

## Buscan irse pero no hay compradores: qué tasa de retorno pide una empresa para invertir en Argentina



**Las empresas que cierran o se van de Argentina no piden mucho. En bastantes ocasiones, sólo seguridad contra contingencias y pasivos**

Por **Dolores Oliveira\***

05.10.2020 • 06.07hs • INNOVACIÓN

En los últimos días, **sorprendió el listado de compañías internacionales** -como **Falabella, Glovo**, y antes, **Latam**- que **decidieron abandonar Argentina**. Según expertos, el éxodo recién comienza: **los principales estudios del país** vienen gestionando **muchas más ventas**.

"En el primer semestre de 2020, de acuerdo con los relevamientos preliminares que realizamos en Finanzas & Gestión, se concretaron **30 transacciones de M&A** (fusiones y adquisiciones)", confía a **iProUP** Patricio Rotman, director de la consultora.

Y añade: "**Más de 15 firmas internacionales ya han vendido sus negocios en Argentina**", mientras que otras "estarían en búsqueda de incorporar socios locales para minimizar riesgos y pérdidas"

**EMPRESAS BUSCAN IRSE PERO NO HAY COMPRADORES: QUÉ PIDEN PARA INVERTIR EN ARGENTINA**

iProUP



**QUÉ AHUYENTA A LOS COMPRADORES**



REDUCCIÓN A LA LIBERTAD PARA GIRAR DIVIDENDOS EN DÓLARES.



REGLAS DE JUEGOS POCO CLARAS Y MAL FUNCIONAMIENTO DE LA JUSTICIA.



FALTA DE CONFIANZA Y PERSPECTIVA A FUTURO.

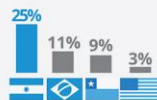


INCERTIDUMBRE ECONÓMICA AGRAVADA POR LA PANDEMIA.



ALTAS INDEMNIZACIONES Y PODER DE LOS SINDICATOS.

**QUÉ MIRAN LOS INVERSORES**



25% ES LA TASA DE RECUPERO, CONTRA EL 9 DE CHILE, EL 11 DE BRASIL Y EL 3% DE EE.UU.



3 AÑOS ES EL PLAZO DE RETORNO DE LA INVERSIÓN, CONTRA LOS 6 DE BRASIL Y CHILE O LOS 15 DE EE.UU.



TECNOLOGÍA Y FINTECH, SON LOS RUBROS MÁS BUSCADOS.



U\$50 PIDEN ALGUNAS EMPRESAS ARGENTINAS: LA CONDICIÓN ES EVITAR LITIGIOS FUTUROS Y PASIVOS.

**ESTRATEGIA DE ADQUISICIÓN:**

- QUEDARSE CON UNA BUENA MARCA
- AMPLIAR LA PORCIÓN DEL MERCADO
- ADQUIRIR UN ACTIVO ESTRATÉGICO

FUENTE: Elaboración propia

iproup.com

Según expertos consultados por iProUP, las transacciones durante la cuarentena involucran **grupos fuertes argentinos que buscan expandirse o diversificarse** y quieren aprovechar el momento en que **muchas firmas en problemas "prácticamente están a precio de regalo"**.

Esto último ocurre en sentido literal: **empresarios se desprenden de compañías** con la condición del mantenimiento de los empleados, **liberarse de pasivos y cubrirse ante contingencias** laborales y judiciales. "En algunos casos, **sin nada a cambio**", completan las fuentes.

## Cómo se evalúan

En la actualidad, existen **dos formas de estimar el valor de una compañía**:

1. **Análisis comparativos.** Es decir, tomar como **base otras empresas similares** y a partir de esa referencia hacer los ajustes del caso
2. **Flujo de fondos: se proyectan las ganancias** de los años subsiguientes y **se las descuenta a una tasa de interés** para determinar el **valor presente**. Es el método más usado (ver infografía).

### MÉTODO DE FLUJO DE FONDOS DESCONTADO (VPN)

iProUP

#### EJEMPLO:

Desembolso inicial - año 0	\$ 1.000
Ganancia - año 1	\$ 600
Ganancia - año 2	\$ 300
Ganancia - año 3	\$ 300
Ganancia - año 4	\$ 200
Ganancia - año 5	\$ 500

## 15%

TASA EXIGIDA  
POR EL INVERSOR  
(o costo del capital)

## VPN

$$\$1.000 + \frac{\$600}{1,15} + \frac{\$300}{1,15^2} + \frac{\$300}{1,15^3} + \frac{\$200}{1,15^4} + \frac{\$500}{1,15^5} = \$308$$

Valor Presente Neto: (15%) = \$308 → El proyecto arroja una ganancia al "día de hoy" de \$308

