

# CEO Argentina Hot Topics *Fusiones y Adquisiciones (M&A)*

Año 6. Nº15. 2010.



**pwc**

**Panorama global.** Un análisis de las oportunidades y desafíos en operaciones internacionales. **El diseño de M&A.** Descripción de los grandes hitos de un proceso de compra-venta: definición de la estrategia, valuación del negocio, proceso de negociación, etc. **Entrevista.** Carlos García, CEO de DLJ South American Partners. **Panorama local.** Cómo está posicionado el país como destino de inversiones, en un escenario regional cada vez más competitivo. **Entrevista.** Manuel Abichaín, fundador de Minera TEA. **Cuestiones legales.** Qué instrumentos son los más eficientes al momento de realizar una transacción. **Entrevista.** Rubén Valsagna, ex CEO de Edival. **Empresas de familia.** Cómo hacer para vender bien la compañía familiar y establecer un proceso confiable. **Aspectos tributarios.** Cómo realizar el *due diligence* fiscal y las normas para hacerlo de una manera exitosa.

Todo el contenido de este boletín es publicado únicamente a los fines de guía informativa. Nadie deberá actuar u omitir actuar sobre la base de la información contenida en él. Siempre deberá contarse con asesoramiento profesional para cada caso particular, ya que la aplicación de las leyes y demás normas regulatorias varía considerablemente en función de las circunstancias de cada caso y porque las leyes y demás reglamentaciones sufren regularmente reformas.

Material de distribución gratuita.

“CEO Argentina Hot Topics”, PwC y su red de firmas miembro no se responsabilizan en absoluto de las opiniones y comentarios vertidos por sus colaboradores y/o lectores en esta publicación, de los cuales son sólo responsables los autores de los textos. Asimismo, “CEO Argentina Hot Topics” no se responsabiliza del uso que sus lectores puedan hacer de ellos, ni de las consecuencias que puedan derivarse de dicho uso, ni de la calidad o veracidad de los documentos que se publiquen.

©2010 En Argentina, las firmas miembro de la red global de PwC International Limited son las sociedades Price Waterhouse & Co. S.R.L., Price Waterhouse & Co. Asesores de Empresas S.R.L. y PricewaterhouseCoopers Jurídico Fiscal S.R.L., que en forma separada o conjunta son identificadas como PwC Argentina.

# Editorial

Esta revista CEO Argentina Hot Topics se publica en un momento en el cual las condiciones de mercado traen consigo muchas oportunidades en el campo de las fusiones y adquisiciones (M&A, por sus siglas en inglés). Prosperar hoy requiere mayor diligencia y habilidad que durante épocas económicas más estables; los líderes deben concentrarse en decisiones de corto plazo, sin dejar de analizar en profundidad aquellas cuestiones que afectarán el curso de los negocios en su desarrollo sostenible de largo plazo.

Los M&A juegan un papel sumamente importante para el crecimiento de los negocios. En muchos casos, los líderes de negocios se ven en la urgencia de dirigir sus compañías en condiciones extremas y en escenarios sociales y económicos de gran volatilidad. En los últimos años, hemos visto un descenso en la actividad, a nivel nacional e internacional, producto de las actuales condiciones de mercado que recién ahora parecen comenzar a revertirse. En este nuevo escenario, la limitación del acceso al crédito plantea grandes desafíos para llevar adelante las transacciones.

De acuerdo con Thomson Reuters, el volumen de transacciones a nivel global cayó casi un 28% en 2009, luego de haber presentado una caída cercana al 25% en 2008. El volumen registrado alcanzó los US\$ 1,7 trillones en 2009, mientras que llegó a US\$ 2,8 trillones en 2008, terminando así con cinco años de crecimiento continuo.

En 2008, el 19% de las transacciones anunciadas fueron canceladas. Este coeficiente disminuyó considerablemente en 2009, alcanzando un 7%. Se puede decir que debido a la crisis las compañías compradoras realizaron menos adquisiciones el año pasado, y a la hora de presentar una oferta lo hicieron estando seguros de su voluntad de adquisición.

El mercado de transacciones en Argentina siguió la misma tendencia observada a nivel global. El volumen de transacciones disminuyó un 48% en 2008 con respecto al año anterior, alcanzando los US\$ 7.032

millones, mientras que en 2009 el volumen de operaciones alcanzó los US\$ 3.378 millones, registrando una caída del 52%. Sin embargo, es interesante observar que la cantidad de transacciones realizadas no ha registrado tales disminuciones: el último año se concretaron 108 operaciones, mientras que se registraron 90 y 94 en 2008 y 2007, respectivamente. Si combinamos la tendencia bajista, en cuanto al valor de las transacciones, con la cantidad constante de operaciones concretadas, podemos concluir que en el último año los compradores han realizado inversiones por montos menores; esto se debe a que la mayoría de las grandes empresas de capital argentino ya han cambiado de manos.

Pese a este contexto, creemos que han surgido nuevas oportunidades que pueden aprovecharse. Existen compañías que han crecido mucho en los últimos años, sectores que se muestran con gran atractivo, como el de *agribusiness* y el minero, y empresas que requieren de capital para seguir creciendo en el futuro. Por lo tanto, esperamos que, en la medida en que las condiciones del contexto político-económico se ajusten a las necesidades de los inversores, la actividad de M&A recobrará la senda de crecimiento que tuvo en otros momentos.

En esta edición de la revista CEO Argentina Hot Topics brindaremos un panorama amplio de los procesos de M&A, recogiendo la experiencia de actores de prestigio del mercado. Incluiremos también la visión local e internacional de expertos en la materia y un análisis de aspectos relevantes a tener en cuenta en este tipo de desafíos.



**Diego Etchepare**  
Socio Principal



**Jorge Bacher**  
Socio



**Ignacio Aquino**  
Socio

---

# Contenido

## 06

### **El M&A a nivel internacional**

Las oportunidades de segmentos intermedios se mantienen, mientras se espera que los compradores de mercados emergentes tengan un impacto significativo en las M&A.

*Por Chris Hemmings, Socio líder global de Corporate Finance de PwC.*

## 10

### **Claves para realizar con éxito un proceso de M&A**

Los pasos a seguir para transitar exitosamente un proceso de M&A. Consejos para la definición de la estrategia, valuación y oferta de una compañía, contacto con inversores, negociación y cierre de la transacción.

*Por Ignacio Aquino, Socio de la práctica de M&A de PwC Argentina.*

## 14

### **“El management es fundamental en el momento de invertir en una compañía”**

CEO Argentina Hot Topics entrevistó a Carlos García, Co-Managing Partner y CEO de DLJ South American Partners, fondo de inversión propietario de compañías como Grupo Peñaflor, Arcos Dorados e Internacional Health Services, entre otras. En un repaso sobre la función de los fondos de inversión, Carlos García describe cómo administran sus compañías y cuáles son los principios y criterios para mantener el liderazgo de manera sostenible.

## 20

### **Panorama del M&A en Argentina y la región**

Es probable que nos encontremos nuevamente ante un paréntesis en la actividad global de M&A, como consecuencia de la contracción de los mercados de crédito y el estado de la economía mundial. Ya en 2008 el volumen de operaciones cayó un 29% respecto del año anterior. Pero a pesar de la complejidad del mercado actual creemos que existen oportunidades en el escenario regional de M&A.

*Por Santiago Balart y Leonardo Vera, Director y Gerente de la práctica de M&A de PwC Argentina.*

## 26

### **“Hay que ser muy cuidadosos en el proceso de venta”**

CEO Argentina Hot Topics entrevistó a Manuel Abichaín, fundador de Minera TEA, una de las mineras más importantes de Argentina. El ejecutivo, ya retirado, cuenta la experiencia que resultó del proceso de venta de la compañía, cómo tomaron y efectivizaron la decisión, y cuáles fueron los criterios y valores que mantuvieron a lo largo de los años. Un caso de éxito.

# 30

## **Aspectos legales a tener en cuenta en el momento de concretar una operación**

En estos tiempos de crisis han reaparecido tímidamente las operaciones de M&A, en lo referido a la compra-venta de paquetes accionarios. Es importante, entonces, tener en cuenta varias situaciones e instrumentos legales, en línea con los cambios que se han producido en el mercado.

*Por Dr. Julio Pueyrredon, Socio a cargo de Asesoramiento Legal de PwC Argentina.*

# 34

## **“Las empresas deben crear las oportunidades estratégicas de venta”**

CEO Argentina Hot Topics entrevistó a Rubén Valsagna, quien lideró el proceso de transformación de Edival S.A., firma líder en Argentina en producción de componentes para motores, que culminó con un exitoso proceso de venta al grupo Mahle. El ejecutivo cuenta que los factores clave para realizar una venta son la claridad del *management* de la compañía, el equipo que la lidera y la firmeza de las decisiones.

# 38

## **Decisiones de venta en la empresa familiar**

Sólo un 30% de las empresas familiares sobrevive el traspaso de la primera generación. Las mejores herramientas para la toma de decisiones y cómo hacer para vender bien la compañía de la familia.

*Por Norberto Rodríguez, Socio de PwC Argentina, especialista en empresas familiares.*

# 42

## **Cuestiones tributarias a tener en cuenta al adquirir una empresa**

Los aspectos tributarios más importantes a considerar en el momento de adquirir una compañía, tanto para el comprador como para el vendedor. Cómo realizar el *due diligence* fiscal y qué normas tener en cuenta para hacerlo de manera exitosa.

*Por Daniel Santiago, Socio de Tax M&A de PwC Argentina.*

# El M&A a nivel internacional

La reciente crisis financiera ha cambiado el panorama de las M&A a nivel mundial. En los países emergentes las empresas están al acecho, y han salido mejor paradas de la crisis que aquellas firmas provenientes de países desarrollados.



**Chris Hemmings**  
Socio líder global de Corporate Finance de PwC.

Los desafíos que surgieron a partir de la crisis financiera y la inestabilidad de los mercados de los últimos años crearon nuevos paradigmas y tendencias en el ámbito mundial de las M&A. Debido a estos cambios experimentados en años recientes, un gran número de empresas multinacionales optaron por redirigir su foco a regiones menos golpeadas por la crisis y, a su vez, reducir el tamaño de los *deals*. Paulatinamente, países emergentes aparecen en el radar de las M&A y así le dan nueva forma al mercado.

