

2016

## Economía de la compra apalancada: ¿creación de valor o insolvencia inducida? Análisis del caso argentino

Sebastián Soneyra

Follow this and additional works at: <http://laijle.alacde.org/journal>

---

### Recommended Citation

Soneyra, Sebastián (2016) "Economía de la compra apalancada: ¿creación de valor o insolvencia inducida? Análisis del caso argentino," *The Latin American and Iberian Journal of Law and Economics*: Vol. 2: Iss. 1, Article 3.  
Available at: <http://laijle.alacde.org/journal/vol2/iss1/3>

This Article is brought to you for free and open access by The Latin American and Iberian Journal of Law and Economics. It has been accepted for inclusion in The Latin American and Iberian Journal of Law and Economics by an authorized administrator of The Latin American and Iberian Journal of Law and Economics.

## **Economía de la compra apalancada: ¿creación de valor o insolvencia inducida? Análisis del caso argentino**

Sebastián Soneyra\*

**Resumen:** El presente artículo pretende en primer lugar realizar una revisión integral de las principales características, modalidades, estructura de capital y financiación que puede adoptar la compra apalancada de empresas, desde la óptica del ordenamiento jurídico vigente en Argentina, para luego concentrarme 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 cierto tipo de compañías *target*, con cambios en el *management* y el control, y dentro de un contexto macroeconómico determinado, genera verdaderos incentivos que permiten maximizar el valor de todas las partes involucradas en este proceso (empresa, accionistas, empleados y acreedores), o bien, si por la enorme carga de deuda que se le inyecta a la empresa adquirida, conduce inevitablemente a la quiebra.

Para esta investigación me apoyaré en categorías de las finanzas modernas surgidas de la escuela de economía neoclásica y, a través de una nueva corriente denominada finanzas conductuales, desarrollada a partir de las teorías de la escuela conductual que asume la ineficiencia de los mercados y la irracionalidad de sus actores y desarrolla modelos en base al comportamiento real de las personas. El análisis se centrará sobre transacciones realizadas en Argentina con compañías cerradas durante el período 1993-2013, con el objeto de demostrar que el uso adecuado de este 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

---

\* Magister en Finanzas, Universidad Nacional de Rosario, y Magister en Derecho y Economía, Universidad Torcuato Di Tella. Profesor de la Maestría en Finanzas de la Escuela de Negocios de la Universidad Torcuato Di Tella.

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 la utilización de “Leverage Buy Out” lleva necesariamente a la compañía controlada a una situación de insolvencia.

Por último a través de la revisión del marco normativo actual que regula la figura y del análisis de la jurisprudencia de los casos más resonantes, 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, endeudamiento, insolvencia, eficiencia, finanzas conductuales, gerenciamiento y control, Grupo Exxel.

## I. INTRODUCCIÓN

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 de empresas, o su expresión anglosajona *Leverage Buyout* (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. 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 instauración de la convertibilidad 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 compañías, 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.

El abordaje de esta técnica de financiamiento nos embarca en una tarea a menudo 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, proveedores y consumidores, las partes más desprotegidas en este proceso, ante una eventual situación de cesación de pagos.

A fin de proporcionar un hilo conductor a este trabajo, partiremos desde un enfoque eminentemente conceptual acerca de 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 está por detrás de esta figura, y el análisis de algunos casos resonantes de la jurisprudencia en Argentina respecto a la licitud del uso de esta herramienta.

Por último nos sumergiremos 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 realizadas en Argentina, poder concluir si la utilización del LBO, en organizaciones con ciertas características y cambios en su control, dentro de un contexto macroeconómico determinado, puede incrementar 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 advertir la conveniencia de su utilización en determinados entornos y el desarrollo de un *deal* exitoso.

## II. LA COMPRA APALANCADA O *LEVERAGE BUYOUT*

### A. *Introducción*

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 buyout* (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 aquella (Sherman & Milledge, 2006, p. 123).<sup>2</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 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 Edgar Jelonche (1998, p. 507) en los siguientes términos:

---

<sup>2</sup> “*Leverage Buy Out is a transaction in which capital borrowed from a commercial lender is used to fund a large portion of the purchase. Generally, the loans are arranged with the expectation that the earnings of the business will be easily repaid the principal and interest...*” (Sherman & Milledge, 2006, p. 123).

