

FRENTE AL AÑO PASADO, SE CONCRETARON 33% MENOS DE OPERACIONES

Fondos de inversión perdieron peso en las fusiones de 2005

Desembarcos estratégicos

Principales compras del año

Empresa (acciones)	Comprador	Monto (en u\$s millones)
Movicom	Telefónica	998
Pollsur (28%)	Dow Chemical	98
Petroken (50%)	Basell	58
CableVision (50%)	Fintech	40,5
Loma Negra	Camargo Correa	1.025
Edenor (67%)	Grupo Dolphin	100

Aunque por las manos de Pegasus, Advent o Fintech, pasaron carpetas de varias firmas que están en venta, los fondos de inversión no tuvieron el protagonismo de los años anteriores. La aparición de jugadores con un interés más estratégico cambió la situación del mercado. Según KPMG, en lo que va del año hubo fusiones por u\$s 1.250 millones, pero las operaciones cerradas representan un 33% menos de lo hecho en 2004. De este total, estiman que apenas un tercio responde a inversores financieros.

POCAS OPERACIONES ENTRE LOS ESPECIALISTAS EN FUSIONES Y ADQUISICIONES

La revaluación de las empresas frena a los fondos de inversión

Aunque por las manos de Pegasus, Advent o Fintech pasan carpetas de varias firmas que están en venta, la aparición de inversores estratégicos cambió la situación del mercado

JUAN MANUEL COMPTÉ
Y MARTÍN BIDEGARAY Buenos Aires

Las conversaciones estaban avanzadas, con buenas perspectivas de llegar a un acuerdo. La novia, una cadena de retail -bien posicionada en el segmento *premium*-, había concitado la atención de un fondo inversor local, integrado por experimentados operadores financieros. Pero algo frustró la boda: los dueños de esta firma familiar pretendían por ella una suma 30% superior a lo que estaba dispuesto a pagar el candidato, en función del *due diligence* que había encargado. La historia no tuvo un final feliz: los interesados desistieron de realizar el negocio, al abrirse una diferencia que, para ellos, constituía un abismo.

En las cercanías de los fondos de inversión se escuchan, a diario, más anécdotas como esta. También, quejas contra el factor que las genera. Las discrepancias sobre los precios de los activos se convirtieron en el freno por el cual los fondos de inversión, protagonistas de las compras y ventas de empresas entre 2002 y 2004, finalizarán este año con escasos descorchos de champagne en su haber.

En el primer semestre, en la Argentina se concretaron fusiones y adquisiciones de empresas (M&A, por sus siglas en inglés) por 1.250 millones de dólares, según KPMG. La *Big Four* precisa que el monto -que no incluye los u\$s 1.025 millones en que se vendió Loma Negra- duplica lo pagado en la mitad inicial de 2004, pero con un 33% menos de operaciones que entonces. En tanto, la consultora Finanzas & Gestión calcula que, de las ven-



Principales compras del año

Empresa	Comprador	Vendedor	Monto (en mil. de u\$s)
Movicom	Telefónica	BellSouth	998
Polisur (28%)	Dow Chemical	Repsol YPF	98
Petroken (50%)	Basell	Repsol YPF	58
CableVision (50%)	Fintech	Liberty Media	40,5
Loma Negra	Camargo Correa	G. Fortabat	1.025
Edenor (67%)	Grupo Dolphin	Elec. de France	100
ING Bank	Standard Bank	ING	s/d

Fuente: Dealogic/KPMG y datos propios

El Cronista

tas cerradas en lo que va del año, un tercio corresponde a inversores financieros.

En este escenario, el único fondo que cerró una operación relevante fue Dolphin. La firma de Marcelo Mindlin puso u\$s 100 millones para quedarse con el 65% de Edenor.

No es por falta de liquidez que otros *private equity funds* no hayan cerrado operaciones. En la City, se asegura que disponen de u\$s 1.000 millones listos para desembolsar. De hecho, firmas como Pegasus (que se quedó con Musimundo, Freddo y Aroma), Southern Cross (dueña de Compañía General de Combustibles), Advent (accionista de Oca) y Desarrollo y Gestión (Havana) se sientan a diario a mesas que, del otro lado, muestran a compañías que están en la agroindustria, el comercio minorista, o los servicios públicos,

que buscan nuevo propietario.

"Estamos manejando cuatro o cinco proyectos en forma paralela. Sin embargo, en varios meses no pudimos cerrar ninguno. El común denominador es que los vendedores son empresas familiares, donde los herederos prefieren salir antes que continuar con el negocio. Pero en todos los casos, la diferencia entre lo que podemos ofertar está entre el 30% a 50% con relación a lo que ellos piden", confiesa un ex banquero, devenido en uno de los popes de un fondo de inversión importante. "Pasa seguido: se entra en negociaciones y el precio se convierte en un freno", agrega otro habitué de los entretelones de las M&A.

