la ventaja de no tener que pagar el impuesto. Dado que la ventaja de este artículo fue utilizada durante muchos años en la Argentina con el objeto de reducir el peso de la carga tributaria, en el año 1998 se modificó el artículo permitiendo la transferencia de los quebrantos luego de dos años de concretada la fusión.

#### **3.5.4.2. SUPERMERCADOS NORTE, EL LEADING CASE**

En diciembre de 1996 The Exxel Group pagó U\$S 430 millones por la Compañía Americana de Supermercados S.A. (Supermercados Norte), una de las mayores cadenas de supermercados del país que contaba con 25 locales y ocupaba el segundo lugar dentro de este mercado, después de Carrefour. La operación fue una de las más grandes concretadas en la Argentina entre compradores y vendedores privados y fue financiada mediante emisión de deuda y capital privado, donde el fondo tenía una gran presencia. En total fueron 429,4 millones que el Exxel consiguió de la siguiente manera:

- 197 millones de dólares fueron aportados, en forma de capital, por los accionistas del fondo Supermarkets Holdings que el Exxel constituyó en las Islas Caimán, al solo efecto de la compra de Norte.
- Los restantes 232,4 millones provinieron de un crédito sindicado por 84 millones, un crédito puente por 125 millones, 19 millones que se mantuvieron en reserva para cubrir eventuales cuenta no pagadas por los vendedores y 4,5 millones en efectivo.

Merrill Lynch armó toda la operación junto al banco norteamericano Bankers Trust, y Galicia Capital Markets organizó el crédito sindicado. En enero de 1997 se emitió un bono por 220 millones, a siete años y a la jugosa tasa del 11% - suficiente para considerarla una inversión de alta riesgo- para reembolsar los diferentes préstamos, donde Merrill Lynch fue el agente colocador y el prospecto de emisión que preparó estuvo lleno de advertencias por las consecuencias que podía generar en el negocio el alto nivel de endeudamiento.

A Norte la iniciaron Alberto Guil y su tío, Elías Jacobo, en 1961. En esa época explotaban un almacén en Carapachay y decidieron buscar socios para expandirse. Cuatro años más tarde abrieron un autoservicio de 100 m<sup>2</sup>, que en poco tiempo pasó de llamarse Autoservicio Carapachay a su nombre actual. Guil y el hijo de Elías, Ricardo Jacobo, se posicionaron en la zona y ganaron definitivamente un nombre en 1977, cuando abrieron su primer supermercado en Olivos. Su ubicación privilegiada en la zona de mayor poder adquisitivo del Gran Buenos Aires, con una competencia casi nula por entonces, les abrió las puertas de la gran distribución.

Durante la apertura económica de los noventa las cosas cambiaron para Norte. No solo competía con otras empresas nacionales, como Disco, Coto y Tía, sino también con grandes jugadores llegados desde el exterior como Carrefour, Jumbo, Wal Mart, Makro y las francesas Día y AuChan. Los puntos de venta, de miles de metros cuadrados, comenzaron a esparcirse por todo el país y Norte necesitaba fondos frescos para financiar la expansión. Fue en aquel momento, en que Guil comenzó a negociar la venta de su cadena con Navarro.

Una vez producido el takeover, Guil continuó como presidente y director general de la firma. Norte tenía una red de 25 bocas con 72.000 metros cuadrados, 6.580 empleados y se ubicada, con 1.300 millones de ventas al año, un peldaño más abajo que Carrefour. Con la política del Exxel, de hacer todo más grande de lo que recibe, la estrategia para maximizar el valor de la compañía se centró en cambiar la mezcla de productos que ofrecía Norte, ampliar el negocio con marcas propias de la cadena, apostar a la expansión en el interior del país y realizar una fuerte restructuración de áreas operativas en las que pudiera ganar productividad. Con la inyección de unos 350 millones,

Norte duplicó su capacidad a 58 locales con 143.000 metros cuadrados y 9.484 empleados. Esto no significó un salto similar en la participación de mercado, en facturación ni en las ganancias. En la guerra de todos contra todos desatada entre las grandes cadenas, las ventas de Norte pudieron crecer porque adquirió otros supermercados en el interior. La facturación de Norte aumentó de 1.300 a 1.900 millones, la participación de mercado creció de 12,7% a 17,9% y las ganancias, sin descontar los impuestos, de 4,6% a 6,9% de las ventas.

La compra de Norte fue el pasaporte de Navarro para el ingreso al mundo de los grandes negocios. En enero del '97 *Latin Finance* lo mencionó como “*deal of the year*”. El *Wall Street Journal* lo llamó “el rey de las compras en Argentina” y el *Institutional Investor* lo bautizó el “Henry Kravis de la Argentina”.

En 1998 el Exxel vendió el 49% de sus acciones en Norte a la cadena francesa Promodés en 420 millones de dólares. Promodés tenía un reducido número de ejecutivos en la Argentina, que estaban ocupados en expandir silenciosamente su tienda de descuentos Día en Capital Federal y el conurbano, de modo que Norte siguió gerenciada por el Exxel. Con Carlos Ortíz de Roa al frente, Norte fue adquiriendo pequeñas cadenas en el interior. Un año más tarde dio el gran zarpazo y compró la cadena Tía a las familias De Narváez y Deutsch, en 630 millones de dólares. Norte-Tía pasó a liderar el ranking, con una facturación cercana a los 2.000 millones de dólares anuales.

Mientras tanto, las casas matrices de Carrefour y Promodés acordaron en París su fusión, a través de un intercambio de acciones que le dio a Carrefour el control sobre las dos compañías. A la vez que los organismos de control de la competencia analizaban el caso, en Bruselas y en Buenos Aires, el Exxel negoció con Promodés la venta de un 2% adicional de Norte a cambio del gerenciamiento de la cadena hasta el 2002. De modo que cuando se aprobó la fusión, Carrefour pasó a ser dueña del 51% de los votos pero no podía controlar la cadena.

Los franceses absorbieron la totalidad de la deuda de Norte-Tía, que oscilaba entre 780 y 820 millones de dólares, y acordaron abonar al Exxel, durante el primer trimestre del 2002, un monto adicional que superaba los 350 millones de

dólares. El contrato que Carrefour "heredó" de Promodés, fijaba una valuación de 1.500 millones por Norte-Tía (entre siete y nueve veces las ganancias operativas anuales antes de impuestos), a los que debía restarse la deuda, ecuación que, a valores del 2002, daba más de 700 millones de dólares.

#### **3.5.4.3. FARGO Y LA CRISIS DEL ENDEUDAMIENTO EMPRESARIO**

Como explicamos precedentemente, el Exxel Group fue pionero en tomar créditos para adquirir empresas. Cuando el fondo se dispone a comprar, se asegura fundamentalmente dos cosas: conseguir que inversionistas del exterior aporten capital y que algún banco le adelante una parte del precio de compra, en forma de un crédito de corto plazo, llamado crédito puente o *bridge loan*. Una vez reunido el dinero, tanto en forma de capital como de deuda, realiza la oferta de compra y concretan la adquisición.

Una vez con la compañía en su poder, el grupo emite bonos a nombre de la empresa por una cantidad sustancial e hipoteca todos sus bienes como garantía del pago del bono. Con el dinero obtenido de la emisión de estos bonos de largo plazo, el Exxel cancela el crédito puente que la adelantó el banco para la compra. Luego mediante los flujos de fondos de la empresa adquirida se pagan no sólo los intereses del bono, sino también las comisiones y honorarios cobrados por el banco que organiza la emisión del bono. En síntesis compra una empresa, en gran parte, con el propio dinero de ella. Como las empresas que adquieren suelen además ser rentables, pagan puntualmente el impuesto a las ganancias. Navarro encontró la forma de transformar los flujos de pagos por impuesto a las ganancias de las empresas, que recauda el Estado Nacional, en pagos de intereses a acreedores privados, que son los mismos que lo ayudan a tomar el control de las empresas de su imperio. Después de ser adquiridas, las compañías, agobiadas por el servicio de intereses de sus deudas, dejan de pagar el impuesto y comienzan a acumular quebrantos impositivos. Para ponerle coto a esta situación, Roque Fernández y sus técnicos crearon a partir del primero de enero de 1999 el impuesto al endeudamiento empresario, que gravaba con una tasa del 15% el monto de intereses pagados. De esta manera se eliminaba la asimetría en el tratamiento

impositivo de los dos principales ingresos de capital: los intereses y las ganancias.

