



# La nueva ola de las M&A

Con menos glamour que las privatizaciones y las compras de los años '90, vuelven los cambios de dueños para las empresas argentinas. Las preferidas son las de mayor deuda.

Por: José del Río.  
Ilustración:  
Guido Dellamea.

Primero fueron las privatizaciones, luego el *raid* de compras que encararon a mediados de los '90 las grandes empresas internacionales, ahora es el momento de la tercera ola de fusiones y adquisiciones (M&A, en la jerga) acelerada por los retazos de un país en *default*. Los grupos europeos o estadounidenses ya no conquistan, sino que venden. En tanto, los inversores argentinos y de América latina volvieron al ruedo.

En el primer semestre, se cerraron operaciones por US\$ 650 millones. El 75 por ciento de las transacciones coinciden en adquirentes locales —principalmente, Southern Cross, el fondo presidido por Norberto Morita; Coinvest, liderado por el ex Citi Martín Ruete, y Pegasus Capital, integrado por un *pool* de cinco directores y, también operadores regionales, como los mexicanos Bimbo y el magnate Carlos Slim.

“Hoy, los únicos grupos estratégicos dispuestos a invertir son firmas de la región, que asumen el riesgo de su apetito por los mercados emergentes”, comenta Mario Quintana, *managing director* de Pegasus Capital, el fondo que se quedó con Musimundo. La tendencia se encua-



## Los principales cambios de manos de 2003

Empresa	Vendedor	Comprador	Monto	Principal actividad
CTI Móvil	Coinvest	Telmex (México)/ Techint y Coinvest (Arg)/ Deutsche Bank (Alemania)	US\$ 250 millones en deuda	Telecomunicaciones
CGC	Grupo Soldati	Southern Cross (Arg)	US\$ 220 millones	Energía
Musimundo	Citibank, Banco Galicia, Sociéte Générale y Río	Pegasus (Arg)	\$ 100 millones en deuda	Retail
Fargo	Deutsche Bank	Promecap/Bimbo (México)	US\$ 27 millones en deuda	Panificadora
Yacimiento Agua Rica	BHP Billiton	Northern Orion Explorations (Canadá)	Paga US\$ 12,6 millones por 72% del paquete accionario. Ya controlaba el 28%	Yacimiento de cobre, oro y molibdeno en Catamarca
Dial	Dial	Southern Cross (Arg)	Sin datos	Limpieza
Interbaires	Deutsche Bank	London Supply (Arg)	Sin datos	Free shops
Vitamina	En remate	Aldo Navilli (Arg)	\$ 700.000	Indumentaria
GRD	Garovaglio y Zorraquín	Coinvest (Arg)	US\$ 500.000	Curtiembre
Kestrel	Kestrel	Iron Mountain (Estados Unidos)	Fusión por absorción, canje de acciones	Administración de documentos
Audiotel	Grupo Clarín	Prosodie	Sin datos. Incluye 50% del paquete accionario	Servicios de audiotexto y organización de concursos
Tower Records Argentina	Cóndor Ventures	The Mouse Company, Fénix Entertainment y Fernando Sokolowicz	Sin datos. La empresa está en concurso y se traspasó la licencia	Retail
Minera Alumbreira	MIM	Xstrata (Suiza)	Operación internacional por US\$ 2.950, incluye 50% de la firma local	Minería
Nieto Senetiner (40%)	CPDQ Mercosur	Molinos	US\$ 4,5 millones	Bodega
Tapiz	Kendall Jackson	Grupo local	US\$ 1,2 millón	Bodega
Fausto	Grupo Prisa	Cúspide	Sin datos	Librerías
Banco de Santa Fe	Fideicomiso administrado por el ABN	Banco de San Juan	\$ 133 millones	Financiero
Emergencias Cardio Coronarias (Ecco)	Grupo de gerentes	Swiss Medical	Sin datos	Emergencias Médicas
Banco Meridian (porcentaje minoritario)	Meridian	Belenus (Richard Handley)	Sin datos	Banco
Lufkin Argentina (50%)	Baker Hughes	Lufkin Industries (Estados Unidos)	Sin datos	Productora de equipos de bombeo de crudo
Milagro	Albert Fisher Group	Citricola San Miguel	US\$ 50.000 y asunción de deuda	Citricola de Uruguay
La Salamandra (50%)	Javier González Fraga	Cristina Miguens	US\$ 2 millones	Fabricante de dulce de leche. Con la operación ya tiene 90% del paquete

Fuente: APERTURA.