*el adquirente- que puede ser el grupo gerencial (management), otra sociedad o alguien dedicado a este negocio, compra una gran parte, 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 (2001, p.275), 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 (2005, p. 178):

*cuando uno adquiere un inmueble, y solicita a un banco un préstamo con garantía hipotecaria, la deuda termina siendo garantizada con el mismo activo que uno adquiere. En el ejemplo descrito, 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 adquisición. De allí se infiere la importancia de describir cada una de las diversas modalidades a través de las cuales el LBO puede ser llevado a cabo.

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 trasladado al patrimonio de la sociedad adquirida.

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

Una tercera variante de LBO tiene como protagonista a los directivos de la target company. En este supuesto se habla de *Management Buyout* (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 Buyin* (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 *Buyin Management Buyout* (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 Buyout* (en adelante FBO), cuando el control de la sociedad es adquirido por algunos componentes del núcleo familiar, ya titulares de una participación relevante; *Corporate Buyout* (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 Buyout* (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 patrón común: la deuda que contrae la sociedad adquirente debe ser satisfecha con recursos (flujos de caja o activos) propios de la target.

### ***B. Componentes de un LBO***

Conforme lo analizado hasta el momento, el LBO constituye 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 forman parte de la operación.

La organización y estructura de este tipo de transacciones 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. En general, el vendedor tratará de obtener una prima lo más alta posible sobre el valor de mercado de las acciones. El precio de las acciones en el mercado refleja su valor cuando se negocian pequeñas cantidades. Cuando se busca comprar una gran cantidad el precio aumenta, debido a que hacerse del control de paquetes significativos requiere una prima, denominada "*prima de control*". 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 con el cambio en la forma que la firma es gerenciada.

En tercer lugar tenemos a los inversores privados que, con el objeto de constituir un fondo de riesgo para hacerse de las acciones de la firma, aportan dinero o recursos no propios gestionados 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 (Cruz Manzano, 2007, p. 39).

Son los denominados "*limited partners*" quienes 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.

Por último son también 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.

El financiamiento puede tomarse de diferentes fuentes y tener caracteres disímiles. Se denominará *deuda principal o senior* a aquella que proporciona a los 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 transacción, 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 el inicio 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 identifican, 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 bajo la forma de “*Collateralised Debt Obligations*” (CDOs), técnica que consiste en emitir o titularizar deuda, tomando como colateral la deuda adquirida. Este proceso de transformación de “*una deuda en otra*” implica cambios en los perfiles de riesgo y, por tanto, diferencias entre los ratings del colateral y los ratings de la nueva deuda emitida, mejorando la accesibilidad a este tipo de mercados de un conjunto más amplio de inversores.

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. Las mismas consisten en el otorgamiento de financiación para la posterior transferencia de los riesgos a otros agentes y mercados. De esta forma, dicho préstamo 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.

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

Según Juan Mascareñas Pérez-Iñigo (2005, pp. 181-182) 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 trascendentes 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 trae 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.

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. Sin embargo, este extremo debe ser cuidadosamente analizado dado que si estas variables no son producto de un adecuado estudio, 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 trazado por la firma al momento de la adquisición.

#### ***D. 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 normas singulares de

la Ley N° 19.550 (en adelante LSC). 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° 248 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 me 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 tengo 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 que la financiación de la compraventa de acciones en condiciones gravosas 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 (2001, p. 266) 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 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 (1998, p. 551) 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).

Tampoco 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 a irregularidades o incumplimientos por parte de los accionistas de la firma, ya que su responsabilidad se encuentra limitada a los aportes integrados.

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>3</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 accionistas no haber capitalizado la sociedad en forma adecuada, obligación que les 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

---

<sup>3</sup> “Arancibia, Nora y Otro vs. Rodriguez, Ricardo Marcos y otro”, Cámara Nacional de Apelaciones del Trabajo, Sala III, 22/09/08. *La Ley* 2008-F. 529.

beneficio de la limitación de la responsabilidad, quedarán impedidos de accionar con él o los patrimonios particulares de sus socios.

En la actualidad 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. El Artículo 1° 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, Alberto Verón (1997, p. 389) 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.

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.

### ***E. Análisis Jurisprudencial***

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

Uno de los procesos más destacados 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 inadmisibile 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 Inc.

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% 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 concurren 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 (Van Thienen, 2008). 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.

### III. ECONOMÍA DE LA COMPRA APALANCADA

#### A. Economía 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 analizan 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 en *equity* 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.