Fargo la empresa líder en fabricación y venta de pan en molde, fue comprada por el Exxel en Octubre de 1997. Por el 84,3% de su capital pagó más de 220 millones de dólares y compitió para su adquisición con Molinos, la mexicana Bimbo y la inglesa Grand Metropolitan, la dueña de La Salteña. Fargo era lo que se dice, una pinturita de empresa. En junio de 1997 tenía ventas anuales por 120 millones de dólares y ganancias netas por 10,2 millones. Era una empresa que funcionaba con un endeudamiento muy bajo. Su deuda financiera en relación a sus ventas era irrisoria (menos de 12 millones de dólares) y su pasivo total 34,5 millones de dólares contra activos por 74 millones.

Al 30 de septiembre de 1998, un año después de la adquisición, el pasivo subió a 145 millones de dólares, como consecuencia de la emisión de un bono por 120 millones de dólares a 10 años de plazo, colocado a una tasa de interés del 13,25%. De este monto, 110 millones fueron destinados a cancelar un crédito puente que el banco estadounidense Bankers Trust le había adelantado para comprar Fargo. De los otros 10 millones, 5 millones correspondieron a gastos de capital y el resto a gastos y comisiones bancarias.

El bono de Fargo no ofrecía garantías reales, debido a que el monto de la emisión superaba ampliamente el valor de sus activos hipotecables. Por eso, la elevada tasa de interés del 13,25% apuntaba a seducir a los inversionistas de riesgo, lo que se conoce como el mercado de los “bonos basura”. La colocación en julio de 1998 fue todo un éxito. El bono fue sobresuscripto cinco veces y fue adquirido por inversionistas de riesgo estadounidenses, inversionistas en mercados emergentes y las AFJP argentinas.

Moody`s, la influyente calificadora de riesgo, le asignó una pésima calificación la emisión de bonos de Fargo (B1), colocándola dos escalones por debajo de la deuda externa soberana del gobierno argentino. El bajo rating se vio reflejado por el débil balance de la compañía, el alto endeudamiento, el caso nivel de cobertura y el significativo valor llave resultado del LBO, este último generado por argucia contable que utilizaba el grupo Exxel cuando compraba empresas.

En el caso de Fargo los activos que eran de 74 millones de dólares antes de ser comprados por el fondo de Navarro, subieron a 256 millones un año después. Esta magia contable se justificó con la súbita aparición de 168 millones de dólares de activos intangibles producto del valor llave, es decir el sobreprecio pagado en la compra por sobre el valor libros de la firma. Como se habían multiplicado por cuatro los pasivos al endeudar la compañía, y el valor de los activos netos tangibles era negativo, el fondo tuvo que tomar alguna medida con los activos para evitar un impacto negativo en el patrimonio.

La práctica que ejercitaba el Exxel de aumentar el valor de algunos activos para justificar sus pasivos se repitió en todas las empresas adquiridas. En el caso de Fargo lo más llamativo fue que, como consecuencia de su alto endeudamiento, la empresa que ganaba dinero y era rentable, comenzó a perderlo en manos del nuevo accionista. La pérdida del balance de año 98 fue de 15,3 millones de dólares cuando en los tres años anteriores había obtenido una ganancia promedio de 9 millones.

Con Fargo el Exxel repitió una técnica que un año antes ya había ensayado con éxito en la compra de Supermercados Norte. Durante los años en que estuvo en poder de sus fundadores, Norte creció sin endeudamiento, financiando su expansión y la apertura de nuevos locales, con sus propias ganancias. Cuando Exxel la adquirió sus deudas financieras alcanzaban 33 millones y su pasivo total 200 millones, de los cuales 137 millones eran cuentas pendientes de pago a sus proveedores. Sus activos eran más del doble: 408 millones de dólares. Al año de haber sido adquirida sus deudas financieras se multiplicaron por ocho, ascendiendo a 225 millones de dólares. Como los pasivos se habían multiplicado a 512 millones, el grupo utilizó nuevamente el artilugio de inflar activos, sumando 133 millones de dólares en intangibles.

La entrada en vigencia del impuesto al endeudamiento empresario en 199 encareció buena parte de la ingeniería financiera que el grupo había utilizado para adquirir decenas de empresas en Argentina. Norte por ejemplo tuvo que pagar 7 millones de dólares de dicho impuesto, lo que contribuyó a que la cadena tuviera una pérdida neta de 18 millones durante dicho año.

#### **3.5.4.4. HAVANNA, CRONICA DE UN CONCURSO ANUNCIADO**

El ocho de enero de 1948, Demetrio Elíades, Benjamín Cisterna y Luis Sbaraglini nunca imaginaron que su proyecto, al que bautizaron Havanna y que comenzó como un salto al vacío en una ciudad como Mar del Plata, que sólo abría sus ojos tres meses al año, se convertiría en una de las empresas más recordada y querida por la gente. La firma que lideraba el ranking de marcas argentinas pese a que no hacía publicidad y, que además, ganaba buen dinero, era un bocado apetecible para el Exxel. Luego de negociar con sus diecisiete socios durante quince meses, y de abonar un sobreprecio de 12 millones de dólares, según los consultores de Coopers & Lybrand contratados para la operación, la adquirió por 85 millones de dólares en marzo de 1998.

Las ventas del último balance previo a la adquisición alcanzaron los 26,8 millones de dólares. La firma producía alrededor de 5,5 millones de docenas de alfajores por año en sus dos plantas de Mar del Plata y contaba además con 130 locales propios distribuidos en Buenos Aires y su ciudad de origen. Controlaba además el 60% del mercado de alfajores premium, mientras su principal competidor, Balcarce, a fines de 1999 se encontraba en concurso preventivo.

Con el ingreso del Exxel, los alfajores Havanna se comercializaron en la cadena de supermercados Norte y se abrieron cafeterías en lugares exclusivos de la ciudad: Puerto Madero, la avenida Santa Fe, el barrio Las Cañitas y Alto Palermo. La estrategia de la firma por aquellos años consistió en agregar más productos al portafolio y expandir la marca regionalmente. Pero el principal inconveniente fue que el alfajor, elaborado artesanalmente ya no se podía consumir pasado los diez días. Al desembarcar en Havanna, el Exxel tropezó con un inconveniente: el pastelero que había inventado la fórmula secreta del alfajor emigró a Terrabusi y Oscar Sacaro, emparentado con Sbarablini, quedó como consultor para ayudarlos a encontrar el grado adecuado de maduración del chocolate y la mezcla exacta con el dulce de leche que hacía que Havanna fuera Havanna, o como lo bautizaron en el Exxel “el Rolex de los alfajores”.



El Exxel había comprado Havanna tomando deuda por 33 millones de dólares como parte de la utilización de la técnica del LBO. Los créditos que el fondo tomó contra Havanna fueron aportados por cinco bancos: Deutsche, Citi, Río, Creditanstalt y Sudameris, otorgando las marcas, las maquinarias y las plantas industriales como garantía de su repago.