## Tendencias mundiales

La fuerte crisis económica generó un cambio brusco en el mundo de las M&A. Luego de un crecimiento sostenido de más del 30% anual en el valor total de las transacciones desde 2004, la incertidumbre de la crisis financiera hundió este ritmo, generando un panorama gris a partir de 2007. Tras alcanzar un pico de más de 36.000 *deals* en

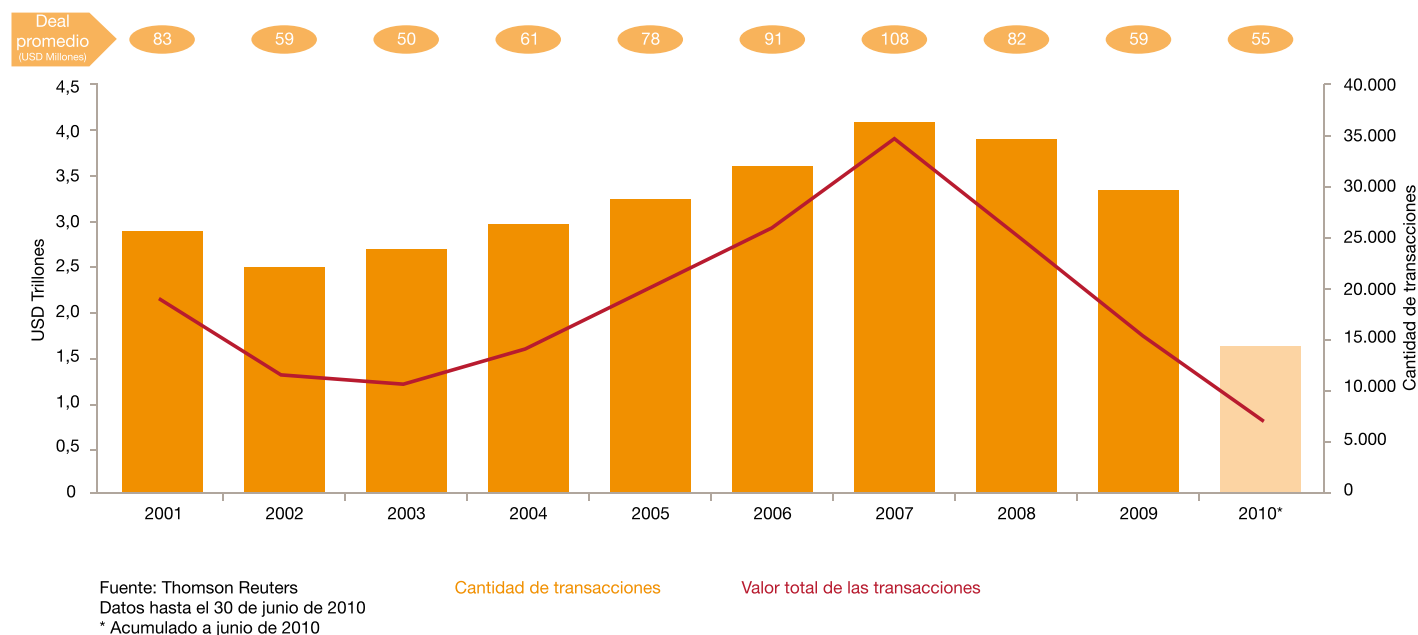
2007, la cantidad de operaciones se redujo en promedio un 9% por año hasta 2009, representando una reducción de más de 1 trillón de dólares anuales a escala global (Cuadro 1). Si bien se espera que el 2010 sea el punto de inflexión de esta tendencia negativa, las cifras del primer trimestre no logran convalidar este entusiasmo. El número de *deals* y su valor total a junio de 2010 parecen una mimesis de aquellos logrados en el primer semestre de 2009, e inclusive resultan más bajos que los obtenidos a fines del año pasado. En el caso específico de Estados Unidos, a partir del 2008, el tamaño promedio de los *deals* bajó un 35% y se mantuvo cercano al mismo nivel desde aquel entonces. El entorno que rige en este país, como en muchos otros fuertemente golpeados por la crisis, se ve contrarrestado por el gran *momentum* que tienen aquellos países emergentes, como los denominados BRIC (Brasil, Rusia, India y China).

## Economías desarrolladas vs. emergentes

El escaso financiamiento a nivel mundial forzó un cambio en la estrategia de las grandes empresas de cara a las M&A. Como se mencionó anteriormente, grandes corporaciones enfatizaron en *deals*

## Cuadro 1

### Operaciones de M&A a nivel mundial



menores, como lo hicieron Deutsche Bank AG, HSBC Holdings y Google, las cuales realizaron varias adquisiciones por valores cercanos a 70 millones de dólares, por debajo del promedio de años anteriores. En 2007 se registró un promedio de 108 millones de dólares por *deal*, el cual se redujo casi un 50% en 2009, cuando el *deal* promedio alcanzó los 59 millones de dólares. Por otro lado, a pesar de haber experimentado bajas en el valor total de *deals*, los países emergentes muestran un panorama mucho más alentador. En el caso de China se puede ver que la cantidad de *deals* cerrados a junio de 2010 aumentó un 25%, en comparación con el año anterior. Otro ejemplo alentador es el caso de India, donde el valor total de las transacciones de la primera mitad del año (21 billones de dólares) ya superó el valor total de *deals* en todo el 2009 (19 billones de dólares).

El protagonismo que adquirieron las nuevas regiones de economías emergentes en los últimos diez años es significativo. En 2001, la cantidad de *deals* efectuados en los BRIC representaba menos del 10%, con respecto a las economías desarrolladas, si tomamos a Estados Unidos, Reino Unido, Japón y Alemania como un bloque único. Esta cifra aumentó hasta el 35% en 2009 y más del 37% hasta mitad de 2010 (Cuadro 2).

La incursión de “nuevas multinacionales” – empresas de países emergentes que por primera vez establecen una presencia física fuera de sus fronteras – en el escenario internacional presenta oportunidades y amenazas. Las empresas de economías desarrolladas deben trabajar intensamente para interactuar y negociar con estos nuevos jugadores, así como también para exponer sus bienes y servicios a estos mercados de mayor crecimiento alrededor del mundo.

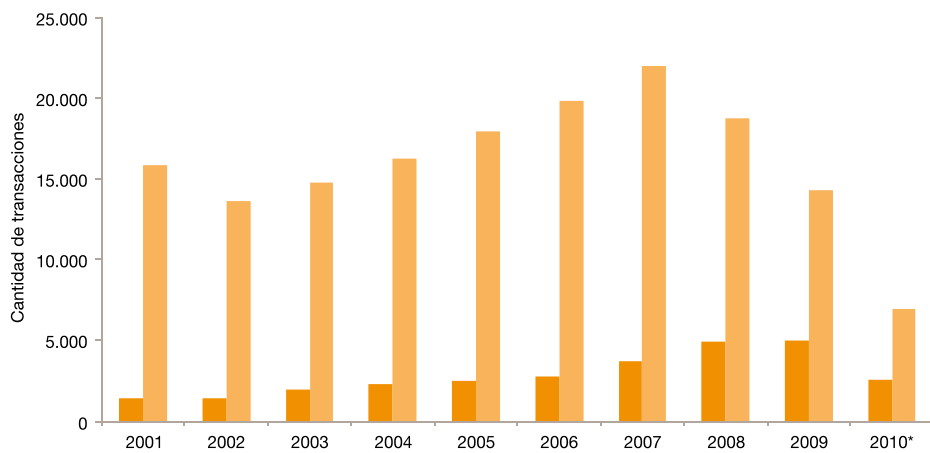
Aquellas compañías que construyan alianzas tempranas con multinacionales de países emergentes estarán afianzando su modelo de negocios para los años venideros.

#### Todos por igual

La fuerte reducción en la actividad de M&A afectó por igual a diversas industrias. Los sectores de energía y de finanzas, que entre 2006 y 2007 aumentaron un 60% el valor de las transacciones, tuvieron prominentes caídas del 20% al año siguiente. Estos sectores representaron el 17% y 25% del valor total de *deals* respectivamente durante el año 2009, seguidos por el de salud, con el 12%, y el industrial, con el 11% (Cuadro 3).

## Cuadro 2

### Operaciones de M&A en países desarrollados y en BRIC



Fuente: Thomson Reuters

BRIC Países desarrollados

\* Datos hasta el 30 de junio de 2010

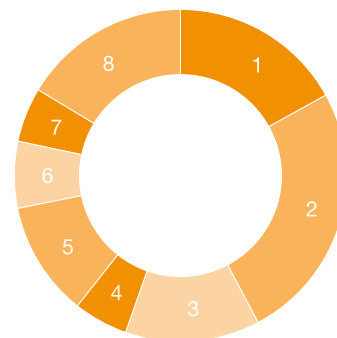
BRIC: Brasil, Rusia, China e India

Países desarrollados comprende a Estados Unidos, Reino Unido, Japón y Alemania

## Cuadro 3

### Operaciones de M&A por industria - 2009

(Por valor de transacciones)



1 Energía 17%

2 Finanzas 25%

3 Salud 13%

4 Tecnología 5%

5 Industrial 11%

6 Materiales 7%

8 Telecomunicaciones 6%

9 Otras 16%

## De cara al futuro

En conclusión, a pesar de que la actividad global de M&A ha retrocedido casi diez años en términos de dinero y dinamismo, la primera mitad del año mostró leves mejoras en algunos países como en el caso de los BRIC, especialmente en el número de *deals*. Si bien las operaciones fueron en promedio de menor envergadura, esta reactivación augura un buen pronóstico, así como un cambio en el mundo de las M&A. Es de esperarse que en los años venideros nuevos jugadores provenientes de regiones emergentes, como Asia y América Latina, cobren importancia

significativa en la industria de las M&A. Estos compradores estarán motivados por una variedad de objetivos tales como expandir el mercado, asegurar una mayor proporción de la cadena de valor en sus actividades, adquirir conocimiento y tecnología, incrementar las economías de escala existentes, asociarse con marcas reconocidas internacionalmente y diversificar su exposición al riesgo.

CEO

# *Curiosidad*



# Claves para realizar con éxito un proceso de M&A

Los pasos a seguir para triunfar en el proceso de una operación. Consejos para la definición de la estrategia, valuación y oferta de una compañía, contacto con inversores, negociación y cierre de la transacción.



Por Ignacio Aquino

Socio de la práctica de M&A de  
PwC Argentina.