Por otra parte es importante destacar que la deuda, como vehículo de financiación, tiene dos beneficios clave respecto al capital. En primer lugar el interés abonado sobre la deuda es deducible del impuesto a la renta mientras que los dividendos no lo son. Por lo tanto cuanto mayor sea la tasa del impuesto, mayor es el beneficio fiscal que se genera por la utilización del endeudamiento por sobre el capital. En segundo lugar el uso de la deuda induce a los gerentes a ser más disciplinados en la elección de proyectos de inversión. Es decir, gerentes de compañías que se financian enteramente con capital y con flujos de fondos fuertes, tienen tendencia a relajarse. Si el proyecto sufre algún revés, los administradores pueden ocultar su fracaso en virtud de los abultados flujos de caja operativos. Si los mismos gerentes tuvieran que usar deuda para financiar sus proyectos, es poco probable que proyectos malos pasen inadvertidos dado que

podrían generar problemas financieros y conducir a la firma a una situación de insolvencia. Por lo tanto la deuda genera mayor disciplina y prudencia en el *management* a la hora de realizar una inversión

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 ventas 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.

Damodaran (2008, p. 17) dice que para determinar el ratio óptimo de endeudamiento de una firma no debemos concentrarnos en el valor de mercado o en las perspectivas de crecimiento de una firma, sino en la estabilidad y predictibilidad de sus flujos de caja. Por lo tanto, las empresas que mejor se adaptan a grandes volúmenes de apalancamiento financiero, serán aquellas con negocios maduros o en declive y que cuentan con grandes y confiables flujos de efectivo.

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 con los reclamos en contra

de dicho flujo, el foco debe necesariamente 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 (1958, pp. 261-297) 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. Los autores sugieren que los costos vinculados con la insolvencia, es decir, los costos asociados a la reorganización de los activos financieros cuando el valor de la empresa cae por debajo del de su deuda, contrarrestan 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 costos 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.

Como mencioné anteriormente, la bancarrota implica dos tipos de costos: los costos de la quiebra *per se* (honorarios de abogados y gastos judiciales) y los costos indirectos, cuyo efecto es devastador, asociados con las consecuencias 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 de agencia asociados al conflicto de intereses entre accionistas y obligacionistas. Los primeros preferirán que la compañía invierta en proyectos riesgosos debido a que pueden lograr mayor *upside* en los resultados, que incrementará el valor del patrimonio de sus firmas. Por el contrario, 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 iniciativa 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 desarrollan. Compañías que posean flujos de caja estables, elevados stocks de activos fijos, alta rotación de inventarios y productos maduros bien posicionados en el mercado, deberían poder mitigar el impacto de dichos costos. En segundo lugar, no debe confundirse las variaciones en los flujos de caja producto de cambios desfavorables en las condiciones del negocio que puedan inducir una situación de insolvencia, con los costos propios del endeudamiento. A mayor carga financiera una firma precisará de un flujo de fondos de mayor envergadura para repagar la amortización de intereses. Por lo tanto resulta necesario e imprescindible tener un flujo de caja operativo superavitario, aún en condiciones desfavorables para la firma, para evitar incurrir en nuevo endeudamiento que conduzca inevitablemente a la quiebra.

### ***B. Economía 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. El premio nobel de economía, Daniel Kahneman (2003) 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.

### **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 con el trabajo De Bondt y Thaler (1982) 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.

También indaga cómo los inversores realizan arbitrajes 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>4</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 (2005) referentes a las conductas humanas que son la causa de los mercados ineficientes:

---

<sup>4</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.

### *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 persona, son cómodas herramientas en la medida que actúan 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 (1974), 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.



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.

e) 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.

#### *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 (1979): 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:

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

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

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 (1979) 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 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 en el próximo capítulo 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 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 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 que los agentes tienen sesgos al momento de interpretar la información y siguen reglas no rigurosas en el proceso de toma de decisiones.

### ***C. Economía del Comportamiento Directivo***

Como se mencionó anteriormente la racionalidad del individuo es acotada, 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 (1970) 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 el caso del mercado de control empresarial y específicamente en las operaciones de LBO, como he mencionado en el capítulo anterior, para que la utilización de dicha técnica sea exitosa la empresa *target* debe reunir ciertas características, entre ellas -flujos de caja libre consistentes y estables, importante nivel de activos fijos y bajo nivel de endeudamiento-, atributos que el vendedor podría llegar a esconder durante el proceso de *due dilligence* para materializar la transacción, o que el inversor podría ocultar a los prestamistas para eliminar el verdadero riesgo del proyecto y así obtener el financiamiento a una menor tasa de interés.