## Crece los jugadores regionales

Las firmas de América latina ganan espacio en el negocio de las fusiones y adquisiciones. En millones de US\$



(\*) Acumulado hasta mayo de 2003. Fuente: Thomson Financial.

dra en un nuevo marco global. “En los ’90, los países de alto potencial de crecimiento, como por entonces era la Argentina, se convertían en destinos de inversión imprescindibles para los principales grupos. Ahora, la situación es distinta: buscan evitar los riesgos de mercados volátiles”, grafica Pablo Taussig, director de MBA Banco de Inversiones.

El negocio ya no depende del flujo de

capitales proveniente del norte: en el primer semestre, inversores latinoamericanos gastaron US\$ 6.500 millones. La cifra es un 62,5 por ciento de las M&A de la región, según Thomson Financial. El nivel más alto en diez años.

“Hay una recuperación de la actividad, sobre todo por un proceso de ventas forzadas por la crisis y las estructuras de ca-



pital desbalanceadas tras el cambio de reglas de juego”, explica Quintana.

La avanzada de los grupos regionales había dado su primer paso en 2002, cuando dos clásicos argentinos cambiaron por la camiseta *verde-amarela*. Petrobras se quedó con 58,62 por ciento de Perez Companc, tras desembolsar US\$ 1.027 millones. En tanto, AmBev compró el 37,5 por ciento de las acciones y el 36 por ciento de los votos de Quinsa, dueña del 85 por ciento de Quilmes. Puso US\$ 350 millones en *cash* y activos del grupo en la región. Sin embargo, apenas fueron dos operaciones de un 2002 agónico, con sólo 50 *deals*.

### Cuanto peor, mejor

En esta tercera ola, las empresas atractivas no son, como ocurría en los ’90, las marcas fuertes y ordenadas financieramente, sino las que están agobiadas por las deudas. Musimundo, Compañía General de Combustibles (CGC), CTI Móvil y Fargo, las cuatro más grandes transacciones de este año, suman pasivos por US\$ 1.430 millones. Sin embargo, eso no les impidió conseguir nuevo dueño. Sobre todo, porque el alto nivel de endeu-

## Las fusiones globales siguen en caída libre

La euforia corporativa mundial de fines de los ’90, cuando todos los meses se rompían récords de fusiones y adquisiciones, lleva ya dos años deprimida, y los datos sobre la primera mitad de 2003 no son alentadores. Entre enero y junio, 8.563 empresas cambiaron de manos total o parcialmente, y el monto de esas operaciones sumó un total de US\$ 494.659 millones. Se trata del nivel más bajo desde 1997, según una investigación de Bloomberg. La cifra representa una disminución del 11,6 por ciento respecto del mismo período del año pasado, en el que el volumen de compra-venta de compañías había llegado a los US\$ 559.400 millones. Según el informe, la desaceleración económica y la mala performance de las principales Bolsas del mundo han condicionado el mercado de fusiones y adquisiciones. La principal venta en lo que va de año es el rescate que hizo el gobierno de Japón del banco Resona, US\$ 16.635 millones mediante. El segundo lugar corresponde a la fusión entre las italianas Olivetti y Telecom (aunque ya pertenecían al grupo Pirelli), por US\$ 16.474 millones, mientras que el tercero fue para la unión entre las petroleras rusas Yukos y Sibneft, que creó el cuarto jugador del sector. Por regiones, Europa se mantuvo al tope. Los países del Viejo Continente registraron movimientos por US\$ 233.254 millones, frente a los US\$ 210.521 millones de Estados Unidos y a los US\$ 154.663 millones de operaciones intercontinentales.

### Top ten mundial en el primer semestre

En millones de US\$

Monto	Empresa	Comprador	País
1 • 16.635	Resona Holding	Estado	Japón
2 • 16.474	Telecom Italia	Olivetti	Italia
3 • 11.070	Sibneft	Yukos	Rusia
4 • 9.178	D/S 1912	A.P. Moller-Maersk	Alemania
5 • 6.698	Wella	Procter & Gamble	Estados Unidos
6 • 6.578	General Motors-Hughes	News. Corp	Estados Unidos
7 • 6.458	Nichimen Corporation	Nissho Iwai Corp.	Japón
8 • 6.122	Biogen	Idec Pharmaceuticals	Estados Unidos
9 • 5.690	Concord EFS	First Data	Estados Unidos
10 • 4.881	Ocean Energy	Devon Energy	Estados Unidos

Fuente: Bloomberg.

## Se viene el cram down criollo



Por Patricio G. Rotman  
Director de M&S Finanzas y Gestión, master en finanzas del CEMA y profesor de posgrado de finanzas corporativas.

En la década pasada, nos movimos entre compradores estratégicos y financieros, alimentados con capitales del mercado internacional y regulados por sofisticados acuerdos de accionistas.