La forma utilizada para transferir la deuda a la sociedad adquirida fue fusionando las sociedades, mediante una fusión por absorción. En el caso “Havanna”, la sociedad adquirente (Havanna S.A.), solicitante del préstamo, se fusiona con la sociedad adquirida (Confitería Havanna S.A.). Se mezclan así los pasivos y activos de ambas sociedades. En definitiva, la sociedad estaría dando garantías por obligaciones o deudas asumidas por terceras personas (los nuevos accionistas) y se endeudaría por actos ajenos a su actividad.

Tras la devaluación, Havanna quedó en la misma situación de tantas empresas locales: facturación en pesos y un enorme pasivo en dólares. Las negociaciones por la refinanciación de la deuda llegaron a un punto muerto y en julio de 2002 Havanna pidió el concurso preventivo. Entonces, los bancos acudieron a la Justicia para que el Exxel les cediera las acciones de la empresa. La estrategia de fondo de los bancos apuntaba a un objetivo similar al que encararon los acreedores de las heladerías Freddo, que era cambiar en el balance un crédito prácticamente incobrable de casi 33 millones de dólares, y quedarse a cambio con las acciones. De esa manera, en los libros contables aparecería un activo (las acciones) en vez de un crédito, con la posibilidad de vender esas acciones cuando aparezca un comprador estratégico. Mientras tanto, con la empresa libre de deudas, se dedicarían a gerenciarla.

Finalmente el crédito reclamado por el grupo de bancos, encabezado por el Deutsche Bank Trust Company Américas, que posibilitó el apalancamiento y la compra de las acciones de la fallida, que representó el 90,38% del pasivo fue declarado inadmisibile por el juez en el concurso de Havanna pero si en el de su controlante, Great Brands Inc., fundando su decisión en la circunstancia de haber descubierto que la deuda había sido colocada en cabeza de la fallida como parte de la compra apalancada de sus acciones.

### **3.5.5. LBO POST CONVERTIBILIDAD**

Desde comienzos de los 90, la Argentina alentó el ingreso de capitales mediante una de las legislaciones más liberales del mundo para las inversiones extranjeras y un régimen impositivo que subsidió el endeudamiento. Un Estado que batió el record mundial y privatizó casi todas sus empresas en cuatro años y una clase empresaria local que mayoritariamente se declaró impotente ante el avance de la globalización y vendió las suyas, allanaron el camino para la extranjerización de la economía argentina en una escala sin precedentes.

La bienvenida al capital internacional se inició en 1989, cuando el gobierno de Carlos Menen modificó la ley de inversiones extranjeras y dejó de preguntar para qué venía el dinero y cuál era su origen. Se eliminó la exigencia de registrar las nuevas inversiones del exterior y se abolieron las restricciones a la adquisición de acciones de empresas locales que cotizaban en la Bolsa por parte de firmas extranjeras, suprimiéndose los límites sobre el monto de esas inversiones o el porcentaje del capital que podía ser comprado.

En este ambiente tan favorable, las empresas extranjeras fueron una de las que más se beneficiaron con el fuerte crecimiento de la economía que se produjo durante los primeros años de la Convertibilidad. La sanción de la Ley 21.382/93 brindaba a los capitales extranjeros los mismos derechos y obligaciones que a los capitales locales y una libertad absoluta en lo que se refiere a la remisión de utilidades y repatriación de capitales. El peso del capital local en la economía pasó de un 56% en 1993 a un 32% en el año 2002. La inversión extranjera directa se inicia en esta década con el proceso de privatización y hacia 1993 a través de adquisición de empresas privadas y a través de fusiones y adquisiciones en los mercados en que operaban las empresas privatizadas que generó el nacimiento de algunos monopolios y oligopolios y una mayor centralización del capital.

Dentro de este contexto entre 1993 y 2000, el Exxel Group compró empresas por un valor total de 4.500 millones de dólares en la Argentina. Este fondo se transformó rápidamente en el segundo mayor inversionista extranjero del país, después de Repsol, el gigante petrolero español que compró YPF en 1999 por 15.000 millones de dólares.

Podemos afirmar que el tratamiento impositivo de las inversiones estimuló el fenomenal traspaso de empresas en la Argentina. Los empresarios que venden sus compañías en el país no están sujetos al pago de ningún impuesto, a diferencia de otros países que aplican un impuesto a las ganancias de capital. Del lado de los compradores también existió un fuerte incentivo fiscal para la toma de las empresas. Las firmas multinacionales que adquieren compañías en el exterior pueden descontar parte de la inversión de los impuestos que pagan en sus países de origen, y en el caso de los fondos de inversión apalancados como el Exxel, hay directamente un subsidio del Estado a este tipo de operaciones. Este fenómeno pasó inadvertido durante aquellos años, pero es central para entender el auge de las operaciones de LBO que inició el Exxel y luego replicaron otros fondos de inversión locales y extranjeros.

Las empresas que son adquiridas por los fondos de LBO, que luego las endeudan e hipotecan sus bienes, dejan de pagar el impuesto a las ganancias gracias a que las leyes impositivas permiten deducir de la base imponible los pagos de intereses. El costo fiscal de estas deducciones, es decir, la pérdida de ingresos para el Tesoro Nacional, por la menor recaudación, es soportada por el conjunto de los contribuyentes.

Por último el Exxel tuvo la visión, o la suerte, de lanzarse a la caza de empresas en un momento de elevada liquidez de las plazas financieras internacionales. En 1993 la tasa de interés de los bonos del Tesoro Americano a 30 años, considerada como el termómetro del rendimiento del dinero en el mundo, llegó a ubicarse casi en un mínimo histórico del 3% anual. Los grandes fondos de pensiones estadounidenses se pusieron a buscar un mayor margen de utilidad para sus capitales y, junto con las grandes compañías multinacionales, descubrieron que en los “mercados emergentes” se podían obtener altos beneficios invirtiendo en empresas privadas y privatizadas.

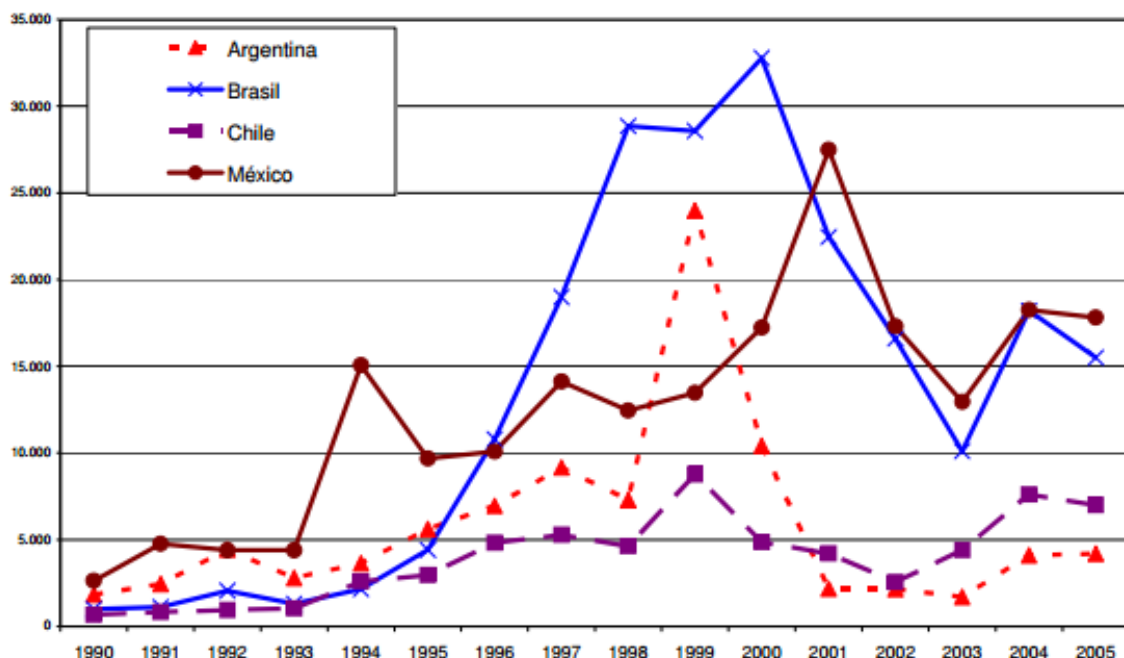
El desenlace de esta década comenzó en el segundo semestre del año 1998 cuando el país entra en recesión económica a causa de la crisis monetaria de Asia, Brasil y Rusia, que motivó una conducta cautelosa de los inversores de los países desarrollados. Luego de una depresión de cuatro años que culmina con el colapso económico del año 2001, se abandona el modelo de

Convertibilidad en el año 2002. La fuerte devaluación de la moneda doméstica y el default selectivo de la deuda externa pública y parte de la privada, constituyeron un punto de quiebre en una de las fases de mayor afluencia de inversión extranjera.