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 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 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 sufrirán cambios. Por lo tanto tienen estímulos a realizar operaciones, tomando muchas veces, más riesgos que los debidos.

#### ***D. Teoría 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 hipótesis 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. Un 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 buyout 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); vender un valor razonable que sea atractivo para vendedor y comprador (equilibrio de Nash).

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 adquiriera 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.

#### **IV. ANÁLISIS EMPÍRICO DE LBO'S DURANTE 1993-2013**

##### ***A. 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, Rockefeller & Co., The Ford Foundation, las Universidades de Princeton, Brown y Columbia, 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, Oppenheimer & Co. 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>5</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.

---

<sup>5</sup> Ver: Revista Apertura. (1999). Sepa cómo hacer para que su empresa la compra el Exxel Group. Edición N° 78, Buenos Aires, p. 7.

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). Después de once años de carrera en el banco, ya poseía el *know how* y los contactos suficientes para intentar por sí mismo lo que mejor sabía hacer.

A Navarro 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.

Según el libro de Naishtat y Maas (2000), 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 originaba, según esos autores, en fondos norteamericanos radicados nominalmente en las Islas Caimán, “paraísos fiscales”, en los que las empresas operan con gran libertad.

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 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.

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. 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. 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 o agente de colocación.

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 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.

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. 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 fueron Blaisten, Havana y Musimundo.

Uno de los cuestionamientos que recibió el grupo fue que el precio de sus ofertas era muy superior a la de sus competidores. El secreto parece haber estado en que el Exxel tuvo la particularidad de poseer una concepción de fondo y actuar como un socio estratégico, dado que fue el *buyout 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 adquirió Tanti, La Florida, Hipermercado Tigre, 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 Lacoste, Paula Cahen D'Anvers, Coniglio, etc.

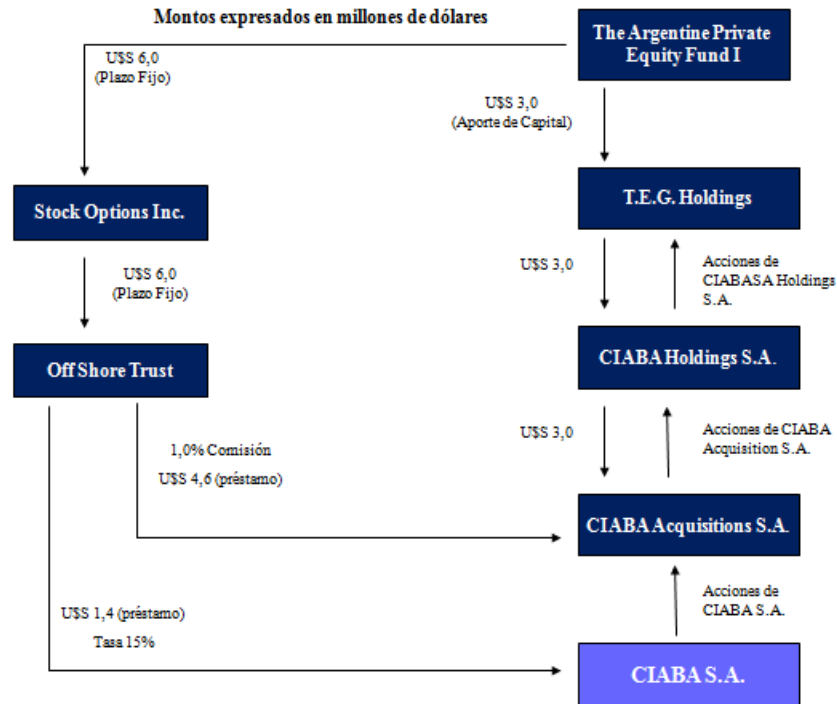
## ***B. La toma de empresas***

### **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 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. 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. 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 describe en el gráfico a continuación:



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. El artículo 77 de la Ley de Impuesto a las Ganancias permite que una empresa que soporte la carga del impuesto se fusione con otra que tiene quebranto impositivo, para de ese modo, dejar de tributar. 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 fusionar Ciaba Acquisitions con Ciabasa, que pagaba impuestos por la sociedad operativa, la nueva empresa resultante de la unión pudo contabilizar a su favor este beneficio impositivo. Dado que la ventaja de este artículo fue utilizada durante muchos años en la Argentina con el objeto de reducir el peso de este tributo, en el año 1998 se modificó el artículo permitiendo la transferencia de los quebrantos luego de dos años de concretada la fusión.