Ahora, la nueva corriente de transferencias empresarias –en escala bien inferior a los '90– viene con escasez de recursos y con el marco de la ley de quiebras, debido a la crisis sistémica que afectó a gran parte de las empresas argentinas. Las adquisiciones asociadas con crisis de deuda empresaria empiezan a dar forma a las M&A versión 2003. Las empresas que recurren a la protección de la ley de concursos

(léase se presentan en convocatoria por no lograr un acuerdo con acreedores financieros y/o tenedores de bonos) darán origen a una nueva estructura de transacciones bajo la forma del *cram down* criollo. Este instituto, que adoptó su nombre de un procedimiento de la ley americana que poco tiene que ver con el vigente aquí, fue incorporado a la ley de concursos en 1995. Salvo las empresas nacionales culturales y de medios de comunicación –que quedaron exceptuadas hace poco de este régimen– el resto de las empresas argentinas negociarán con sus acreedores con el riesgo para sus accionistas de ser desplazados del control accionario.

Hasta ahora, este procedimiento de *cram down* no tuvo mucha difusión, pero el 2003 será el año del despegue. Los cambios legislativos de 2002 han mejorado y sofisticado este mecanismo de salvataje empresario que permite evitar la quiebra a través de una transferencia forzosa de acciones. Si la empresa en convocatoria no

alcanza un acuerdo con sus acreedores, se abre un registro de interesados para adquirir las acciones. Los potenciales compradores cuentan con cierto plazo legal para negociar condiciones con los acreedores y lograr su conformidad, compitiendo con la propia empresa que intentará también un nuevo acuerdo. El procedimiento de valuación de las acciones implicará estimar el valor de mercado de activos y pasivos de una compañía al borde de la quiebra y el cambio de manos –como prevé la ley– se producirá a un precio que refleje la quita real –a valor presente– que hayan aceptado los acreedores. Por lo tanto, las transacciones tendrán una estructura compleja con discusiones técnicas por las metodologías financieras que deben ser empleadas. Dada la gran cantidad de firmas en convocatoria, esta nueva forma de M&A, bajo control judicial, seguramente tomará protagonismo en los próximos años y quedará integrada a nuestros nuevos escenarios de negocios.



Por US\$ 220 millones, Southern Cross, presidido por Norberto Morita (foto), se quedó con CGC.

damiento no tiene relación con la viabilidad real de la empresa, sino con compras apalancadas, o son consecuencia del impacto de la devaluación. Así fue como el consorcio que lideran la mexicana América Móvil, controlada por el magnate mexicano Carlos Slim, y el grupo Techint, no dudaron en desembolsar entre US\$ 165 y 200 millones, además de una nueva emisión de deuda de US\$ 100 millones, para quedarse con CTI. Este monto tiene como objetivo pagarle a los acreedores a cambio de una quita no menor al 70 por ciento. Tampoco le tembló el pulso a Southern Cross cuando se quedó con la última joya de Soldati por US\$ 220 millones, aunque negocia pagar sólo 15 por ciento de los pasivos.

Pero no cualquier empresa en *default* resulta atractiva. Diego Fargosi, abogado de Fargosi & Asociados, justifica el interés que hoy despiertan ciertas firmas muy endeudadas en el hecho de que “antes de cerrar una compra, se calcula

cuánto se puede conseguir de quita; eso determina el valor real de la compañía”. En muchos casos, las deudas finales no llegarán al 40 por ciento del monto original, un botín para los nuevos accionistas que confían en una salida ordenada.

La reestructuración de pasivos también genera oportunidades en las formas de pago. Alicia Caballero, jefe de Economía de la Universidad Católica, comenta que “los fondos ya no compran, sino que se quedan con una compañía. En la mayoría de los casos, se trata de situaciones obligadas y no buscadas”. El valor se define por los pasivos mientras que, en los '90, se aplicaba el criterio de cierta cantidad de años de facturación. Si una firma tiene patrimonio neto negativo, los acreedores suelen aportar el capital de trabajo y se terminan quedando con la empresa. Tal es el caso del *pool* de bancos que controla OCA, o del paso del Deutsche Bank por Interbaires.