El período de posconvertibilidad, que se inicia en mayo de 2003 con la asunción del presidente Nestor C. Kirchner, trajo consigo un crecimiento de la economía del orden del 21% (2003-2009) y una tendencia alcista para la inversión bruta con un leve descenso en el 2009 por la crisis financiera internacional. Como se observa en el Gráfico 12, pasados los primeros años de la crisis, los flujos de inversión extranjera directa (en adelante IED) volvieron a cobrar relevancia, alcanzando en 2004-2005 los U\$S 4.051 millones en promedio -si descontamos los cambios de manos-, mientras que en 1990-2001 esta media fue del orden de los U\$S 3.000 millones<sup>101</sup>.

### GRAFICO 11

Flujos de Inversión Extranjera Directa durante el período 1990-2005  
(en millones de dólares)



Fuente: UNCTAD y Secretaría de Economía. Dirección General de Inversión Extranjera de México.

<sup>101</sup> SACROISKY, Ariana. (2006). **La Inversión Extranjera Directa en la Post-Convertibilidad: Principales tendencias en un nuevo patrón de crecimiento.** Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina, Documento de Trabajo N° 12, Buenos Aires.

No obstante dicho crecimiento, el volumen de fusiones y adquisiciones nunca recuperó los niveles alcanzados durante la década del noventa. Las razones por las cuales la Argentina se convirtió a partir del 2003 en un terreno poco fértil para la realización de este tipo de negocios tiene su fundamento en las políticas gubernamentales que han desalentado la realización de acuerdos comerciales y en la incierta situación económica producto de los constantes cambios en las reglas de juego<sup>102</sup>. Respecto al primer punto, podemos destacar algunas normas vinculadas al ingreso y egreso de divisas, que comenzaron a aplicarse en el mercado cambiario a partir de año 2005, luego de la restructuración de la deuda en default. Un aspecto sustancial que atentó contra las operaciones de LBO fue el tratamiento cambiario aplicable a los fondos provenientes del exterior con el objeto de adquirir acciones de una sociedad argentina. Fue así como a través del Decreto 616/05 se dispuso la obligatoriedad de constituir un depósito no remunerado a 365 días por el 30% de las remesas recibidas del exterior en calidad de préstamo, cuando la operación no supere los dos años de plazo y las divisas estén destinadas a la inversión directa en activos no financieros. Idéntico criterio adoptó la AFIP en el dictamen de la D.A.T. 21/2006 en el que sostuvo que los resultados negativos originados en intereses y diferencias de cambio generados por el préstamo que un contribuyente tomó para la compra de cuotas de participación social, no resultan deducibles para la determinación del impuesto a las ganancias.

La intervención del Estado se profundizó durante 2009 cuando se restringió la posibilidad de importar libremente bienes y servicios, primero a través de un régimen de licencias no automáticas, y luego a través de un esquema que obligaba a las firmas a exportar por cada divisa importada y a partir del 2011 se prohibió la posibilidad de girar utilidades hacia el exterior. Este contexto sumado a elevados niveles de inflación, una alta presión tributaria sobre bienes transables y un país en el que el riesgo de default medido por CDS (*credit default swaps*) supera los 3500 puntos o el rendimiento de un bono a dos años es más que 15% anual en dólares, no generó demasiado apetito por invertir.

---

<sup>102</sup> Infobae Profesional. (2013). **Argentina es un terreno cada vez "menos fértil" para adquisiciones y fusiones de empresas**. En [http://www.iprofesional.com/notas/164189-Argentina-es-un-terreno-cada-vez-menos-frtil-para-adquisiciones-y-fusiones-de-empresas?page\\_y=1401](http://www.iprofesional.com/notas/164189-Argentina-es-un-terreno-cada-vez-menos-frtil-para-adquisiciones-y-fusiones-de-empresas?page_y=1401).

La falta de atractivos post convertibilidad que produjo una merma en las F&A, sumada a la muy mala prensa que había tenido en los noventa el LBO, hizo casi imposible la concreción de este tipo de operaciones. Por tal motivo se nos hace se hace difícil encontrar un caso de estudio con el objeto de poder analizar los diferentes interrogantes que planteamos en la investigación.

### GRAFICO 12

Flujos de Inversión Extranjera Directa por fuentes de financiamiento 1990-2005

(en millones de dólares y en %)

Año	Total IED		Reinversión de utilidades		Aportes		Deuda con matrices y filiales <sup>(1)</sup>		Cambios de manos		Privatizaciones		FyA	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
1990	1.836	100%	230	13%	s.d	s.d	s.d	s.d	1.174	64%	1.174	64%	0	0%
1991	2.439	100%	426	17%	s.d	s.d	s.d	s.d	460	19%	460	19%	0	0%
1992	4.431	100%	857	19%	474	11%	371	8%	2.730	62%	2.344	53%	385	9%
1993	2.793	100%	878	31%	628	22%	251	9%	1.036	37%	935	33%	101	4%
1994	3.635	100%	898	25%	1.287	35%	387	11%	1.063	29%	136	4%	927	26%
1995	5.609	100%	659	12%	1.685	30%	700	12%	2.566	46%	1.113	20%	1.453	26%
1996	6.949	100%	398	6%	2.011	29%	1.525	22%	3.014	43%	580	8%	2.434	35%
1997	9.160	100%	726	8%	2.580	28%	1.159	13%	4.695	51%	892	10%	3.803	42%
1998	7.291	100%	788	11%	3.179	44%	802	11%	2.522	35%	334	5%	2.188	30%
1999	23.988	100%	-144	-1%	4.116	17%	1.627	7%	18.388	77%	4.192	17%	14.196	59%
2000	10.418	100%	261	3%	2.793	27%	1.088	10%	6.277	60%	30	0%	6.247	60%
2001	2.166	100%	-3.306	-153%	3.650	169%	1.000	46%	821	38%	25	1%	796	37%
2002	2.149	100%	-924	-43%	4.516	210%	-2.992	-139%	1.549	72%	0	0%	1.549	72%
2003	1.652	100%	-808	-49%	3.011	182%	-515	-31%	-36	-2%	0	0%	-36	-2%
2004	4.274	100%	-117	-3%	3.155	74%	1.178	28%	59	1%	0	0%	59	1%
2005	4.662	100%	331	7%	3.062	66%	493	11%	776	17%	0	0%	776	17%
Prom. 1992-1999	7.982	100%	632	8%	1.995	25%	853	11%	4.502	56%	1.316	16%	3.186	40%

Fuente: SACROISKY, Ariana. (2006). **La Inversión Extranjera Directa en la Post-Convertibilidad: Principales tendencias en un nuevo patrón de crecimiento**. Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina, Documento de Trabajo Nº 12.