## 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 cuentas no pagadas por los vendedores y 4,5 millones en efectivo.

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. 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.

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 reestructuración 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.

En 1998 el Exxel vendió el 49% de sus acciones en Norte a la cadena francesa Promodés en 420 millones de dólares. 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. Al año siguiente, el Exxel negoció con Promodés la venta de un 2% adicional de Norte a cambio de mantener el gerenciamiento de la cadena hasta el 2002, fecha en que vendió el 49% restante.

### **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 disponía a comprar, se asegura fundamentalmente dos cosas: conseguir que inversionistas del exterior aporten capital y que algún banco le adelanta 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, realizaba la oferta de compra y concretaba la adquisición.

Con la compañía en su poder, el grupo emitía bonos a nombre de la empresa por una cantidad sustancial e hipotecaba todos sus bienes como garantía del pago del bono. Con el dinero obtenido de la emisión de estos bonos de largo plazo, el Exxel cancelaba el crédito puente que le había adelantado el banco para la compra. Luego mediante los flujos de fondos de la empresa adquirida se abonaban no sólo los intereses del bono, sino también las comisiones y honorarios cobrados por el banco que organizaba la emisión del bono. En síntesis compraba una empresa, en gran parte, con el propio dinero de ella. Como las empresas que adquieren suelen además ser rentables, pagaban 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 ayudaban 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, dejaban de pagar el impuesto y comenzaban 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, dueña de La Salteña. 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%. 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 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.

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 artificio de inflar activos, sumando 133 millones de dólares en intangibles.

### ***C. 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.

Se puede 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.

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 Néstor 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.

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. 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.

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.

A partir de 2005 se realizaron en Argentina algunas fusiones y adquisiciones “de oportunidad” vinculadas con la generación de valor y lideradas por transacciones en el sector agroindustrial, la industria del entretenimiento, el real estate y los medios. Los jugadores no fueron 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. El Exxel Group dejó varias de sus compañías en manos de acreedores y continuó realizando inversiones entre 2004 y 2009 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.

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. El otro 50% fue financiado por Repsol, otorgando como garantía, las acciones que el Grupo Petersen acababa de comprar.

Al año siguiente Petersen adquirió otro 0,1% de YPF y en 2011 un 10% adicional, financiando la operación con otro préstamo garantizado de US\$700 millones de un grupo de bancos liderado por Itaú y el Credit Suisse. Repsol aportó otro crédito de unos US\$625 millones (Turner, 2012). 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 transacción se utilizó deuda que, si bien no fue incurrida por la target, se garantizó con los activos netos que se estaban adquiriendo. Como el repago se realizó con enormes 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.



## V. CONCLUSIÓN Y REFLEXIONES FINALES

Luego de haber analizado en profundidad los antecedentes y las motivaciones económicas y no económicas por las cuales los ejecutivos de las empresas deciden integrarse, podemos afirmar que la compra apalancada 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. Conforme a la investigación realizada podemos concluir que 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 variantes 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, y el traslado del costo de adquisición sobre la propia sociedad adquirida, lo cual es la consecuencia de dicho endeudamiento.

Comprender al LBO como negocio orientado al lucro supone conocer siempre el ciclo de la operación, a saber: entrada-salida o inversión-desinversión. Todo LBO se estructura previendo la salida del *LBO Fund*, que debe necesariamente, reportar una ganancia. Desde 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. Recordemos 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.

En un esfuerzo por intentar responder nuestro primer interrogante, podemos afirmar que la compra apalancada permite realmente aumentar el valor de la firma. No es una técnica que puede aplicarse a la adquisición de cualquier compañía ya que puede encontrar limitaciones en aquellas firmas que no tengan capacidad suficiente para poder hacer frente a una carga financiera abultada o en negocios que no están maduros. A medida que los recursos exigibles aumentan en comparación con los recursos propios, tiende a incrementarse el riesgo de insolvencia debido a que se deberá destinar una mayor fracción del flujo de caja operativo para cubrir aquel pasivo. Sin embargo, 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 posible 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 sí 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. Tampoco la compra de Havana donde el Exxel introdujo cambios significativos en el management asumiendo que podían operar la compañía mejor de lo que lo habían hecho sus dueños originales.