El proceso de venta de una compañía reviste características únicas desde muchos puntos de vista. Cuando los vendedores son personas físicas, por un lado, se corona el esfuerzo de años de trabajo y, en muchos casos, la historia que de generación en generación construye una familia. Por otro lado, es un proceso que posee un alto nivel de intensidad, considerando que quien vende lo suele hacer una sola vez y que, por ello, el margen de error debe reducirse a su mínima expresión. También implica la tarea nada sencilla de mantener el equilibrio emocional y la objetividad por sobre la ansiedad y el nerviosismo que provoca la venta de una empresa a sus accionistas.

Estos procesos tienen además características únicas e irrepetibles porque son siempre diferentes, con particularidades distintivas y sobrellevan aspectos que necesitan un abordaje a medida. Por estas características es difícil

proponer una única estructura que aplique para todos los casos. Sin embargo, a continuación se describe de manera sintética las etapas de un proceso de venta típico que hemos experimentado en diversas oportunidades:

- a) Definición de la estrategia
- b) Valuación de la compañía
- c) Preparación de un memorándum de oferta
- d) Contacto con los inversores
- e) Negociación
- f) Cierre de la transacción

## **a) Definición de la estrategia**

Una de las claves para el éxito de la transacción es el análisis y la definición de la mejor estrategia de venta. Para ello es necesario lograr un entendimiento profundo de la empresa, relevar su situación actual, su historia, sus perspectivas. También es importante conocer sus fortalezas y debilidades, así como sus aspectos impositivos, legales, de negocio, etc.

Es de vital importancia definir si se realizará una venta de acciones o una transferencia del fondo de comercio,

porque ambas opciones tienen un impacto impositivo definitivamente distinto.

La identificación del inversor resulta una instancia crucial, dado que un error en este sentido podría derivar en el fracaso del proceso o al menos en una dilación innecesaria.

Adicionalmente, se deberá definir la información para suministrar a los potenciales inversores y en qué etapa del proceso será provista, para no develar secretos o información estratégica antes de tiempo.

En función del grado de solidez de la compañía a vender y de la identificación de los inversores se definirá si el proceso de venta se desarrollará en un ambiente competitivo o mediante una negociación “uno a uno”.

### **b) Valuación de la compañía**

En esta etapa se realiza un análisis más profundo de la empresa con foco en la situación comercial y financiera, sus alternativas de expansión y posibles sinergias con potenciales inversores.

En lo que respecta a la valuación de la empresa, cabe destacar que lo que se determina es un rango de valor, o valor de referencia, y no así el precio final, que surgirá de la negociación entre las partes. Este rango de precio puede ser calculado con distintas metodologías, entre las que

se destacan:

- Flujo de Fondos Descontados (DCF - *Income approach*)
- Múltiplos de Mercado o Comparables (*Market approach*)

El método de Flujo de Fondos Descontados está basado en el concepto de que el valor de la empresa es igual al valor actual de los flujos de fondos futuros del negocio. Se deben tener en cuenta las proyecciones económicas financieras, el horizonte de planeamiento, el valor residual, la tasa de descuento y los activos y pasivos no operativos.

La valuación por múltiplos consiste en la valuación de un activo comparándolo con los valores de mercado (Valor del negocio sobre Ventas, Valor del negocio sobre EBITDA, etc.), ya sea por cotización pública como por transacciones de compra-venta de activos similares o comparables.

### **c) Preparación de un memorándum de oferta**

A continuación se describen los principales aspectos que componen el memorándum de información, documento que será presentado ante los inversores para intentar captar su interés en adquirir la compañía. Algunos de los principales capítulos son: composición accionaria, historia de la empresa, descripción de marcas, productos y servicios, descripción

del mercado, organigrama de la empresa, análisis estratégico / FODA, descripción de los planes de la empresa, proyección económica financiera.

### **d) Contacto con los inversores**

En esta etapa se identificarán los potenciales inversores, teniendo en cuenta las características de la compañía y las preferencias de los accionistas.

Los inversores se dividen en dos grupos: los financieros y los estratégicos. También existen combinaciones de ambos, es decir, inversores financieros que terminan asumiendo un comportamiento estratégico porque dirigen sus inversiones hacia una determinada industria.

En este proceso se llevarán a cabo las siguientes tareas:

- Selección de los inversores
- Validación y aprobación de los inversores por los accionistas
- Contacto con los inversores
- Firma del acuerdo de confidencialidad
- Entrega del *Offering Memorandum* e información general de la compañía
- Confirmación del interés de los potenciales inversores



Ignacio Aquino

### e) Negociación

Una vez contactados los inversores se deberán aclarar las dudas que eventualmente surjan acerca de la información suministrada y, si así fuera requerido, coordinar la presentación de datos adicionales.

Una vez que los inversores cuentan con la información necesaria, o la que estratégicamente se les provea, se les requerirá la presentación de las ofertas no vinculantes. Dichas expresiones de interés se analizan junto con los accionistas de la compañía, para luego definir el curso de acción respecto de la continuidad del proceso.

Luego de este análisis finalmente se seleccionará aquella oferta que reúna las condiciones más favorables y se negociará la carta de intención, que seguramente estará sujeta a un *due diligence* final. Es muy importante definir cual será el alcance del *due diligence*, la información a

revisar, así como el plazo que tendrá el inversor y sus asesores para realizar las tareas de revisión.

Posteriormente, y en función de las condiciones negociadas en la carta de intención, se procederá a negociar los hallazgos del *due diligence*, siempre y cuando el resultado del mismo haya sido satisfactorio y no implique el fin del proceso.

A continuación, normalmente se inicia una etapa de negociación intensa sobre aspectos más específicos que aún no habían sido tratados, como así también sobre las cláusulas legales relacionadas con los contratos que formarán parte de la transacción.

Muchos accionistas creen que lo único relevante de la negociación es el precio, pero este pensamiento no podría estar más alejado de la realidad. Existen muchos otros temas igualmente importantes que deben ser revisados, los que finalmente pueden tener un impacto económico significativo. Dentro de las cuestiones que habitualmente forman parte de la negociación, además del precio, se pueden mencionar: porcentaje de venta, forma de pago, continuidad y remuneración del *management*, salida posterior, distribución de utilidades, futuras inversiones, límite de licuación, protección del minoritario, ajuste de precio por *due diligence*, cuentas de *escrow*, ajustes por capital de trabajo y responsabilidades *post closing*, entre otras.

### f) Cierre de la transacción

En esta etapa se perfecciona la transacción a través de la firma de los contratos respectivos. En el caso de la venta del 100% de la participación accionaria, se firmará el contrato de compra-venta de acciones y probablemente el de garantías (*escrow account*). En el caso de no venderse la totalidad de las acciones, también deberá firmarse un acuerdo de accionistas, que regulará los derechos y obligaciones de los distintos grupos societarios.

En el mismo acto de la firma, se realiza la transferencia de los fondos y el traspaso de las acciones a los nuevos accionistas. También, de manera concomitante, se realiza el *take over*, en el cual se tomará posesión de la operatoria de la empresa, donde se efectuarán cortes de documentación, arqueos, inventarios, etc.

Para finalizar, siempre recuerdo aquel dicho que afirma que “no hay una segunda oportunidad para dar una primera buena impresión”, porque puede aplicarse para resumir la importancia que conlleva un proceso de venta, donde no hay lugar para la improvisación y donde la parte vendedora debe prepararse de la mejor manera. La venta de una empresa es un momento muy importante y único. Para ello debe contarse con las herramientas más adecuadas, para lograr maximizar los resultados. Es un proceso complejo que involucra aspectos diversos y sólo el debido abordaje de cada uno de ellos garantizará el éxito del conjunto.

CEO

# *Coraje*



***“El management es fundamental en el momento de invertir en una compañía”***

**Carlos García**  
.....  
Co-Managing Partner y CEO de  
DLJ South American Partners.....



**CEO Argentina Hot Topics entrevistó a Carlos García, Co-Managing Partner y CEO de DLJ South American Partners, fondo de inversión propietario de compañías como Grupo Peñaflor, Arcos Dorados e Internacional Health Services, entre otras. En un repaso sobre la función de los fondos de inversión, Carlos García describe cómo administran sus compañías y cuáles son los principios y criterios para mantener el liderazgo de manera sostenible.**

DLJ South American Partners es un fondo dedicado a invertir en América del Sur, con especial énfasis en Brasil, Argentina y Chile. El 40% de su capital es de inversores norteamericanos, otro tanto de europeos, un 9% de latinoamericanos y un 11% de inversores de otros lugares del mundo como Asia y Medio Oriente. Su portafolio contiene empresas como Arcos Dorados, que administra McDonald's, y Grupo Peñaflor, un importante jugador de la industria vitivinícola argentina.

En Brasil, posee Brasil Trade Show Partners, que organiza ferias comerciales; Academia Brasileira de Educação, Cultura e Empregabilidade, relacionada con la educación en ese país; y Technos Relógios, el mayor fabricante de relojes de Brasil.

En Chile, administra Cameo Marinetti, el mayor productor de etiquetas para la industria de bebidas, vinos y productos de consumo masivo.

También posee International Health Services, compañía de ambulancias y atención médica domiciliaria; L'Equipe Monteur, una compañía de autopartes argentina; y el grupo Zucamor, compañía líder en el negocio de envases de cartón corrugado y bolsas multipliego de Argentina.

Recientemente, DLJ compró el 25% de Grupo Santillana de Ediciones al grupo español de comunicación Prisa.

**PwC Argentina: ¿Qué es y cuál es el rol de un Fondo de Inversión (FI)?**

**Carlos García:** Es un vehículo de inversión. El nombre surge porque, cuando se ideó este modelo de negocios en el mundo

desarrollado, se crearon vehículos o *pools* que permitían juntar el capital de varios inversores, cederle la administración a un administrador profesional y que ese administrador llevara adelante la estrategia de inversión. En general, los FI de capital de riesgo, como se les dice en español, o de *private equity*, tienen por propósito generar una apreciación de capital para sus inversiones mediante la inversión en compañías privadas cerradas, o no públicas, y se los define por contraposición a los fondos abiertos, que invierten en compañías públicas. En definitiva, nuestro rol es identificar, evaluar, concretar, monitorear y realizar las inversiones que efectuamos, que son las diferentes etapas en la vida del FI. El administrador tiene la responsabilidad de conducir esas diferentes etapas en la vida del proyecto. Se persigue la inversión dentro de una estrategia determinada, de un portafolio de inversiones. Si se analiza una curva de la composición de los portafolios de inversiones, en el extremo de mayor liquidez y menor riesgo se observa a los títulos públicos, y en el extremo de mayor riesgo y menor liquidez, a los activos alternativos. Dentro de esta categoría está el *private equity*, y a su vez éste contiene una subcategoría, que es la inversión en mercados emergentes y en América Latina, que obviamente pasa a ser una porción generalmente pequeña de ese portafolio.