A partir de 2005 se realizaron en Argentina F&A “de oportunidad” vinculadas con la generación de valor y lideradas por transacciones en el sector agroindustrial, seguidas por la industria del entretenimiento, el real estate, la comunicación y los medios. Los jugadores en aquellos tiempos ya no eran los mismos y la forma de hacer negocios tampoco. Se abandonó el formato de compras apalancadas con deudas de corto y mediano plazo y el objetivo central de los años noventa, en el que se intentaba engordar a las compañías con planes de expansión desmedidos y con la meta de una rápida salida<sup>103</sup>.

<sup>103</sup> REVISTA APERTURA. (2004). **Sepa quién puede comprar su Empresa**. Edición Nº 138, Buenos Aires, Argentina.



El Exxel Group dejó varias de sus compañías en manos de acreedores y continuó realizando inversiones entre 2004 y 2009 por un valor de 600 millones de dólares, no sólo en Argentina sino también en los Estados Unidos y América del Sur, ya sin leverage bancario, como consecuencia de la falta de jugosos incentivos que produjo la salida de la convertibilidad<sup>104</sup>.

La única transacción asimilable a un LBO durante el segundo decenio del horizonte temporal planteado en nuestra investigación, fue la compra que el Grupo Petersen (Familia Eskenazi) realizó en 2008, del 14,9% de las acciones de YPF S.A. al grupo Repsol. La operación fue realizada por 2.235 millones de dólares y la compra fue financiada en un 50% mediante créditos de bancos extranjeros, entre los que se encontraban el Credit Suisse, el BNP Paribas, Goldman Sachs y el Banco Itaú. El otro 50% fue financiado por Repsol, otorgando como garantía las acciones que Petersen acababa de comprar.

Al año siguiente, el Grupo Petersen adquirió otro 0,1% de YPF y en 2011 compró un 10% adicional, financiando la operación con otro préstamo garantizado de US\$700 millones de un grupo de bancos liderado por Banco Itaú y Credit Suisse. Repsol aportó otro crédito de unos US\$625 millones<sup>105</sup>. Por lo tanto ninguna de todas las adquisiciones se realizó con fondos propios. Es importante destacar que, según Taos Turner, el acuerdo comprometió a ambos accionistas a mantener la política de dividendos de YPF en 90% de las ganancias al menos hasta el pago del préstamo, y que cualquier cambio en esta disposición constituiría un evento de cesación de pagos.

En la estructura de financiación de esta compra se utilizó deuda que, si bien no fue incurrida por la target, se garantizó con los activos netos o acciones que se estaban adquiriendo. Por lo tanto, como el repago se realizó con altísimos dividendos en efectivo, se produjo un traslado del costo de adquisición sobre la propia sociedad adquirida, lo cual no es sino un efecto del endeudamiento empleado para financiar la operación propio de un LBO.

---

<sup>104</sup> REVISTA APERTURA. (2009). **Cazadores de Negocios**. Edición Nº 190, Buenos Aires, Argentina.

<sup>105</sup> TURNER, Taos. (2012). **Los Eskenazi, la familia que apostó en grande y perdería en grande con YPF**. The Wall Street Journal Américas, Diario La Nación edición electrónica, Buenos Aires, Argentina. Ext. de <http://www.lanacion.com.ar/1466564-los-eskenazi-la-familia-que-aposto-en-grande-y-perderia-en-grande-con-ypf>.

#### 4. CONCLUSIÓN Y REFLEXIONES FINALES

Luego de haber analizado con profundidad los antecedentes, orígenes, componentes y razones económicas y no económicas por las cuales los ejecutivos de las empresas deciden integrarse, podemos afirmar que la compra apalancada o LBO es una operación jurídico-financiera compleja cuyo objetivo es la adquisición de una empresa aprovechando la deducibilidad impositiva de los intereses del financiamiento o **tax shield**, y el efecto amplificador que el empleo del endeudamiento genera maximizando la rentabilidad empresarial, en la medida en que la empresa *target* genera una rentabilidad económica mayor que el costo de la deuda involucrada.

Conforme al análisis realizado sobre transacciones en Argentina y en otras geografías, no existe una única manera de concretar este tipo de operaciones, por el contrario, la creatividad está a la orden del día y son notables las variables que se pueden exteriorizar. Sin embargo, todas las alternativas cuentan con un denominador común, el *apalancamiento financiero* por el empleo de deuda en la estructura de financiación. Toda vez que la firma *target* cuenta con los medios como para respaldar aquel endeudamiento, a través de garantías especialmente constituidas sobre sus activos y/o flujos de fondos que aquella ha de generar, es que esta figura supone, en términos generales, un traslado del costo de adquisición sobre la propia sociedad adquirida, lo cual es la consecuencia del endeudamiento empleado para financiar la operación.

El racional económico u objetivo detrás de un LBO puede responder a una estrategia económico-productiva o a una estrategia financiero-especulativa. En el primer caso, los compradores se basan en su capacidad para mejorar la eficiencia en la gestión de los negocios con el fin de mejorar la rentabilidad de la empresa. En el segundo, en cambio, la conveniencia de la operación se deriva de la posibilidad de aprovechar el hecho de que el valor de realización de diferentes unidades de negocios de una misma empresa puede ser mayor que el precio de la empresa en su conjunto. En uno y otro supuesto, el LBO se utiliza como una herramienta para la compra de empresas por razones estratégicas ya que en la generalidad de los casos ambos objetivos no parecen disociados sino mutuamente implicados y jugando un rol relevante en la



motivación empresaria que sustenta la operación y que consiste en la creación de valor para el accionista.

Comprender al LBO como negocio orientado al lucro supone conocer el ciclo de la operación, a saber: entrada-salida o inversión-desinversión. Todo LBO se estructura previendo la salida del *LBO Fund* lo cual, debe reportar una ganancia. De esta perspectiva es evidente que el negocio será lucrativo y por ende justificará su propio racional económico en tanto y en cuanto se logre crear valor en la *target*. Este proceso de creación de valor tiene que ver entre otras cuestiones con lograr sinergias operativas, economías de integración vertical, transferencia de conocimiento especializado con respecto al negocio, inversiones, alternativas de financiamiento y reducción de los costos de agencia por medio de un control activo y cercano a los administradores por parte de los inversores. Como se ha mencionado en el marco conceptual, se reconoce que la presencia de altos niveles de deuda no solo repercute en la rentabilidad financiera y en el costo de capital sino que también logra disciplinar determinadas conductas de los administradores.

Ahora bien, respondiendo nuestro primer interrogante, la compra apalancada permite realmente aumentar el valor de la firma, pero es una técnica que no puede aplicarse a la adquisición de cualquier compañía, ya que un elevado nivel de deuda no sería una decisión acertada si existen limitaciones en la capacidad de pago de la *target*, ya que a medida que los recursos exigibles aumentan en comparación con los recursos propios, tienen a incrementarse el riesgo de insolvencia debido a que se deberá destinar una fracción importante del flujo de caja operativo para cubrir aquel pasivo.

Para minimizar tal contingencia resulta relevante que la compañía que se adquiere, responda a las siguientes características: esté en condiciones actuales o potenciales de generar un flujo de caja consistente y estable para restituir el endeudamiento recibido, posea un bajo nivel de endeudamiento para poder soportar una elevada carga de pasivos, tenga un crecimiento lento pero sostenido de las distintas fases del negocio para evitar la necesidad de disponer de alta liquidez y ser pasible de poder reducir costos sin afectar la calidad los servicios o la calidad de sus productos.