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, 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 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 tutele los intereses de los empleados en estos procesos.

Podemos inferir que las motivaciones que 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 no racionales, considero que en primer lugar ejerció una notable influencia en Juan Navarro la *performance* del fondo Kohlberg Kravis Roberts (pionero del LBO en Estados Unidos), durante su estadía en Nueva York, que lo incentivó a replicar sus patrones de comportamiento respecto a decisiones exitosas de inversión. 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 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 destacar 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 similares, en particular con el éxito que experimentó el fondo en la primera etapa, y en 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 en jaque al LBO develando 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 enorme. Con la salida de la convertibilidad y posterior devaluación, se hizo necesario reestructurar los pasivos corporativos y se instaló un régimen 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 esta investigación, no se realizaron compras 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 aseverar que este fenómeno fue 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.

Que hayamos tenido casos de empresas adquiridas mediante compras apalancadas que entraron en cesación de pagos a principios de los años 2000, no hace válido el argumento de que la situación de insolvencia se haya generado por la técnica *per se*, sino producto de su incorrecta utilización en compañías que no reunían determinadas características patrimoniales y financieras, y como consecuencia del crack económico que generó la salida de la convertibilidad, madre del LBO en la Argentina.

## REFERENCIAS

- Akerlof, G. A. (1970). The market for “Lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Cesaretti, O. D. (2001). El Apalancamiento Financiero (compra del paquete accionario con bienes de la propia sociedad) y el caso Aerolíneas. En *Doctrina Societaria y Concursal* (Tomo 12). Buenos Aires: Editorial Errepar.

- Cruz Manzano, M. (2007). La evolución de las operaciones LBO y su financiación: Posibles implicaciones para la estabilidad financiera. *Revista Estabilidad Financiera* 13. Recuperado de <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/07/Fic/IEF200713-2.pdf>
- Damodaran, A. (2008). *The Anatomy of an LBO: Leverage, Control and Value*. New York University, Stern School of Business.
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1982). Does the market overreact?. *The Journal of Finance* 40(3).
- Festinger, L., Riecken, H., & Schachter, S. (1956). *A theory of cognitive dissonance*. US: Harper-Torch books.
- Jelonche, E. 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*. (Tomo 2). Buenos Aires: UADE.
- Kahneman, D. (2003). Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics. *The American Economic Review* 93(5), 1449-1475.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *American Association for the Advancement of Science, New Series* 185(4157).
- (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica* 47(2), 263-292.
- Mascareñas Perez-Iñigo, J. (2005). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*. Madrid: Mc Graw Hill.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review* 48.
- Nishtat, S., & Maas, P. (2000). *El Cazador: La Historia Secreta de Los Negocios de Juan Navarro y El Grupo Exxel*. Buenos Aires: Editorial Planeta-Espejo de la Argentina.
- Revista Apertura. (1999). Sepa cómo hacer para que su empresa la compra el Exxel Group. Edición N° 78, Buenos Aires.
- Shefrin, H. (2005). *Behavioural Corporate Finance*. Irwin: McGraw-Hill Education.
- Sherman, A. J. & Milledge, H. A. (2006). *Mergers & Acquisitions form A to Z* (2nd ed.). Amacom Div. Management Association.

- Turner, T. (2012). Los Eskenazi, la familia que apostó en grande y perdería en grande con YPF. *The Wall Street Journal Américas, La Nación*, Buenos Aires, disponible en la web oficial del periódico de difusión nacional argentino La Nación. Recuperado de <http://www.lanacion.com.ar/1466564-los-eskenazi-la-familia-que-aposto-en-grande-y-perderia-en-grande-con-ypf>
- Van Thienen, P. A. (2008). Compra apalancada de acciones: Marofa no es un LBO. *CEDEF Law & Finance*, Working Paper N° 22/2008. Recuperado en mayo 2015 de: <http://www.cedeflaw.org/pdfs/201111612400-33.pdf>.
- Verón, A. V. (1997). *Los Balances: Tratado sobre los Estados Contables*. Buenos Aires: Errepar.