**PwC A: ¿Cuáles son los desafíos y las oportunidades para la industria del private equity en Argentina?**

**CG:** La actividad en Argentina está expuesta a las mismas vicisitudes,

limitaciones y restricciones que tiene cualquier actividad de inversión, ya sea la de una compañía industrial o la de un inversor individual. Quizás tenga como componente adicional que los administradores de fondos tienen que decidir si invertir en Argentina o en otros países de la región; ahí es donde quizá Argentina se presenta con alguna debilidad relativa frente a otros mercados. Si uno analiza toda la historia del negocio, las transacciones más exitosas que se han hecho en el mundo se han generado comprando en los momentos de crisis, no en los de euforia. Argentina presenta hoy un desafío interesante en definir si la relación riesgo-retorno es la adecuada frente a las oportunidades.

#### **PwC A: ¿Existen dificultades para salir de las inversiones?**

**CG:** Hoy es quizás el gran problema para el negocio de *private equity* en Argentina. Hay evidentes restricciones para poder realizar las inversiones ya efectuadas, es decir, para poder monetizar nuestras inversiones. Nosotros como inversores en *private equity* tenemos que tomar en algún momento la decisión de vender. Hoy Argentina enfrenta la propia situación del país que podría estar limitando el número de potenciales inversores estratégicos que quieran ingresar en el país.

#### **PwC A: ¿Es un buen momento para comprar?**

**CG:** Podría ser un buen momento para comprar pero, como te decía antes, presenta muchos desafíos al momento de salir. En un portafolio de inversiones uno tiene decisiones de inversiones nuevas que quiere hacer, pero tiene también una cantidad de compañías que quizás en la vida biológica del fondo ya estaría más proclive a vender. Como administrador de *private equity* tengo que mirar el comienzo y el final de todo el ciclo de mi fondo. Ahí es donde veo que hay algunos problemas para el negocio en la región.

#### **PwC A: Es paradigmático, si se compara este problema en Argentina con la situación de poco más de una década atrás.**

**CG:** Yo creo que tiene que ver con la realidad económica y con la percepción que Argentina genera en el mundo inversor. En las encuestas que hacía PwC Argentina acerca de los destinos preferidos de *private equity* dentro de América Latina en los noventa, Argentina estaba “rankeada” primera. Hoy figura quinta, con suerte, lo que indica que cambió el flujo de capitales. No quiero abrir una apreciación de valor sobre la política económica argentina pero que el país haya tenido una fantástica recuperación económica en los últimos años y que la mayoría de las compañías que operan en Argentina obtuvieran muy buenos resultados, es una condición necesaria pero no suficiente para el negocio de *private equity*. La condición necesaria y suficiente es poder vender las empresas. El gran problema de Argentina es que la extraordinaria performance económica no se tradujo en valorización de activos. En los noventa, correcta o incorrectamente, había una percepción de potencial apreciación del valor de los activos que hoy no existe.

#### **PwC A: ¿Cómo estamos respecto del resto de la región?**

**CG:** Brasil es un buen ejemplo. Hoy en día tiene una lluvia de capital de riesgo interesado en invertir a pesar de la crisis internacional, lo que claramente demuestra el fenómeno de convivencia de fundamentos económicos que hace pensar que a las compañías les va a ir bien a pesar de la recesión, y que los activos van a apreciar su valor, producto de la realidad económica y de las perspectivas de la economía. Pasa lo mismo en Perú, en Colombia y en Chile, lo que significa que no necesariamente es una cuestión del tamaño del país donde se materializa. Lamentablemente, en Argentina hay una

percepción de que es muy difícil realizar apreciaciones de activos que hagan interesante la decisión de inversión en *private equity*.



Carlos García

#### **PwC A: ¿Qué características tiene que tener una empresa para ser atractiva para un Fondo de Inversión?**

**CG:** Es difícil pensar en una regla general. Nos interesan dos criterios básicos. Primero, que la compañía sea una plataforma adecuada para realizar una apreciación de valor activo. Segundo, que sean compañías que tengan una dimensión tal que permita atraer y retener a los gestores adecuados. Uno puede tener una excelente compañía muy pequeña, que puede ser extremadamente rentable y atractiva, en términos de apreciación de capital, pero que no me permite gestionarla de manera profesional, teniendo un equipo de gerencia y cumpliendo estándares de *compliance*. Para un FI como el nuestro, no tener esa capacidad es una restricción.

**PwCA: ¿Cuál sería un piso promedio de facturación en las empresas que analizan?**

CG: Es muy difícil decirlo, pero nos cuesta movernos en una compañía con una facturación menor a 50 millones de dólares. Nada nos impide hacerlo, pero desde el punto de vista de la operación y la gestión nos encontramos con restricciones. Hay una cuestión también básica: el costo fijo de hacer una inversión es el mismo.

**PwCA: ¿Es igual para una compañía que factura 1, 50, 100 ó 200 millones?**

CG: Exactamente. Una vez hecha la transacción, el costo de oportunidad de alojar recursos para monitorear una inversión es el mismo, no importa el tamaño.

**PwCA: ¿Qué rol juega el management de la empresa dentro del análisis de la inversión?**

CG: Es fundamental y excluyente. Nuestro fondo tiene dos principios básicos en nuestro modelo de operación: el capital no es un factor restrictivo y las máquinas las compra cualquiera. Lo que hace la diferencia entre una buena y una mala inversión es el *management*. Es la variable crítica en nuestra decisión de inversión y por eso es muy importante que las compañías donde invertimos tengan buen *management* o, si es necesario reforzarlo, que tengamos la capacidad de atraer buenos *managers*.

**PwCA: ¿Es tan crucial como para dejar de invertir en la compañía?**

CG: Sería muy raro que hiciéramos una inversión en una compañía en la que llegáramos a la conclusión de que el *management* no es el adecuado pero el negocio es bueno. No creemos que la solución sea cambiar todo el *management*,

porque al riesgo habitual de la inversión se suma un problema de ejecución. Nuestra idea es reforzar posiciones y mejorar ciertos talentos en la organización.

**PwCA: ¿Cuáles son las ventajas que obtienen las empresas al incorporar un FI?**

CG: La primera es la inyección de capital que un FI puede hacer en el momento de invertir en una compañía. La segunda está también vinculada al tema disponibilidad de capital: normalmente algunos FI tienen una capacidad de generar a la compañía acceso a capital muy importante, más allá del capital invertido por el propio fondo. Ya sea porque tiene muy buena relación con instituciones financieras o porque dentro de los inversores del FI puede haber organismos multilaterales de crédito. La tercera ventaja es que normalmente los FI imponen una gran adhesión a la transparencia corporativa, a las reglas de *compliance* y a los sistemas de operación; o sea, la incorporación de mejores prácticas a la gestión.

**PwCA: ¿Y respecto de los resultados?**

CG: Es una cuarta ventaja. Nosotros planteamos un modelo de gestión que tiende a la optimización constante de la compañía a través de una cultura de resultados. Esto implica esquemas de compensación alineados con resultados; la evidencia empírica en todo el mundo demuestra más casos exitosos que fracasos. Por último, otra ventaja es la disciplina de planificar, controlar y monitorear las acciones de la gerencia a través de un adecuado funcionamiento del Directorio u otros órganos de gobierno corporativo.

**PwCA: ¿Qué importancia tienen los primeros días luego del take over?**

CG: Los primeros cien días marcan un estilo, condicionan las prioridades,

introducen cambios muy importantes y sirven para que se reciba el mensaje en la organización. Sin embargo nuestro modelo le da mayor importancia a la sistematicidad, constancia y recurrencia en la aplicación de nuestros estilos de gestión y de conducción. Hay cuestiones en las que hay que ser muy sensibles. Las organizaciones antes de un cambio de propiedad pasan por un nivel de estrés importante.

**PwCA: ¿Cuáles son las razones por las que generalmente una transacción no resulta exitosa?**

CG: Depende si esto es antes de invertir o después de invertir. En nuestra experiencia, hay dos razones fundamentales por las cuales una transacción no funciona antes de concretarse. La primera es porque no tuvimos un acuerdo de precio y la segunda es por hallazgos en nuestro proceso de *due diligence*. No recuerdo un solo caso en mi vida profesional que hayamos parado un proceso sobre la base de que cambiaron las condiciones macro.

**PwCA: ¿Y en el momento post inversión?**

CG: Hay dos razones. La primera es porque las condiciones macro se han alterado y la segunda sucede cuando cometemos un error en decisiones de *management*. Cuando uno analiza una inversión, en definitiva, puede tratar de racionalizar muchos componentes: cuál es el mercado, quiénes son los competidores y sus características, cuáles son los márgenes del negocio. Uno puede tratar de racionalizar todo eso pero, al final del día, hay una parte del análisis que es una decisión puramente de juicio de valor: tenemos o no a la gente adecuada para administrar la compañía.

**PwCA: ¿Cuál es la vida promedio de las inversiones?**

**CG:** Estos FI tienen una vida prevista de hasta 10 años, con capacidad de extenderse a 12 ó 13. El FI no se invierte todo junto, sino progresivamente, con lo cual es muy difícil de antemano definir cuál es la vida promedio que uno desea. Nuestro promedio histórico en el período 1996-2009, si asumiéramos que todas nuestras inversiones se venden hoy, daría alrededor de 6 años y medio, que es larga con respecto a lo que pasa en el resto del mundo.

**PwCA: ¿Estas inversiones están atadas a ciclos?**

**CG:** Claro que sí. Los ciclos en América Latina son muy intensos, pero cuando nosotros evaluamos nuestra decisión de inversión normalmente lo hacemos para un período de entre 4 a 7 años. A veces se puede cumplir, otras no.