Del análisis de algunas transacciones exitosas en Argentina durante el período 1993-2013 podemos destacar que si se ha añadido valor en la compra de Ciabasa, Poett San Juan y Norte por parte del grupo Exxel, donde en apenas dos años, Juan Navarro obtuvo un 50% de ganancia sobre el capital aportado para el primer caso, y en Norte compró el 100% del paquete accionario en 430 millones de dólares y vendió en el mismo plazo de tiempo el 49% de las acciones en 420 millones dólares. No tuvo la misma performance la compra de Fargo, que en 2002 se presentó en concurso preventivo por la imposibilidad de hacer frente a una deuda de 150 millones de dólares, curiosamente la misma cifra que el Exxel Group desembolsó en setiembre de 1997 para comprar la panificadora a sus fundadores. Las razones por las cuales la empresa fue quedándose sin dinero para pagar sus deudas fueron el aumento del precio de sus insumos, que se multiplicó al ritmo del dólar, y la instauración del corralito y posterior devaluación que dio vuelta el flujo de caja positivo de la empresa<sup>106</sup>.

La falta de comprensión de este negocio financiero complejo y la ausencia de toda regulación o tipificación jurídica en nuestro entorno, ha llevado a alguna corriente de opinión a considerar al LBO como un negocio jurídico ilícito basado en la presunción de que no existen verdaderos incentivos de todas las partes involucradas en llevar adelante este trato. En primer lugar, como explicamos en el último tramo del Capítulo III, entendemos que la adquisición de bienes, créditos o endeudamiento a través de una compra apalancada es admisible en tanto no afecte el derecho de accionistas ajenos a la operación ni ocasione un perjuicio a los acreedores y trabajadores de la sociedad *target*. Si bien en nuestro régimen legal no hay normas expresas que limiten este tipo de operaciones, debe respetarse fundamentalmente el “*interés social*”, el cual debe prevalecer sobre los intereses mayoritarios, minoritarios o individuales de los accionistas que buscarán hacer prevalecer su propio interés.

¿Cómo aseguramos que el principio del interés social quede realmente protegido?. Recordemos que los acreedores tienen la facultad de ejercer derecho de oposición y los accionistas minoritarios la posibilidad de salir del

<sup>106</sup> Dario Clarín. (2002). **Fargo pide convocatoria: debe US\$ 150 millones**. Edición electrónica del 26/06/02. Extraído en mayo de 2015 de <http://edant.clarin.com/diario/2002/06/28/e-02601.htm>.

elenco accionario vendiendo su participación a través del derecho de receso. Por su parte, el trabajador es el que quedaría en inferioridad de condiciones respecto a la tutela de su interés, pero podría subsanarse aplicando la teoría de la infracapitalización material funcional para los directores y accionistas. Esta última situación se pudo verificar en algunas adquisiciones del Grupo Exxel donde, en el afán de lograr sinergias operativas y economías complementarias, despidió una gran cantidad de empleados por la superposición de actividades. Tal situación se dio fundamentalmente en la compra de Norte y Tía y las adquisiciones de Villalonga Furlong y OCA. Estas conclusiones nos llevan a afirmar también que el ordenamiento jurídico actual no es eficiente desde el punto de vista del análisis económico del derecho ya que no existe una norma legal positiva que proteja los intereses de los empleados.

Las motivaciones que creemos llevaron a este fondo de Private Equity a elegir el LBO como herramienta para financiar sus adquisiciones fueron principalmente económicas, aunque también hubo otro tipo de estímulos no racionales en términos de las finanzas conductuales. En cuanto a las razones económicas, la bienvenida al capital trasnacional que se inició en 1989 mediante la modificación de la ley de inversiones extranjeras, un régimen impositivo que alentó y subsidió el endeudamiento de las firmas, una clase empresaria local que se declaró impotente ante el avance de la globalización y una elevada liquidez de las plazas financieras internacionales, ávidas de altos retornos en las economías emergentes, favorecieron la utilización intensiva de esta técnica durante la década del noventa. En cuanto a las razones discutibles o no racionales, creemos que en primer lugar ejerció una notable influencia en Juan Navarro durante su estadía en Nueva York, la *performance* del fondo Kohlberg Kravis Roberts (KKR), pionero del LBO en Estados Unidos, que lo incentivó a imitar o replicar sus patrones de comportamiento respecto a decisiones exitosas de inversión sin poner dinero. A partir de los excelentes resultados conseguidos con los tres primeros fondos de inversión por medio de los cuales se adquirió Ciabasa, Poett San Juan, Argencard, Life-Galeno, Tim y Supermercados Norte, se generó en Navarro el *efecto hubris* motivado principalmente por un exceso de confianza y optimismo en su persona y en su reputación, respecto a que el fondo podía gestionar de manera más eficiente

cualquier empresa objetivo, -que cumpliera con los requisitos que debía contar una empresa para ser comprada mediante LBO-, y por lo tanto pagaron un precio muy alto por lograr tal cometido. También como efecto heurístico que influyó en el comportamiento y en las decisiones de inversión de Juan Navarro podemos mencionar la disonancia cognitiva y la representatividad, entendidas como la tendencia a establecer la probabilidad de un evento mediante la búsqueda de un evento comparable conocido, asumiendo que las probabilidades serán parecidas, sobre todo con el éxito experimentado en las primeras inversiones de los fondos de private equity y la sobrevaluación de inversiones para justificar malas adquisiciones.

La recesión económica acaecida durante los últimos cuatro años previos a la salida de la convertibilidad, la restricción al cómputo de algunos beneficios fiscales y la sanción del impuesto al endeudamiento empresario, puso al LBO en jaque develando de esta manera la fragilidad del sistema y su marginalidad legal. En este sentido, el Exxel terminó malvendiendo algunas empresas, o bien, quedaron en manos de los acreedores por la presión que el feroz endeudamiento ejerció sobre el flujo de caja necesario para cancelar los servicios de la deuda, como fue el caso de Freddo, Fargo, Oca y Musimundo.

Hasta el año 1998, el grupo venía creciendo a pasos agigantados apostando, principalmente, a empresas dedicadas a abastecer el mercado interno; por eso mismo, el impacto que tuvo en su negocio el estancamiento de la economía argentina fue incalculable. Creemos que si la economía argentina hubiera continuado en una fase de expansión y de crecimiento de su PBI, probablemente Juan Navarro hubiera sido luego Ministro de Economía de la Nación. Recordemos que el Grupo Exxel llegó a ser el segundo mayor empleador de la Argentina con 70 empresas que facturaban 3.900 millones de dólares. El fondo canalizó en diez años inversiones por 5200 millones de dólares y en poco más de cinco años constituyó un conglomerado económico que a otras familias -como a los Rocca con Techint o a los Pagani con Arcor- les llevó décadas de trabajo. Más allá de los errores y la soberbia con la que siempre se manejó Navarro, está claro que terminó pagando con el fracaso de su modelo de negocios la recesión que vivió el país entre 1998 y 2002.

Con la salida de la convertibilidad y posterior devaluación, se hizo necesario reestructurar los pasivos corporativos y se instaló un régimen rígido de control de cambios que pudiera ponerle una cota a los capitales especulativos. De esta manera los inversores perdieron interés en el mercado financiero argentino y las operaciones de LBO brillaron por su ausencia. Esto explica por qué, durante el segundo decenio de nuestra investigación, no se realizaron adquisiciones financiadas mediante apalancamiento financiero, salvo la adquisición de las acciones de YPF S.A. por parte del Grupo Petersen, que por sus características –pago de deuda mediante elevados dividendos en efectivo- la asimilamos a la categoría de un LBO.

Por lo tanto, ante la imposibilidad de poder realizar una comparación homogénea entre transacciones durante los dos períodos (1993-2002 y 2002-2013), podemos concluir que este fenómeno fue propio y exclusivo de la década de los noventa. Las condiciones favorables que se generaron para el arribo de capitales extranjeros, a través de la modificación de algunas leyes, y las medidas macroeconómicas que impulsó el gobierno en aquella época, generaron verdaderos incentivos para el surgimiento de fondos de inversión que adquirieron empresas locales, públicas y privadas, bajo este mecanismo.