Los grandes van a comer

"Dado que el país salió de la crisis terminal, sus activos también dejaron de estar a precios extraor-

dinariamente bajos", reconoce Mario Quintana, timonel de Pegasus. El fondo cerró su última compra en agosto de 2004 (la fabricante de envases plásticos Alther) y este año se concentró en su actual cartera, pero sin dejar de estar a la caza de oportunidades.

"Existe un acomodamiento en algunos rubros. Hay compañías que la pasaron muy mal durante la crisis y que, en los últimos 18 meses, recuperaron rentabilidad. Y, en relación con la que tenían hace dos años, la expectativa de sus dueños cambió, lo que hace más difícil encontrar un punto de intersección", agrega Quintana, para quien esta revaluación de activos resulta "lógica" con un país que, en términos de dólares, crecerá 20% este año, según sus cálculos.

Un informe de Ernst & Young precisa que en la valuación de las empresas locales las expectativas futuras volvieron a pesar más que las angustias presentes, o pasadas. Así, hay vendedores que tienen una opinión del valor futuro de su negocio más alta que la del ofertante, agrega Hernando Fortini, socio de PricewaterhouseCoopers (PwC). "Hasta 2003, se conseguían compañías por montos muy bajos, debido a la gran deuda que tenían. Los compradores se hacían cargo del pasivo y hacían un desembolso mínimo en efectivo -indica-. Ya no hay tantas operaciones de estas. Hoy, se vende de acuerdo con un justo precio razonable".

Con dólar alto y atractivas posibilidades exportadoras, las alimenticias están entre las más buscadas. No se trata necesariamente de fabricantes de marcas famosas, aunque algunas tengan cartel de venta.

Las empresas *target* para los inversores son las productoras de *commodities*, o compañías medianas proveedoras de corporaciones más grandes. Un terreno en el que estuvieron hurgando los fondos, pero aparecieron duros competidores: los inversores estratégicos.

"En 2002 y 2003, no pasaba.



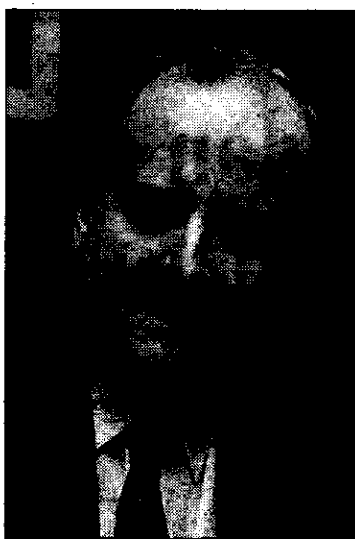
"Es lógico que el valor de los activos refleje el crecimiento económico", dice Mario Quintana

Los estratégicos miraban el proceso de fusiones y adquisiciones desde afuera. Ahora, pareciera que tienen confianza a mediano plazo y están dispuestos a invertir", se resignan en un fondo que busca ampliar sus negocios de consumo masivo.

Las grandes compañías, que reestructuraron su deuda hasta 2003, y que retomaron su ciclo inversor el año pasado, entraron en el juego de las M&A. Por caso, en el mundo alimentario, todos los empresarios buscan que Arcor los mire. Y la atención de la multinacional de origen cordobés hace que los precios de una firma en venta suban por el ascensor. De hecho, dos elaboradoras de insumos para chocolates se esforzaron por hacerle llegar su propuesta a la empresa de los Pagani. Y en el mercado corre el rumor de que a una competidora de Arcor –al menos, en algunos negocios– le interesaría alguna suerte de asociación con la cordobesa.

"Es más probable que un inversor estratégico pague más por una compañía que un fondo, porque tiene estímulos adicionales para concretar la operación: crecer, desplazar a algún competidor, o desembarcar en el país, si es un extranjero", indica Fortini, de PwC.

En tal sentido, pese a que otros rivales preferían no pagar más de u\$s 700 millones por Loma Negra, Camargo Correa terminó desembolsando por la cementera u\$s 1.025 millones, un monto acorde con lo que pretendía su dueña, Amalia Lacroze de Fortabat, cuando le colgó



Las proveedoras de insumos alimenticios se ofrecen a Arcor, la empresa de Luis Pagani

cartel de venta, a fines de 2004.

"Muchas multinacionales ya le perdieron el miedo a la Argentina", dice un analista. Otra fuente recuerda que, hace tres años, el HSBC buscaba reducir su exposición al riesgo local y, por estos días, negocia en exclusiva la compra de la filial de la BNL. En tanto, el fondo Biarsa –de la familia Bemberg– negocia las respectivas transferencias de Barugel Azulay y Colorín con dos gigantes franceses: Saint Gobain y Lafarge Peintures.