SI LA TASA SUBE EL 20%, EL VPN BAJA A \$179  
UNA TASA DE 28,8% IGUALA EL VPN A "CERO"

**POR ENCIMA DE ESA TASA NO CONVIENE REALIZAR EL PROYECTO (RESULTADO NEGATIVO)**

A partir del flujo de fondos futuro estimado, puede obtenerse el "precio actual" de una compañía y cuán rentable puede resultar una inversión. Por ejemplo, el Valor Presente Neto (VPN) de un proyecto se calcula de la siguiente forma:

- Implica un **desembolso inicial de \$1.000** por parte de inversores
- Luego se obtendrán **ganancias de \$600, \$300, \$300, \$200 y \$500** en los **cinco años** subsiguientes
- Quienes **aportan el dinero exigen un 15%** por su capital aportado:
- Tal como puede apreciarse, **a ese interés (15%)**, el proyecto arroja un **beneficio** "traído a valor de hoy" de **\$308**
- Si, en cambio, **la tasa sube al 20%**, esa **ganancia se reduce** a \$179
- **Cuanto mayor sea ésta, más se achica el valor final** (un mecanismo similar se aplica en el mercado financiero para calcular el precio y tasa de un bono)
- **La TIR** (tasa interna de retorno) es el porcentual de interés que hace que el **flujo de fondos (descontado) sea "cero"**. Es decir, es el **valor "límite"**
- Es decir, si ese flujo de fondos se descuenta **a una tasa mayor que la TIR, el valor del proyecto** pasa a ser **negativo** (arroja pérdidas)
- En el ejemplo en cuestión, sería del 28,8%. Así, **por encima de dicha tasa no conviene la compra de la empresa**

Este método del VPN se suele elegir por diversos motivos, entre los que se destaca el hecho de que, en Argentina, no existe un sistema de capitales desarrollado para comparar firmas similares.

## Negociación

La falta de confianza en la economía local agrega condimentos al proceso de valuación. Ignacio Aquino, de PwC Argentina, afirma a iProUP que "**hay un conjunto de eventos que erosionaron la confianza de los inversores**", entre los que destaca:

- "**Una situación macro muy deteriorada**, que en algunos temas viene del gobierno de Mauricio Macri: dólar, cepo, falta de libertad para girar dividendos en dólares"
- "**El mal funcionamiento de la Justicia** a ojos de los empresarios, lo que genera incertidumbre y **reglas de juego poco claras**"
- "**La pandemia** empeoró la situación de muchas empresas por la baja del consumo"

Según Aquino, "**Argentina viene perdiendo atractivo como centro de inversión** a nivel internacional" y dispara: "**En muchos países** hay problemas por la pandemia, pero **las compañías no se van. De aquí sí** por falta de confianza y perspectiva a futuro".

Todo esto **influye en los cálculos** a considerar a la hora de **valuar una firma** con operación local.

### 1. Valor de tasa de descuento

Como se dijo anteriormente, la **valuación de una empresa surge del flujo futuro de caja traído a valor presente**. Para ello (ver infografía anterior), hay que **descontar ese flujo a una tasa que es**, precisamente, **la que exigen los inversores**. ¿Y cuánto es hoy día? Ricardo Panico, del Estudio Ferreres, indica a **iProUP** que se ubica entre el **20% y el 25% en dólares** según el sector.

"Como la renta de los bonos de la deuda reestructurada, por ejemplo, es de 12%, se considera que una diferencia de 5% es muy baja, sobre todo porque la inversión en una empresa no es líquida. Por eso, **la tasa para calcular el valor de una firma argentina ronda el 25% en dólares**", revela.

Tomás Smudt, del estudio Laiún, Fernández Sabella & Smudt, advierte que "la proyección de esos **flujos se ve afectada por la incertidumbre** la coyuntura macro, la menor posibilidad de realizar negocios rentables, **la alta carga tributaria y la dificultad para girar ganancias** o distribuir dividendos".

En tanto que, Fernando Garabato, de **BDO Argentina**, coincide en que la **tasa de descuento** que se está tomando con actores transnacionales es cercana a un **25% en dólares**.

"**Si la operación es entre locales**, existe un nivel de negociación a **cifras menores**. Dependiendo de la industria y nivel de endeudamiento, puede pensarse en un rango que **del 12% al 18%** siempre en términos de **moneda estadounidense**" confía el experto.

"Igualmente, el otro problema no está en la tasa de descuento si no en la **volatilidad de los flujos** de fondos a descontar", señala Garabato. Los expertos consultados por **iProUP** afirman que **ese porcentaje baja al 9% en Chile; 11%, en Brasil; y 3%, en Estados Unidos**.