Para finalizar estamos en condiciones de afirmar que la compra de empresas a través del apalancamiento financiero es un instrumento que, bajo ciertas circunstancias permite agregar valor a la firma *target* y a sus accionistas. Para evitar errores en su implementación, es importante que todos los actores involucrados actúen de buena fe, como buenos hombres de negocios y se permitan evitar conductas que generan ineficiencias como la *selección adversa*, ocultando cierta información relevante durante el proceso de *due dilligence*, o el verdadero riesgo del proyecto para obtener el financiamiento a una menor tasa de interés; o de *riesgo moral*, maximizando el agente sus propios intereses a expensas del principal como consecuencia de su mayor acceso a la información. La posibilidad de que, tanto compradores como vendedores, adopten comportamientos oportunistas, atenta directamente contra el objetivo central de crear valor que persiguen las firmas cuando se integran.

Que tengamos casos de compañías adquiridas mediante compras apalancadas que hayan entrado en cesación de pagos a principios de los años 2000, no significa ello que la situación de insolvencia se haya generado por la técnica *per se*, sino producto de su incorrecta utilización en compañías que no reunían ciertas características patrimoniales y financieras, y como consecuencia del crack económico que generó en los balances de las firmas la salida de la convertibilidad, madre del LBO en la Argentina.

## 5. BIBLIOGRAFÍA UTILIZADA

Akerlof, George A. (1970). **The market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism.** Quarterly Journal of Economics; Vol.84, No. 3, United States.

Arzac, Enrique R. (1992). **On the Capital Structure of Leveraged Buyouts.** Financial Management; ABI/INFORM Global.

Barber, Brad M.; Odean Terrance. (2001). **Boys will be boys: Gender, overconfidence and common stock investment.** The Quarterly Journal of Economics, Vol. 116, No. 1, United States.

Brealey, Richard A.; Myers Stewart C.; Allen Franklyn. (2006). **Principios de Finanzas Corporativas.** Editorial Mc Graw Hill, España.

Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan. (2002). **Investments.** McGraw Hill, Nueva York, United States.

Bruner, Robert F. (1988). **The Use of Excess Cash and Debt Capacity as a Motive for Mergers.** The Journal of Financial Quantitative Analysis, Vol. 23, No. 2.

Bruner, Robert F. (2004). **Applied Mergers & Acquisitions.** New Jersey, USA. Wiley Finance.

Cesaretti, Oscar D. (2001). **El Apalancamiento Financiero (compra del paquete accionario con bienes de la propia sociedad) y el caso Aerolíneas.** Buenos Aires, Editorial Errepar.

Coase, Ronald. (1937). **The Nature of the Firm.** Economica. New Series. Vol. 4. No. 16. Ext. de <http://www.colorado.edu/ibs/eb/alston/econ4504/readings>.

Correa, Rubén. (1996). **Para el Grupo Exxel crear valor es el menor negocio.** Diario La Nación, edición impresa, Buenos Aires, Argentina. Extraído en marzo 2015 de <http://www.lanacion.com.ar/170448-para-el-grupo-exxel-crear-valor-es-el-mejor-negocio>.

Comisión Nacional de Defensa de la Competencia. Extraído en marzo 2015 de <http://www.mecon.gov.ar/cndc/home.htm>.

CPA FERRERE. (2014). **M&A en América Latina: Evolución y Perspectivas.** Montevideo, Uruguay.

Cruz Manzano, María. (2007). **La evolución de las operaciones LBO y su financiación: Posibles implicaciones para la estabilidad financiera.** Revista Estabilidad Financiera Nro. 13, Banco de España. Extraído de <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/IEF200713-2.pdf>

Damodaran, Aswath B. (sin mención de año). **The Promise and Peril of Real Options**. New York Stern School of Business. Extraído en marzo 2015 de <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/realopt.pdf>.

Damodaran, Aswath. (2009). **Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges**. Stern School of Business, New York University.

De Bondt, Werner F. M; Thaler, Richard. (1982). **Does the market overreact?**. The Journal of Finance Vol. 40, No. 3, United States.

Deloitte Financial Advisory Services. (2015). **Mercado de Fusiones y Adquisiciones para Latinoamérica**. Extraído de [www.deloitte.com/ar](http://www.deloitte.com/ar).

Du Boff, Richard B.; Herman, Edward S. (1989). **The promotional-financial dynamic of Mergers movements: a historical prospective**. Journal of Economic Issues, Vol. 23, United States.

Ernst & Young. (1994). **Mergers & Acquisitions**. John Wiley & Sons Inc., USA.

Estevez García, Pablo. (2008). **El Método de Valoración por Múltiplos**. Colección Finanzas F-4. Extraído en diciembre 2012 de <http://pablogarciaestevez.com/CF%20%20EI%20metodo%20de%20Valoracion%20por%20Multiplos.pdf>.

Ferrer, Patricia. (2003) **La compra apalancada del paquete accionario (leverage buy out) Efectos en el supuesto de cesación de pagos de la sociedad**. RDCO 2003-605. Lexis N° 0021/000307.

Festinger, Leon; Riecken, Henry; Schachter, Stanley. (1956). **A theory of cognitive dissonance**. Harper-Torch books, United States.

Gandhok, Tejpavan; Dwivedi, Anurag; Lal, Jatin. (2001). **Evaluating Mergers and Acquisitions, How to avoid overpaying**. Stern Steward Research, India. Vol. 3, Issue 8.

Gorton, Gary; Kahl, Matthias; Rosen, Richard J. (2009). **Eat or be eaten: a theory of mergers and firm size**. The Journal of Finance, Vol. 64, United States.

Gregoriou, Greg N.; Renneboog, Luc. (2007). **International Merger and Acquisition activity since 1990, Recent Research and Quantitative Analysis**. Burlington. Elsevier Finance.

Gugler, Klaus; Yurtoglu, Burcin B. (2008). **The Economics of Corporate Governance and Merger**. Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, United Kingdom.



Hartford, Jarrad. (1999). **Corporate Cash Reserves and Acquisitions**. Journal of Finance, Vol. 54, No. 6, United States.

Holstrom, Bengt; Kaplan Steven N. (2001). **Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s**. Journal of Economic Perspectives, Vol. 25, No. 2.

Infobae Profesional. (2013). **Argentina es un terreno cada vez "menos fértil" para adquisiciones y fusiones de empresas**. Extraído en mayo 2015 de [http://www.iprofesional.com/notas/164189-Argentina-es-un-terreno-cada-vez-menos-frtil-para-adquisiciones-y-fusiones-de-empresas?page\\_y=1401](http://www.iprofesional.com/notas/164189-Argentina-es-un-terreno-cada-vez-menos-frtil-para-adquisiciones-y-fusiones-de-empresas?page_y=1401).

Javanovic, Boyan; Rousseau, Peter L. (2002). **The Q-Theory of Mergers**. NBER Working Paper No. w8740. Extraído de <http://ssrn.com/abstract=298264>.

Jelonche, Edgar I. (1998). **Ponencia: "La adquisición del control accionario a costa de la sociedad controlada"**. VII Congreso Argentino de Derecho Societario y III Congreso Iberoamericano de de Derecho Societario y de la Empresa.

Jensen, Michael C. (1986). **Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers**. American Economic Review, Vol. 76, No. 2, United States.

Jensen, Michael C. (1989). **Eclipse of the Public Corporation**, Harvard Business Review, Vol. 76, pp. 61-74. Extraído en febrero 2015 de <https://hbr.org/1989/09/eclipse-of-the-public-corporation>.

Kahneman, Daniel. (2003). **Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics**. The American Economic Review, Vol. 93, No. 5, United States.

Kahneman, Daniel; Tversky, Amos. (1974). **Judgment under uncertainty: Heuristics and biases**. American Association for the Advancement of Science, New Series, Vol. 185, No. 4157, United States.