**PwCA: ¿Qué nivel de rentabilidad esperan en inversiones de este tipo?**

**CG:** El retorno promedio en el mundo desarrollado se puede dividir entre los *top performers* y los *non-top performers*. En promedio, ha estado en el orden del 16% ó 17% en los últimos 20 años. Por lo tanto, nosotros tendríamos que tener un margen de retorno promedio superior al de esos activos, porque trabajamos con

expectativas de tasa de retorno de alrededor del 25% al 30% en dólares, aunque esto no quiere decir que las vayamos a obtener. Ahora, si miramos la evidencia empírica de nuestras inversiones en América Latina, la tasa de retorno de nuestras inversiones con una vida promedio de 6 años y medio fue del 22% en dólares. Estamos por arriba del promedio de esta clase de activos.

*“Si no tengo a la persona adecuada para llevar a cabo la gestión, no debería hacer la inversión.”*

*“Nunca llegamos al extremo de ser un socio pasivo.”*

**PwC A: ¿Cuáles son los sectores en los que se focaliza su FI?**

CG: Somos agnósticos en materia de sectores. No somos un inversor que esté enfocado en un determinado sector y tampoco somos un fondo especializado. La razón es que no somos un inversor estratégico; nuestras compañías son inversores estratégicos. Por ejemplo, nuestra empresa Grupo Peñaflor es un comprador estratégico en el mercado del vino. El FI sigue la teoría del portafolio: tener una diversificación en diferentes sectores y realidades económicas y estar expuesto a diferentes riesgos. Además, no hay ningún país en América Latina, con excepción de Brasil, que tenga un tamaño tal que permita una especialización en sector. La especialización creo que le agrega una dimensión de riesgo al fondo, sobre todo en un ambiente de volatilidad regulatoria y macroeconómica.

**PwC A: ¿Hay sectores en los que no invierten?**

CG: No nos gustan las industrias reguladas ni las actividades muy primarias. Preferimos operar en negocios que estén alejados de las actividades de prestación de servicios a los gobiernos.

**PwC A: ¿Qué sectores ve con mayor posibilidad de crecimiento?**

CG: En Argentina, hoy vemos dos sectores con gran potencial en el mediano y largo plazo. Nos parece que, si se dan algunas variables macro, todos aquellos sectores que sean derivados del sector agropecuario tienen una ventaja competitiva de largo plazo, que trasciende las vicisitudes de corto. Es cierto que en industrias primarias

no nos involucramos pero el modelo de llegar a la integración final nos ofrece oportunidades interesantes en el mediano plazo. Tenemos un par de ejemplos, como el caso del vino. El otro sector donde vemos una oportunidad interesante para Argentina es en el área energética. Hay condiciones estructurales y de competitividad que la harán atractiva.

**PwC A: ¿La crisis financiera generó problemas para el acceso a la disponibilidad de fondos?**

CG: Tenemos capital para seguir haciendo transacciones en la región. El atractivo potencial de América Latina y Brasil nos hace pensar que seguramente, cuando terminemos de invertir este fondo, habrá posibilidades de levantar otro. Además, nuestra trayectoria e historia de resultados nos dan una cierta credibilidad frente a la comunidad inversora, con lo cual no creemos que la disponibilidad de fondos para nosotros sea una restricción. Incluso hemos hecho transacciones más grandes que las que nuestro FI naturalmente podría hacer, con lo cual no es un factor restrictivo.

**PwC A: ¿Ustedes prefieren tener el control sobre las compañías en las que invierten?**

CG: En general, cuando invertimos lo hacemos con socios. Preferimos tener control, aunque no es un dogma. Podemos convivir en una situación de no control, pero nunca llegamos al extremo de ser un socio pasivo que viene a cobrar su dividendo. El control facilita mucho el proceso de gestión y de decisión en la compañía.

**PwC A: ¿Cuáles son las principales enseñanzas de su experiencia en private equity?**

CG: Tengo dos o tres cosas que siempre me han quedado claras. Lo primero es la paciencia, la serenidad al momento de tomar decisiones. Cuando yo trabajaba en los Estados Unidos, uno de mis jefes (que hoy es el CEO de Blackstone) me decía que la mejor transacción es la que no se hace. La segunda enseñanza es que nunca te enamores de las inversiones ni te acerques emocionalmente a los negocios, como para que pierdas objetividad de inversor y te transformes casi en un dueño. Pasar de ser inversor a ser dueño es un problema. Y por último, creo que una decisión de inversión es una decisión sobre gente: a quién elijo para gestionar este negocio. Si no tengo a la persona adecuada para llevar a cabo la gestión, no debería hacer la inversión.

CEO

# Panorama del M&A en Argentina y la región

Mientras se espera cautela en las operaciones de M&A en Estados Unidos y Europa, regionalmente crece el optimismo a manos de empresas de países emergentes: Brasil bate records históricos y Argentina se recupera luego de dos años de retroceso.



Por Santiago Balart y Leonardo Vera  
Director y Gerente de la práctica de M&A de  
PwC Argentina.

En el año 2010 se está observando un cambio de tendencia en las operaciones de M&A, tanto a nivel local como a nivel regional. Esperamos que la curva observada en los últimos meses se confirme en los próximos semestres y que los sectores más activos sean los relacionados con el agro, alimentos, recursos naturales y *real estate*. Se espera que el crecimiento sea impulsado por los países incluidos en el BRIC (Brasil, Rusia, India y China) y sea acompañado por otras economías emergentes. En Estados Unidos y Europa se prevé mayor cautela, producto de las crisis que se están viviendo en sus respectivas economías.

Los resultados de la última Encuesta Global de CEOs de PwC indican que los líderes esperan una disminución en el uso de M&A como vehículo para cumplir con sus ambiciones de crecimiento a nivel global. Eso es en parte porque el intercambio comercial ha estado bajo una fuerte presión desde el cuarto trimestre de

2008. Difícilmente puedan obtener financiación para adquisiciones directas los sectores relacionados con los bienes de capital o consumo masivo, aún aquellos negocios que hasta ahora hayan sido redituables. Sin embargo, nuestra última encuesta muestra que los CEOs de Latinoamérica y Asia son 11 puntos porcentuales más optimistas respecto del crecimiento de sus negocios que sus pares de Norte América y 20 puntos porcentuales más optimistas que los CEOs de Europa Occidental.

## M&A en números

El 2010 parece ser un punto de inflexión para los principales mercados de la región, en cuanto al nivel de actividad de M&A. Según nuestros estudios, en el primer semestre de este año se registraron 363 transacciones en Brasil, que representan un incremento del 41% en cuanto al volumen registrado en el mismo período del año anterior, y significan el récord histórico para dicho período. Argentina estuvo en línea con este crecimiento, llegando a un incremento en el volumen de operaciones del 45%.

Particularmente en el mercado argentino, el valor total de las transacciones informadas viene de un par de años en

### Cuadro 1

#### Evolución del M&A en Argentina

	2007	2008	2009	2008 vs 2009
Cantidad de <i>deals</i>	94	90	108	+20%
Monto (USD)	13.539 M	7.032 M	3.378 M	-52%
Promedio (USD)	165 M	95 M	26,6 M	-72%
Mediana (USD)	30 M	21,5 M	9,8 M	-54%

retroceso: en 2008 cayó un 48%, respecto del año anterior, y un 52% adicional en 2009. Sin embargo, el último año se registró un incremento del 20% en la cantidad de operaciones (de 90 transacciones en 2008 a 108 en 2009) (Cuadro 1).

Respecto del crecimiento observado en 2010, es importante resaltar que en el primer semestre se registraron tres transacciones relevantes: la compra del 50% de Bridas por parte de la china CNOOC (US\$ 3.100 millones), la compra del 51% del Banco Patagonia a manos del Banco do Brasil (US\$ 479,6 millones) y la compra de Laboratorios Phoenix por parte de GlaxoSmithKline por US\$ 253 millones.

En 2009, alrededor del 50% de las transacciones en Argentina correspondieron a ventas de compañías familiares/privadas (Cuadro 2). En este segmento, entre los motivos para vender se encuentran la falta de sucesores, la aversión al riesgo y el deseo de un cambio en el estilo de vida por parte de los accionistas. A diferencia de otros países la escasez de financiamiento que se vivió en el mercado local en los últimos años dejó a

las empresas de nuestro país con menores índices de endeudamiento y consecuentemente mejor preparadas para enfrentar tiempos difíciles.

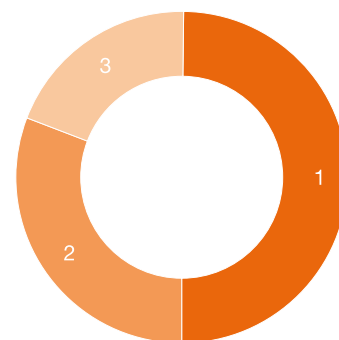
En 2009 las compañías argentinas han liderado el ranking de compradores en cantidad de operaciones en nuestro país, con el 63% de las transacciones. Sin embargo, el proceso de internacionalización de las compañías brasileñas tuvo su impacto en Argentina: obtuvieron el 50% del valor de las operaciones, mientras que las argentinas capturaron el 40% del valor operado (Cuadro 3). Las adquisiciones informadas por compañías argentinas se concretaron por montos significativamente menores que las informadas de origen brasileño durante este período.

Para poner en contexto el fenómeno del país vecino, los casos de compañías brasileñas adquiriendo *targets* fuera de Brasil representan casi una de cada cinco operaciones en los primeros cinco meses del año.

Los sectores de *real estate*, alimenticio y de servicios financieros fueron las industrias que más movimiento presentaron el

### Cuadro 2

#### Perfil del *target* (cantidad)



- 1 Privada/Familiar 50%
- 2 Subsidiaria 30%
- 3 Cotización pública 20%

último año, alcanzando el 14%, 13% y 12% del volumen registrado, respectivamente. Debido a las grandes adquisiciones realizadas por compañías brasileñas, las industrias de *oil & gas* y minería son las más significativas del año en cuanto al valor negociado, con el 39% y 26% del total. El sector bancario y de servicios financieros fue uno de los más activos en los últimos meses de 2009 y a principios de 2010. La venta de Compañía Financiera Argentina (CFA) al fondo Pegasus y Banco de Galicia, la adquisición de los negocios de banca minorista del BNP Paribás por parte de Banco Santander, la compra de un porcentaje minoritario de Banco Hipotecario en manos de IRSA, la venta de Banco Privado a Banco Macro y la reciente alianza del Banco Patagonia con el Banco do Brasil son algunos ejemplos del movimiento experimentado en el sector de servicios financieros en los últimos meses.