### 2. Tiempo de recupero

"Al incorporar el **alto riesgo argentino** en el descuento de ingresos futuros, **el valor de una compañía** termina vinculándose con los **flujos que estima generar** a corto plazo", asegura Smudt.

Y añade: "Esto implica que una **empresa que realiza una inversión en Argentina**, dependiendo de la actividad, pretende un **tiempo de recupero mucho menor que en países menos riesgosos**".

"Tiempo atrás, se pedía cinco años para el recupero y una tasa de retorno del capital de 20%. Pero **con la suba del riesgo país**, esas exigencias cambiaron: **2 a 3 años y hasta 35%**", indica.

Según analistas, en Brasil o Chile ese plazo se extiende hasta los 5 o 6 años. **En economías desarrolladas**, como EE.UU o Europa, puede llegar hasta los **15 años**.



Los inversores exigen retornos hasta cuatro veces superiores a los de otros países de la región

### 3. Forma de pago y moneda

Garabato afirma que es "muy común que existan pagos aplazados o en moneda local, por lo que "en estos casos **cobra relevancia el mecanismo de ajuste** del valor de modo que refleje el **poder adquisitivo de la moneda** durante el tiempo".

El experto señala que si se pacta en divisa dura, "**la dificultad de acceso al mercado cambiario, más el efecto licuación** que tiene la multiplicidad de tipos de cambio sobre el flujo de fondos, genera una **dificultad adicional** a la hora de negociar el múltiplo de valor".

### 4. Cuestiones laborales

Garabato resalta como central "**evaluar las contingencias laborales** y, en particular, el **tema de las indemnizaciones** del personal cuando el traspaso de la unidad de negocio así lo requiere".

Esto se debe a que **las indemnizaciones son un costo muy relevante**, el cual "no debe analizarse no sólo desde el punto de vista financiero, sino también desde el cultural, en cómo le impacta la **relación con los sindicatos** a la operación del negocio", resalta Garabato.

## Las que venden por nada

Mariano Sánchez, de KPMG Argentina, advierte a **iProUP** que en estos momentos el precio pasa a un "plano secundario", ya que **"muchas firmas sólo piden irse sin perjudicar la marca ni retener contingencias a futuro"**.

**"Se prioriza transferir a la empresa con los empleados y no cobrar nada**, y si se recibe algún pago es a valores reducidos. Depende del sector y la firma, pero en todos los casos los precios están bajos y los que buscan comprar están detrás de valores descontados", puntualiza.

Martín Ghirardotti, del estudio Lisicki, Litvin & Asoc, coincide en que **"muchas veces lo que vale, por ejemplo, \$10 millones se vende a la mitad**. Incluso, hay **compañías que se van sin pedir nada**, más aún si hay contingencias laborales o altos pasivos".

"Sin embargo, todavía hay quienes tienen excedente de pesos que buscan comprar compañías que en épocas de bonanzas valían más", afirma a **iProUP** María Shakespear, del Estudio Beccar Varela.

Además, la experta añade que "esos inversores saben que, si soportan la compleja situación actual, se quedarán con un activo que puede ser estratégico", por lo que **apuestan a obtener lo siguiente:**

1. **Una buena marca.**
2. **Una porción mayor del mercado.**
3. **Un activo estratégico.**

"Es decir, un **buen canal de mercado o clientes con gran potencial**", enfatiza Shakespear, quien asegura que hay **venture capital "interesado" en adquirir firmas argentinas a precio de saldo**.

Según la especialista, se trata de **"fondos de inversión que vienen a Brasil y miran a la Argentina, y, por el tipo de negocios que buscan, pueden invertir tomando riesgos"**.

Algunos de esos sectores son **fintech y tecnología**, que esperan beneficiarse si la **Ley de Economía del Conocimiento es aprobada**.



Algunas compañías venden por 0 dólares: a cambio piden cubrirse de litigios y pasivos

En tanto, Sánchez añade que "en épocas de crisis, lo que se verifica es que **las firmas se centran en su core y se desprenden de unidades de negocios que no son centrales** para reforzar otras".

"Hoy, los **principales interesados son inversores**, locales e internacionales, con presencia en Argentina y que encuentran en una potencial transacción **un fuerte sentido estratégico** o la oportunidad de **adquirir activos en valores de distress**", comenta Rotman.

En su visión, **esta situación se mantendrá en el corto y mediano plazo**. "Los procesos de **reestructuración de pasivos** que están enfrentando diversas ramas de actividad continuarán siendo un importante motivo por el cual se inicien procesos de **venta**", concluye.

Dolores Oliveira - olveiradolores@gmail.com