Hernando Fortini, socio de Pricewa-

## Operaciones en línea de largada



El volumen de las M&A crecerá antes de la llegada de 2004, ya que existen infinidad de empresas que buscan nuevos dueños. Al cierre de esta edición, Carlos Giovanelli –ex presidente del Citibank– y Guillermo “Willy” Stanley –ex VP de la entidad–, a

través de su fondo Desarrollo y Gestión, firmaron una carta de intención, asociados al ex jefe de Gabinete Chrystian Colombo, para adquirir el 100 por ciento de Havanna, a cambio de los pasivos de US\$ 32 millones, más un desembolso no revelado. En tanto, a mediados de este mes, se decidirá la suerte del Banco del Suquia, donde los grupos Banex, Roggio, y Dinosaurio –este último ligado al empresario cordobés Euclides Bugliotti, ex dueño de la cadena de supermercados Libertad, y ahora dedicado al desarrollo de negocios inmobiliarios– pelean por el control del banco cordobés. Una situación similar se vive en OCA, la segunda empresa postal del país, que hoy está controlada por un grupo de nueve bancos, entre los que figuran el Credit Suisse-First Boston, Deutsche Bank y UBS. Mientras algunas entidades se habían jugado por el futuro remate de la compañía, otras se concentraron en la búsqueda de un nuevo dueño. En el mercado, dicen que ya hay tres interesados, entre los que se encuentran un fondo y un inversor estratégico, cuyos nombres no trascendieron, y vuelve a aparecer la figura de Héctor Colella, ex directivo de la firma en los tiempos de Alfredo Yabrán. El objetivo de los bancos sería encontrar comprador en 90 días. En los supermercados Disco, los plazos también pesan. Si bien el ABN Amro, a quien Ahold dio el mandato de venta, habría postergado la fecha para la presentación de propuestas, Francisco De Narváez, Wal-Mart, Casino y Cencosud (dueña de Jumbo) integran el cuarteto de finalistas. El grupo mexicano CIE debe desprenderse de al menos seis de sus nueve radios AM y FM que posee en el país. Aunque todavía no se establecieron los plazos, sus directivos quieren conseguir entre US\$ 4 y 5 millones (una AM más su correspondiente FM) por la venta. Sin embargo, la lista de los oferentes, que incluye al grupo español Prisa y a los empresarios argentinos Marcelo Tinelli, Francisco De Narváez, Raúl Moneta, Daniel Hadad y hasta Franco Macri buscan desembolsar sólo entre US\$ 1 y 1,5 millón. La operación tiene que cerrarse por exigencia de Julio Bárbaro, presidente del Comité Federal de Radiodifusión. Aerolíneas Argentinas, la compañía controlada por el español Grupo Marsans, también busca incorporar accionistas. Quieren vender hasta un 20 por ciento de la compañía a un núcleo estable de entre cuatro o cinco empresas que se quedarán con tenencias del 3 al 5 por ciento cada una. Otra que intenta definir su futuro es AT&T Latin America. La filial quiere determinar en breve la identidad de su nuevo dueño y trabaja en una *short list*. Acumula pérdidas por un monto de US\$ 1.400 millones y en la actualidad se encuentra amparada por la ley de quiebras norteamericana, similar al concurso local.



terhouseCoopers, coincide en que “hoy se pagan valores muy magros, generalmente sólo se asumen deudas”. Manuel Solanet, titular de Infupa, agrega: “En los ’90, las adquisiciones eran a precios altos, con relación a los internacionales, porque se trabajaba con una tasa de descuento respecto del flujo de ingresos futuros menor, como producto de un riesgo país más bajo y de las expectativas de crecimiento”. Hoy, esta tasa de descuento es más alta, ya que ni el escenario más optimista se mueve con las expectativas de hace siete años.

De todos modos, en algo no hubo cambios entre la década menemista y la era pos-devaluación: los diferentes intereses de los inversores estratégicos –como Telmex o Bimbo, con intereses genuinos en determinados sectores– y los fondos de inversión –Coinvest, Southern Cross o Pegasus–. En el primer caso, quieren ganar *share*, calidad de marcas, red de distribución y competitividad. En el segundo, buscan aprovechar un bajo precio de adquisición. “Somos oportunistas por definición”, admite Carlos García, titular de DLJ Merchant Partners.

Los atributos que hacen atractiva a una empresa tampoco son los mismos. Ni los sectores en que participan. Si bien en las últimas operaciones los compradores se vieron atraídos por la oportunidad de controlar una empresa gracias a la obtención de quitas en la deuda y, en menor medida, por el sector en el que actuaba, Taussig comenta que, en el futuro cercano, el foco estará en agroindustria, minería, bodegas y lácteas, todas con potencial exportador. En el negocio vitivinícola, la última operación fue la salida del grupo Kendall Jackson, que vendió su bodega mendocina Tapiz a un grupo argentino en US\$ 1,2 millones. En el sector lácteo, Molinos está a punto de cerrar la venta de Molfino a la canadiense Saputo, que estudia una ampliación de capital de US\$ 20 millones.

Y Richard Handley, titular del fondo Belenus y flamante socio del Banco Meridian, cree que “las fusiones en el sistema financiero serán imprescindibles”.

En el último trimestre del año se definirá el crecimiento del negocio, ya que hay muchas empresas jaqueadas financieramente. Y nadie quiere quedar afuera de la tercera ola. ■