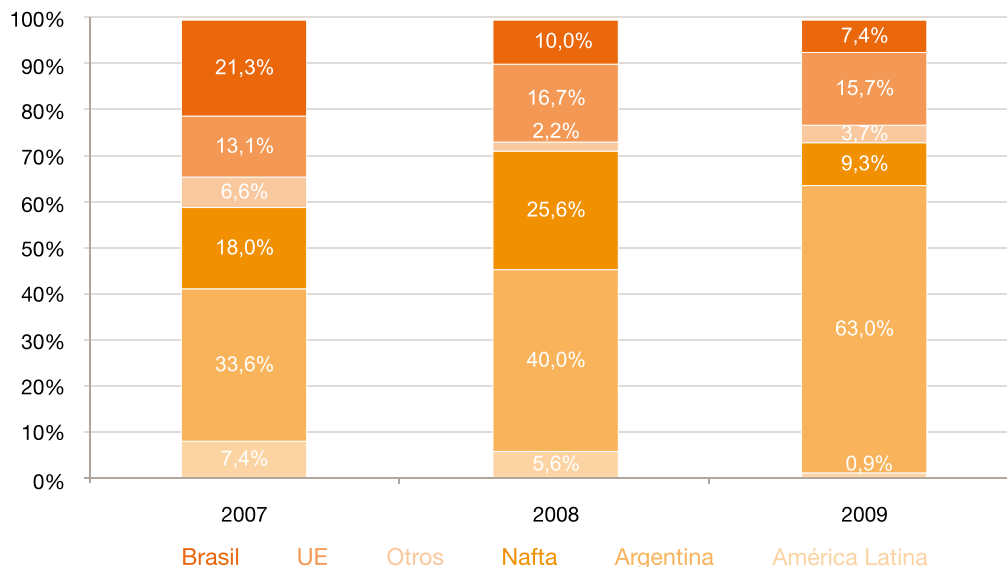
#### Los fondos de inversión

Con respecto a la participación de los fondos, Brasil ha sabido diferenciarse dentro de la región. En los últimos cuatro años los fondos de *private equity* han

### Cuadro 3

#### ¿Quiénes son los compradores en Argentina?

(Según cantidad de *deals* en 2009)



incrementado su participación en las operaciones de M&A realizadas en Brasil, desde un 7% del total de las transacciones en 2005 hasta el 24% a mayo del 2009, y llegando a un récord de 42% en el período enero-mayo 2010.

En el caso de Argentina, hoy están activos en la región un conjunto estable de fondos de inversión en la búsqueda de oportunidades. En el mercado se estima un número cercano a los US\$ 2.500 millones, disponibles para inversiones en nuestro país por parte de estos jugadores.

Para que el flujo inversor se consolide, hace falta una mayor estabilidad y previsibilidad en las decisiones de política económica, mantener reglas de juego claras a largo plazo y despejar incertidumbres políticas. Debido a esto, los fondos de *private equity* participaron sólo en el 10% de las transacciones realizadas

en Argentina en 2009, un número bajo si se compara con lo que ocurre en la región.

Es importante mencionar el ingreso de Latinoamérica en el radar de los Fondos de Inversión Soberanos (o "SWF", por sus siglas en inglés) y otros grandes fondos globales de inversión en busca de oportunidades en sectores primarios y recursos naturales. Es creciente el interés de estos grandes jugadores en sectores como el agro, la minería y petróleo y gas, principalmente. De todas formas, hay que recordar que varios SWF que adquirieron participaciones minoritarias en grandes compañías de Europa Occidental y USA vieron cómo el valor de sus inversiones se derrumbaba, al tiempo que los mercados continúan volátiles. Por lo tanto, no se espera que aumenten significativamente su apetito de inversión durante 2010.

#### **Menores montos y mayor creatividad en los deals locales**

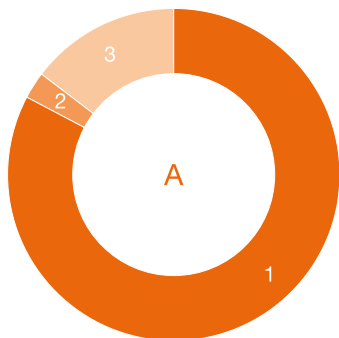
En 2008 y 2009 se observó un mercado convulsionado por una cantidad récord de operaciones que se cancelaron. Estas transacciones se han caído en muchos casos por compradores que quisieron renegociar los términos ante la crisis y vendedores que no aceptaron sus ofertas.

En 2009 se observó una mayor creatividad a la hora de acercar posiciones. Con un escenario marcado por la incertidumbre y con escaso crédito disponible, los vendedores comenzaron a aceptar alternativas como pagos diferidos, pagos con acciones del grupo comprador y parte del precio atado a los resultados futuros del negocio vendido (*earn-outs*). Esperamos seguir viendo una gran cantidad de *deals*, sobre todo en compañías medianas, que se cierren

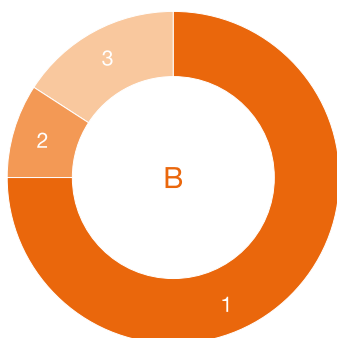
**Cuadro 4**

Cambio de hábitos en el mercado argentino de M&A

Transacciones 2007 (por monto)



Transacciones 2007 (cantidad)



A	1	Compra mayoritaria 83%
	2	Compra de activos 2%
	3	Compra minoritaria 15%

B	1	Compra mayoritaria 75%
	2	Compra de activos 9%
	3	Compra minoritaria 16%

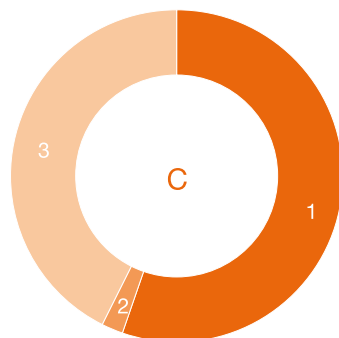
C	1	Compra mayoritaria 56%
	2	Compra de activos 2%
	3	Compra minoritaria 42%

D	1	Compra mayoritaria 72%
	2	Compra de activos 6%
	3	Compra minoritaria 22%

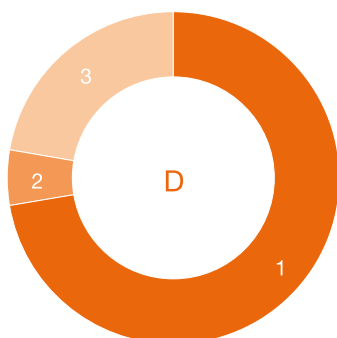
E	1	Compra mayoritaria 42%
	2	Compra de activos 32%
	3	Compra minoritaria 26%

E	1	Compra mayoritaria 44%
	2	Compra de activos 22%
	3	Compra minoritaria 34%

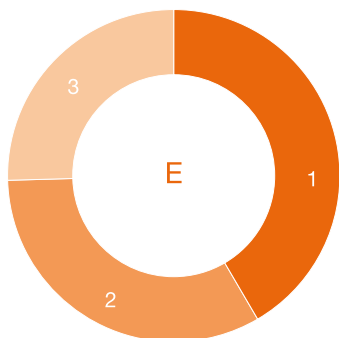
Transacciones 2008 (por monto)



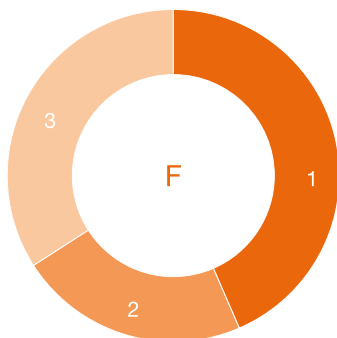
Transacciones 2008 (cantidad)



Transacciones 2009 (por monto)



Transacciones 2009 (cantidad)





Santiago Balart y Leonardo Vera

***“En Brasil la cantidad de transacciones cerradas en el primer trimestre de 2010 batió los récords históricos.”***

mediante estos instrumentos para zanjar las diferencias, principalmente de valuación.

Como consecuencia del uso de estas alternativas, puede verse que en los últimos años se han ido reemplazando las adquisiciones de porciones controlantes por compras de activos y de porcentajes minoritarios. La falta de oportunidades de financiamiento y la dificultad para obtener fondos que permitan la adquisición de porciones controlantes,

junto con la cautela con la que se manejaron los inversores luego de la crisis, han logrado que se haya incrementado el uso de este tipo de operaciones. El Cuadro 4 muestra la variación en las preferencias de los compradores a la hora de realizar inversiones en el mercado local en los últimos tres años.

El uso de estas alternativas puede resultar muy útil, aunque requieren de mayor experiencia al momento de estructurar la transacción. Es importante velar para que

las mismas resulten una herramienta útil, sin dañar con el paso del tiempo el espíritu de lo negociado entre las partes.