Kahneman, Daniel; Tversky, Amos. (1979). **Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk**. Econometrica, Vol. 47, No. 2, United States.

KPMG. (1999). **Unlocking Shareholder Value: The Keys to success**, London, England. Mergers & Acquisitions Global Research Report. Extraído en febrero 2015 de [www.stern.nyu.edu](http://www.stern.nyu.edu).

Krause, Martín (2002). **La Teoría del Agente y el Principal en la Estructura de la Empresa**. Argentina, ESEADE, Libertas N° 33.

Kulfas, Matías. (2001). **El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas. Factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de capital local**, CEPAL, Santiago de Chile, Chile.

Libio de los Ríos, Victor. (2011). **Las principales olas o ciclos de fusiones y adquisiciones desde finales del siglo XIX hasta la actualidad**, Economía Informa N° 367, México. Universidad Nacional Autónoma de México.

López Dumrauf, Guillermo. (sin mención de año). **La compra apalancada de empresas (leveraged buy out), Nota de Clase N°5**. Curso Fusiones y Adquisiciones, MFIN, Universidad del CEMA.

López Dumrauf, Guillermo L. (2003). **Finanzas Corporativas**. Primera Edición. Editorial Grupo Guía.

López Lubian, Francisco. (2004). **Cuándo Utilizar Opciones Reales para Completar el Valor de una Decisión**. España. Ediciones Deusto. Referencia N° 2102.

Malburg, Chris. (2000). **Value Creation: Vertical Integration**. Revista Industry Week, USA.

Markowitz, Harry M. (1959). **Portfolio Selection Efficient Diversification of Investments**. John Wiley & Sons, Inc., New York, United States.

Martynova, Marina & Renneboog, Luc. (2005). **Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives**. TILEC Discussion Papers No. 2005-107. Tilburg, Netherlands.

Mascareñas Perez-Iñigo, Juan. (2005). **Fusiones y Adquisiciones de Empresas**. Madrid: Mc Graw Hill.

Miletti, Mabel; Berri, Ana M.; Fanucci, Graciela. (2004). **El Valor de la Empresa y la Contabilidad**. Instituto de Investigaciones Teóricas y Aplicadas. Escuela de Contabilidad de la Universidad Nacional de Rosario. Extraído de <http://www.fcecon.unr.edu.ar/investigacion/jornadas/archivos/miletielvalorempresa.PDF>.

Modigliani, Franco; Miller, Merton H. (1958). **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**. The American Economic Review. Vol. 48, United States.

Mullainathan, Sendhil; Thaler, Richard H. (2000). **Behavioural Economics**. Working Paper 7948. National Bureau of Economic Research, Massachusetts, United States.

Müller-Stevens, Günter. (2000). **Fusionen: Gefährliche Spiele**. Manager Magazine 3/2000, Germany.

Nishtat, Silvia; Maas Pablo. (2000). **El Cazador: La Historia Secreta de Los Negocios de Juan Navarro y El Grupo Exxel**. Editorial Planeta-Espejo de la Argentina, Buenos Aires, Argentina.

Posner, Richard A. (2003). **Economic Analysis of Law**. Aspen Law & Business, sixth edition, New York, United States.

PriceWaterhouseCoopers (2007). Informe de M&A. Extraído en diciembre 2012 de [www.pwc.com.ar](http://www.pwc.com.ar).

Revista Apertura. (1999). **Sepa cómo hacer para que su empresa la compra el Exxel Group**. Edición N° 78, Buenos Aires, Argentina.

Revista Apertura. (2004). **Sepa quién puede comprar su Empresa**. Edición N° 138, Buenos Aires, Argentina.

Revista Apertura. (2009). **Cazadores de Negocios**. Edición N° 190, Buenos Aires, Argentina.

Rodriguez Peluffo, Damián. (2006). La toma de control de sociedades abiertas. Editorial Ábaco de Rodolfo Depalma, Buenos Aires.

Roll, Richard. (1986). **The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers**. Journal of Business, Vol. 59, No.2, United States.

Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffery. (2005). **Finanzas Corporativas**. Editorial Mac- Graw Hill, México, Séptima Edición.

Sacroisky, Ariana. (2006). **La Inversión Extranjera Directa en la Post-Convertibilidad: Principales tendencias en un nuevo patrón de crecimiento**. Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina, Documento de Trabajo N° 12, Buenos Aires.

Scharfstein, David S.; Stein Jeremy C. (1990). **Herd Behavior and Investment**. The American Economic Review. Vol. 80, Issue 3, United States.

Shefrin, Hersh. (2005). **Behavioural Corporate Finance**. McGraw-Hill Education, United States.

Sherman, Andrew J.; Milledge, Hart A. (2006). **"Mergers & Acquisitions form A to Z"**. Amacom Div. Management Association, Ed. 2, United States.

Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1988). **Value Maximization and the Acquisition Process**, Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 1, University of Chicago, United States.

Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (2003). **Stock Market Driven Acquisitions**. Journal of Financial Economics, Vol. 70, United States.

Skiarky, Enrique; Cesaretti, Oscar. (2001) **La compra apalancada a través de la fusión de la sociedad controlante y controlada**. Ponencia del VIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IV Iberoamericano de Derecho Societario y la Empresa, Rosario.

Sudarsanam, Sudi. (2003). **Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges**. England. Prentice Hall/Financial Times.

Taub, Stephen. (2003). **MVPs of MVA: Which companies created the most wealth for shareholders last year? Enter MVA**. CFO Magazine in: [Http://www.cfo.com/article.cfm/3009758?f=search](http://www.cfo.com/article.cfm/3009758?f=search).

Thomson Reuters (2010). **Mergers & Acquisitions Review**. Extraído en enero 2015 de <http://dmi.thomsonreuters.com>.

Thomson Reuters (2012). **Mergers & Acquisitions Review**. Extraído en enero 2015 de <http://dmi.thomsonreuters.com>.

T.J.A. Nouwen. (2011). **M&A waves and its evolution throughout history**. Thesis. Pag.7. Tilburg University.

Turner, Taos. (2012). **Los Eskenazi, la familia que apostó en grande y perdería en grande con YPF**. The Wall Street Journal Américas, Diario La Nación edición electrónica, Buenos Aires, Argentina. Extraído de <http://www.lanacion.com.ar/1466564-los-eskenazi-la-familia-que-aposto-en-grande-y-perderia-en-grande-con-ypf>.

Vance, David E. (2003). **Financial Analysis and Decision Making: Tools and Techniques to Solve Financial Problems and Make Effective Business Decisions**. Blacklick, USA. McGraw Hill Professional.

Van Thienen, Pablo A. (2008). **Compra apalancada de acciones: Marofa no es un LBO**. CEDEF Law & Finance, Working Paper N° 22/2008, Buenos Aires. Extraído en mayo 2015 de <http://www.cedeflaw.org/pdfs/201111612400-33.pdf>.

Varian, Hal R. (1993). **Microeconomía Intermedia**. Antoni Bosch Editor, Barcelona, España.

Vega Fernández, Javier. (2004). **Los Sistemas de Creación y Medición del Valor**. Ediciones Deusto, España.

Verón, Alberto V. (1997). **Los Balances: Tratado sobre los Estados Contables**. Editorial Errepar, Buenos Aires.

Verón, Alberto V. (2007). **Sociedades Comerciales Ley 19.5550, Comentada, Anotada y Concordada**. Tomo I, Editorial Astrea, Buenos Aires, Argentina.

Williams, John B. (1997). **The Theory of Investment Value**. Fraser Publishing Co, United States.

Young, David S.; O'Byrne, Stephen F. (2000). **EVA® and Other Value-Based Management: A practical Guide to Implementation**. Mc-Graw-Hill, United States.