Al mejor postor

Los estratégicos no son la única competencia. "Por cada uno que vende, aterrizan cinco que quieren comprar", reconoce un negociador.

En el medio local, se recuerda que, hace cinco años, los fondos de peso eran un puñado: Southern Cross, Advent, Coinvest y, casi en retirada, el Exxel Group. Salvo la firma de Juan Navarro, todos siguieron activos durante y después de la crisis.

Además, desde entonces, ganaron terreno otros *big players* –Pegasus, Dolphin, DyG– y surgió una segunda línea de unas ocho inversoras *boutique*, entre las que figuran Pampa Capital y Talentum. Y a ellos, se suman los *hedge funds* que, pese a que su negocio es comprar títulos de deuda devaluados, también incursionaron en el *private equity*. Marathon, Ashmore –nuevo accionista de TGS y probable de GASA, la controlante de Metrogas– y Fintech, el voraz cazador de CableVisión y candidato por Aguas Argentinas. "Cuanto me-



Conducido por Marcelo Mindlin, Dolphin fue el único fondo que cerró una compra: Edenor

nos jugadores había comprado, más allanado estaba el camino", se lamentan en un fondo.

De esta forma, la competencia por los interesados por ese negocio define el precio de la transacción, señala Patricio Rotman, director de Finanzas y Gestión, consultora especializada en M&A. "Al haber más propuestas, se genera un proceso de puja sobre los activos que, normalmente, conduce a valuaciones más altas porque todos los candidatos tienden a hacer ofertas agresivas", completa.

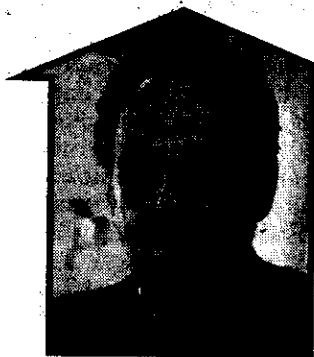
Diego Salaverri, abogado del estudio Errecondo, Salaverri, Dellatorre, González & Burgio, agrega una variable que multiplica el resultado de esta ecuación: la escasez de empresas atractivas. "Los potenciales *big ticket M&A* (firmas grandes, de capital nacional, que podrían ser sujeto de una transacción) ya se vendieron. Quedan compañías medianas, que no sólo superaron la situación comprometida que tuvieron en la crisis, sino que se convirtieron en negocios exitosos", explica. Y agrega que los dueños ahora tienen menos estímulos para deshacerse de su activo, salvo que se les haga una más que tentadora oferta económica. Algo que no todos están dispuestos a hacer.

"Nuestro juego es la generación de valor a través de la gestión. No queremos convalidar algunos precios comprando proyectos en los que no vemos esto de una manera tan clara", asegura Quintana.

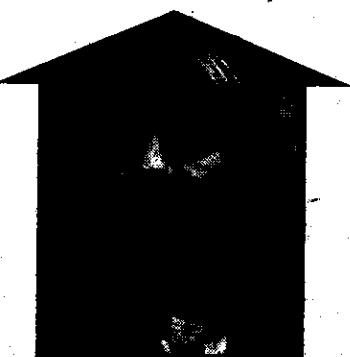
■ A LA ESPERA DE LA MEJOR OPORTUNIDAD PARA COMPRAR

Desde que arrancó el año, varios fondos de inversión están mirando carpetas de empresas que están en venta. Sin embargo, hasta ahora, casi no han concretado operaciones. Con la excepción de Dolphin, que compró Edenor y va por más en el sector eléctrico, las fusiones concretadas este año tuvieron como protagonistas a Telefónica, Camargo Correa o Repsol YPF. Todos grandes grupos, con operaciones en varios países del mundo, que se caracterizan por realizar desembolsos estratégicos, planificados con retornos a largo plazo. Los fondos, en cambio, entran y salen de las empresas con más rapidez. En general, su política es llevar adelante una reestructuración de pasivos, aumentar el valor de la compañía comprada y luego venderla a un mayor precio, para obtener una alta diferencia. (Pág. 17)

Protagonistas



Después de actuar varios años como gerente general, **Carlos Heller** fue designado presidente del Banco Credicoop. La asamblea también aprobó una capitalización que llevó el patrimonio a \$ 525 millones.



La procuradora general de Buenos Aires, **María del Carmen Falbo**, presentó un software desarrollado por sus técnicos para interconectar a todos los fiscales y defensores. También compró 1.650 computadoras.