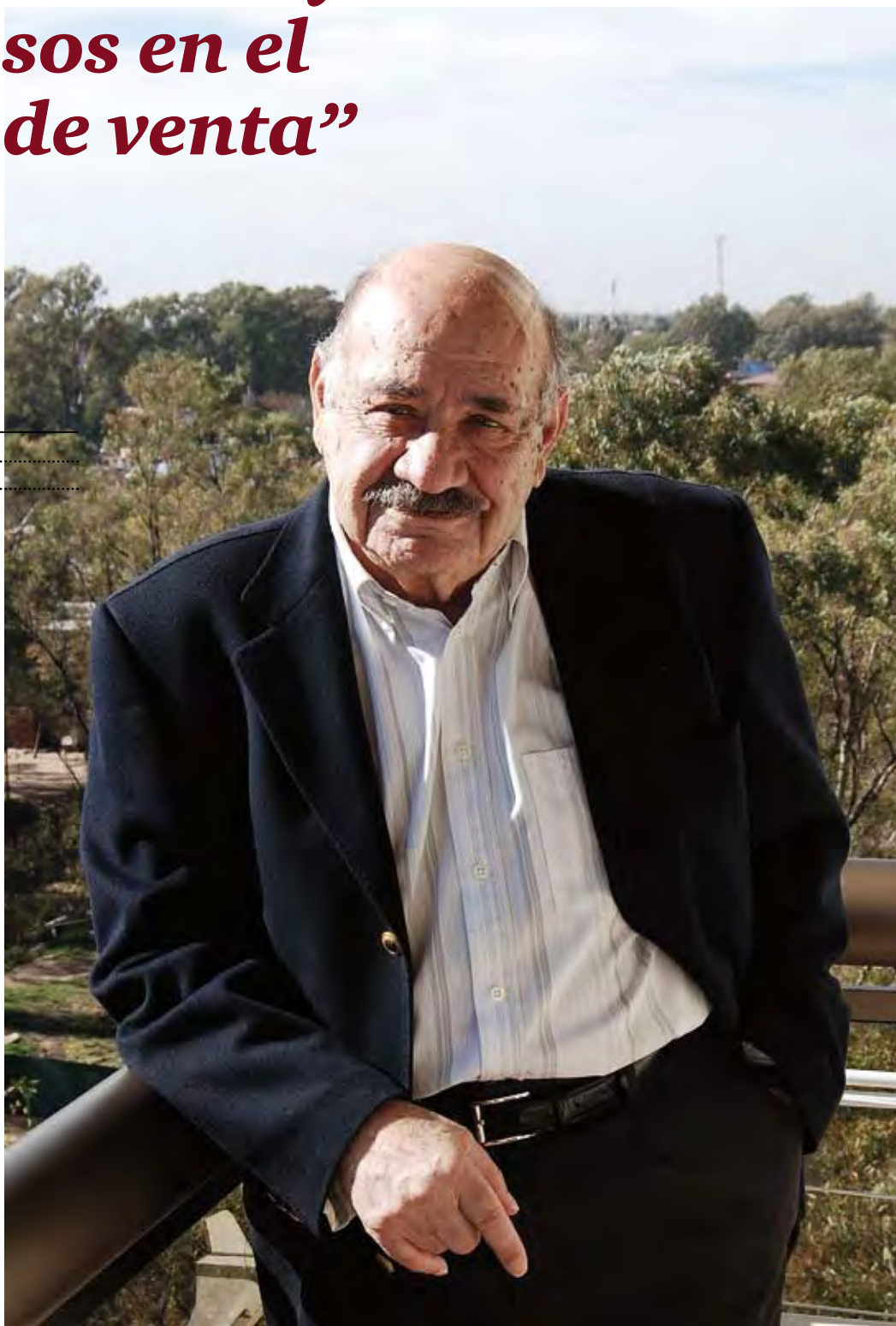
Como conclusión, las expectativas para el corto plazo son más optimistas que en los últimos 24 meses para nuestra región y, en conjunto, las adquisiciones por parte de los mercados emergentes constituirán una mayor proporción de M&A en 2010 a nivel global.

CEO



***“Hay que ser muy cuidadosos en el proceso de venta”***

**Manuel Abichaín**  
Fundador de Minera TEA.



**CEO Argentina Hot Topics entrevistó a Manuel Abichaín, fundador de Minera TEA, una de las mineras más importantes de Argentina. El ejecutivo, ya retirado, cuenta la experiencia que resultó del proceso de venta de la compañía, cómo tomaron y efectivizaron la decisión y cuáles fueron los criterios y valores que mantuvieron a lo largo de los años.**

Minera TEA es una de las empresas mineras más emblemáticas de Argentina. Nació en 1961 de la mano de sus fundadores, Manuel Abichaín y otros dos socios, y creció progresivamente hasta conformar uno de los principales productores de cales. Actualmente es operada por Unimin, que pertenece al grupo belga Sibelco. Su planta mayor está en Albardón, provincia de San Juan, donde 15 hornos producen 45 mil toneladas mensuales de cal, es decir, 540 mil toneladas por año. Hoy la empresa abastece a alrededor del 80% del mercado de cales de la industria siderúrgica, siendo proveedor de Acindar en los rubros de piedras y distintos tipos de cales. También provee el 80% del consumo de cales para tratamiento de aguas. Es proveedor de Minera Alumbrera, que produce oro y cobre en Catamarca, y participa en un 30% del mercado de carbonato de calcio precipitado. Además, grandes volúmenes de cal se exportan principalmente a Chile, donde se usa como insumo para la producción de cobre.

**PwC Argentina: ¿Cómo nace esta compañía?**

**Manuel Abichaín:** Alrededor de 1960 estaba trabajando en el norte de Córdoba, luego de haber estado en Río Negro. Allí había conocido a dos geólogos; uno de apellido Tabacchi y otro Elizalde. Después de trabajar en la Patagonia y en el norte de Córdoba llegué a la conclusión que no me iba a ser fácil seguir en relación de dependencia. La opción era formar una empresa. Hablé con ellos, que trabajaban en Fabricaciones Militares y me dijeron que sí. De ahí viene el nombre TEA: Tabacchi, Elizalde y yo. Hubo varios amigos que me prestaron dinero. A uno de ellos se lo pedí diciendo: “Yo no sé cuándo

te lo puedo devolver”. Y este buen señor me dijo: “¿Y quién te preguntó cuándo me lo devolvés?”.

**PwC A: ¿Qué edad tenía usted?**

**MA:** Tenía 32 años. Martín Tabacchi tenía 44 y Elizalde, 40. Nuestro primer problema era de dónde sacar dinero para comprar el equipamiento; lo logramos con el financiamiento y los equipamientos de mi anterior trabajo. Al poco tiempo, el sacrificio era muy grande; nos empezaron a pagar con bonos de cancelación de deuda, que en el mercado se vendían al 60%, y no nos alcanzaba el dinero. Fue la época más dura. Ahí hablé con los siete empleados que teníamos en ese momento y les dije que no estábamos en condiciones de pagar. Entonces se les dio acciones en una sociedad colectiva.

**PwC A: ¿Era tan complicada la situación económica que algunos de los empleados terminaron siendo accionistas?**

**MA:** ¡Todos! Todos los profesionales de ese momento terminaron siendo accionistas. Ahí fue cuando llegamos a los 10 que éramos al vender. Y a partir de ahí, Tabacchi comenta que en Jujuy había un yacimiento de caliza, lo mejor que había en el Norte, y fuimos a explotarlo. Luego conseguimos un contrato con Acindar, que increíblemente logramos cumplir, y con Sapra. Pero teníamos deudas con algunos de nuestros empleados. Entonces les dije que no teníamos con qué pagarles pero que venderíamos un equipamiento para hacerlo. Uno de ellos me dijo entonces que nos daba tres meses de plazo para pagarles. Eso realmente me emocionó. La historia inicial está llena de gestos de solidaridad de amigos.

**PwCA: ¿Cuánto tiempo pasó entre que arrancaron de cero y empezaron a generar una empresa sólida?**

**MA:** Tres años muy duros. Pero duros al extremo de que en vez de pagar el alquiler nos tenían que prestar plata para comer. A partir de ahí no es que las cosas mejoraron, sino que fluctuaban mucho... Luego de eso vino un contrato que era mucho dinero. Ese contrato tenía un atractivo: pagaban 6 millones de pesos por adelantado, unos 600 mil dólares de ese momento.

**PwCA: ¿Tuvieron que dejar de explotar en algún momento?**

**MA:** Intentamos brindar servicios como empresa de estudio pero fue un fracaso. A partir de ahí vino un largo peregrinaje, donde mezclábamos explotación con algunos estudios. Hasta que me encontré con un amigo en un vuelo, Gustavo Carmona, al que habían contratado para repavimentar las rutas 7 y 9, en las cercanías de Río Cuarto. Él necesitaba una cantidad muy grande de piedra. Volví a la compañía y dije que tenían 24 horas para encontrar una cantera de piedra lo más cercano posible a la ruta. En 24 horas la encontraron y en 30 días debíamos estar entregando. No teníamos un peso pero llegamos. El día 30 estuvimos entregando. Fue un hito en la historia de TEA.

**PwCA: ¿Y cuántos años pasaron hasta que finalmente pudieron vivir de la compañía?**

**MA:** Alrededor de 16 años, desde el año '61 al '76, cuando entramos en Río Turbio. En ese momento ya habíamos aprendido un poco: que para hacer algo teníamos que calcular un costo y un

precio de venta, y que el precio de venta tenía que ser mayor que el costo. Mientras tanto, sumamos ingenieros y demás administradores; llegamos a tener más de 500 empleados. Y se fue produciendo una especie de selección natural; por un lado los que estaban y trabajaban, y por otro los que se iban rápidamente. Luego hicimos una segunda camada de selección, que fue un poco más programada. Necesitábamos cuatro ingenieros y tomamos ocho. La idea era que se diera una selección natural, cosa que efectivamente se produjo.

**PwCA: Empezaron a implementar políticas de recursos humanos...**

**MA:** Claro, teníamos más visión. Para muchas personas su único trabajo había sido TEA. Tenían más de 40 años en la empresa. Eso hacía que no se estableciera una relación empresario-funcionario, sino amigo. Conocía a la persona y hasta el apodo de los hijos. Y cuando uno de ellos tenía algún problema de salud o de financiamiento, la empresa estaba detrás de ellos. Eso hizo que se constituyera un equipo muy unido.

**PwCA: ¿Tenían una cultura que compartían en común?**

**MA:** Sí, el origen de clase media hizo que tuviéramos una cultura del esfuerzo. Esa cultura hay que entenderla en aquel entonces, los años '60, cuando todavía era posible ir ascendiendo en la escala social en función del esfuerzo. Hoy no sería posible hacer TEA, porque no habría ningún hombre de bien que te diga que no le importa cuándo le vas a devolver el dinero. TEA también se fue convirtiendo en una familia. Durante muchos años la pregunta no era cuánto debíamos, sino con cuánto nos

arreglábamos. No se pagaba en función de jerarquía, sino de la necesidad.

**PwCA: ¿Y lograron nuevos hallazgos?**

**MA:** Uno de los geólogos había encontrado que los rayos gamma indicaban la presencia de potasio, a 1100 m de profundidad. Cada pozo costaba más o menos un millón de dólares. Luego San Juan fue creciendo, al extremo que nos convertimos en los mayores productores de caliza del país; creo que llegamos a vender el 62% del consumo de cal industrial. A partir de ahí ya todo era un poco más llevadero.

**PwCA: ¿Cuál es el gran saldo que queda de la experiencia?**

**MA:** Que las diez familias nos constituimos en una gran familia. Y tuvimos la suerte, o la habilidad, o la suerte y la habilidad de incorporar a esta familia a los siete u ocho gerentes, e incluso a los capataces. Se casaba la hija de alguno de los capataces y uno de nosotros era el padrino. Había una relación muy entrañable entre todos, donde las jerarquías estaban por debajo de las necesidades. Creo que esa es la síntesis.

**PwCA: ¿Podría resumir los principales valores por los cuales se pudo hacer todo esto y que lo acompañaron hasta el momento de su venta?**

**MA:** El haber entendido que la relación laboral es una relación humana y que no son la jerarquía y el sueldo nominal lo que determina la necesidad de cada persona y su familia, sino la realidad. Lo segundo fue el trato, el trato de amigos. Es decir, tomar mate con los obreros era

algo de todos los días, era el momento en donde aparece la relación humana, donde uno conoce la problemática y las inquietudes de cada uno. Cuando estaba frente a un obrero estaba frente a un igual, no teníamos esos aires de superioridad. Otra cosa importante fue hacerlos participar, ya que cualquier obrero hacía aportes y veía cómo mejorar el proceso.

**PwCA: ¿Cuáles son las razones que motivaron la venta de la compañía?**

**MA:** Dije que éramos 10 accionistas. ¿Por qué llegamos a venderla? Porque esos 10 nos elegimos, pero los 27 hijos que tenemos entre los 10, que serían los herederos, podrían generar luchas porque ellos no se eligieron entre sí. Tuvimos miedo, nos hubiera dolido mucho que lo que habíamos empezado lo destruyeran durante la generación siguiente. Yo había visto muchos casos de que una generación construía y otra destruía.

**PwCA: ¿Ustedes buscaron la venta o tuvieron un comprador que los influyó?**

**MA:** No pasaba por nuestra mente la venta, porque TEA estaba pasando por un momento que nunca había pasado. Un buen momento, pero ya había diferentes criterios dentro de la empresa. Algunos decían que era hora de que les dejemos las decisiones a nuestros hijos y que nosotros nos retiremos. A algunos otros, entre los cuales estaba yo, no nos convencía mucho la idea, porque ellos no habían pasado toda esta historia. En el medio de esa discusión uno dice: “Acá hay un tipo que dice que quiere comprar TEA”. Le dije que TEA valía mucho más que la oferta recibida pero no sabíamos cuánto pedir, cómo se valuaba. Para eso contratamos a PwC Argentina.

**PwCA: ¿Cómo vivió el proceso de venta?**

**MA:** Yo diría que “doloroso” es la palabra. Por un lado, algunos veíamos la conveniencia de vender, pero era casi como vender a un hijo. A esto se debe todos los recaudos que tomamos con los gerentes.

**PwCA: ¿En algún momento del proceso pensaron en frenarlo?**

**MA:** No, porque yo no estaba involucrado tan profundamente en el proceso. Nosotros ya habíamos tenido una negociación y la cifra que nos ofrecían era menos de un tercio de lo que cobramos. La negociación con el que finalmente fue el comprador fue mucho más fluida. La intervención de PwC Argentina fue muy importante, no me tuve que desgastar personalmente con el comprador.

**PwCA: ¿Qué consejos le daría a un joven que está iniciándose en el empresariado?**

**MA:** Primero le preguntaría si tiene claro sus objetivos, hacia dónde quiere ir, qué quiere. Segundo, que piense que va a trabajar con personas. Y tercero, que forme un equipo gerencial de alta capacitación. Una de las cosas que más cuesta es saber delegar.

**PwCA: ¿Cuál fue su mayor acierto?**

**MA:** Saber elegir a la gente. Creo que la relación de amistad que hay con ellos es muy fuerte; cuando yo cumplí los 80 años, me emocioné mucho porque vinieron casi todos, y alguno de ellos dijo que no iba a reconocer otro jefe más que yo.

CEO

**“Algunos veíamos la conveniencia de vender, pero era como vender a un hijo.”**

Manuel Abichaín  
Fundador de Minera TEA

# Aspectos legales a tener en cuenta en el momento de concretar una operación

Poco a poco, han reaparecido las operaciones de M&A, en lo referido a la compra-venta de paquetes accionarios. Es importante, entonces, tener en cuenta varias situaciones e instrumentos, en línea con los cambios que se han producido en el mercado.



**Por Dr. Julio Pueyrredon**  
Socio a cargo de Asesoramiento  
Legal de PwC Argentina.

En efecto, las compras de acciones ya no se realizan con los esquemas financieros de antes, buscando cualquier línea de negocios, como sucedía en la década del noventa. Las compras en esta época son mucho más estratégicas. Se trata de operaciones que se relacionan directamente con la actividad de la empresa compradora, que es normalmente una compañía operativa. Esto es muy diferente a lo que era común en aquella década, cuando la participación de los fondos de inversión de riesgo era mayor.

Dentro de esa compra estratégica –y a la hora de decidir la adquisición de un paquete accionario–, surgen numerosos aspectos legales de diversa índole, que el empresario o la gerencia involucrada deben tomar en consideración. Sobre todo, si ello otorgará control sobre el manejo de la compañía.

Un tema importante, como primera medida, es el relacionado con la “pre-compra”, es decir, la revisión del estatus

legal de los vendedores al momento de encarar la negociación. Hay que observar con cuidado cómo está compuesta la estructura societaria del vendedor, al momento de comenzar la negociación.

Por ejemplo, si se está adquiriendo una empresa familiar hay que evaluar quiénes son los accionistas al momento de comenzar las negociaciones; su estado civil, para verificar que no hayan separaciones o juicios de divorcio en trámite que luego hagan peligrar la firma de la operación; la edad, ya que si hay menores puede ser un problema a la hora de firmar; si hay sucesiones en curso, porque suelen generar trabas al momento del *closing* de la operación; si los accionistas son personas de edad avanzada, ya que puede ser un problema en caso de que tengan un inconveniente de salud durante el proceso; y, por sobre todo, verificar la real intención común de vender en los términos que se comienza a negociar.

Es conveniente y cada vez más usual que, antes de comenzar el *due diligence*, casi simultáneamente a la firma de la Carta de Intención o del MOU (*Memorandum of Understanding*), se realice una revisión preliminar de los puntos antes mencionados. Luego, deberían generarse

los documentos más usuales o convenientes para asegurar que al momento de la firma no tendremos que comenzar una negociación imprevista con un cónyuge que se está separando, con un hijo que se arrepiente y no quiere vender sus acciones porque el precio no le resultó seductor, o no tendremos que demorarnos porque uno de los vendedores está enfermo.

Para que esto no suceda se puede preparar un mandato especial en favor de alguno o algunos vendedores, de manera tal que no puedan haber sorpresas más tarde en el proceso. Un mandato bien redactado, firmado incluso por los cónyuges de los vendedores, evitaría casi todos estos problemas. Más aún, existen poderes que pueden sobrevivir al mandante, con lo cual se evitaría el riesgo de muerte de un vendedor.

El siguiente paso importante es el de la Carta de Intención. Este documento normalmente prevé varias situaciones, pero las que debería establecer sin duda son las siguientes:

- Período de exclusividad: es una garantía para el comprador que utilizará recursos profesionales para encarar la evaluación de la sociedad incurriendo en gastos importantes. Estos gastos no los haría si no tuviera al menos una garantía de exclusividad por un determinado plazo.
- Un convenio de confidencialidad: normalmente es en beneficio y protección del vendedor, ya que

está abriendo su información al comprador que en muchos casos puede ser un competidor. De esta manera se intenta proteger la información confidencial de la sociedad. También se deberán pautar los plazos del *due diligence*, de ser posible el alcance, y en algún caso un precio estimado, pero sujeto a ajustes.

- Luego viene la etapa del *due diligence*, en la cual se comienza a evaluar la empresa. En esta instancia, se ha dado una situación particular en los últimos años: en la década del noventa el comprador compartía con el vendedor el informe resultante del *due diligence* y

acordaban así las contingencias. La tendencia de los últimos años es que el comprador hace el *due diligence* y no lo comparte con el vendedor. Es recomendable para el vendedor hacer una revisión previa para saber qué es lo que razonablemente puede encontrar el comprador, ya que lo que surgiere allí impactará en las garantías y en los contratos de *escrow* que se suscriban para garantizar contingencias o pasivos ocultos.

El *due diligence* será parte importante de este proceso. Se obtendrán varios datos vitales, a saber:

**“La tendencia de los últimos años es que el comprador hace el *due diligence* y no lo comparte con el vendedor.”**

- Información sobre aspectos operativos, tanto comerciales como productivos y logísticos, de recursos humanos, ambientales, financieros y contables.
- Contingencias que deberá afrontar el comprador, tanto financieras como fiscales y legales, entre otras.
- Identificación de los problemas procedimentales, legales y contractuales relacionados con la transacción, que deberán ser cubiertos adecuadamente por cláusulas contractuales, tales como aprobaciones gubernamentales requeridas, consentimientos a ser prestados por terceros u otros aspectos que normalmente resultarán en condiciones previas para el cierre de la transacción.

El *due diligence* es también utilizado para determinar el precio de la transacción o los ajustes, así como también los montos que quedarán sujetos al *escrow*. Este proceso permitirá tomar una “foto” de la empresa en un momento dado y cierta información que definirá la estructura del contrato definitivo.

El *due diligence* implicará, para el vendedor, tener que dejar entrar en “su casa” –o sea en todos los datos de su empresa– al comprador. Por ende debe asegurarse siempre que la intención y la potencial oferta tenga sustento de seriedad. Es un aspecto por demás sensible y muchas veces genera dolores de cabeza a las partes, ya que en las empresas (especialmente las familiares) no resulta agradable que un extraño venga a “husmear” su estrategia, su estructura y “el secreto de su éxito”.

Sin embargo, el interesado en vender o en obtener un socio estratégico deberá tener en cuenta que debe abrirse, aún cuando esto le genere cierto malestar. Nadie –o en poquísimos casos– compra a “tranquera

cerrada”, al menos no firma un contrato de compra-venta de acciones; sí, quizás, concreta una transferencia de fondo de comercio. Es una variante para tener en cuenta cuando se enfrenta esta posibilidad.

Un tema no menor relacionado con el *due diligence* es el factor psicológico del *management* de la empresa *target*. Muchas veces se descansa en que los gerentes darán toda la información al comprador y suele ocurrir que estos gerentes están con miedo a perder su trabajo cuando la venta se concrete, y por ende hay un elemento humano/psicológico que rara vez se evalúa pero que es vital en la transacción.

Imaginemos que un gerente está dando información que es vital para que el interesado compre. En este caso puede suceder que el ejecutivo oculte datos, ya que si la venta se cae él podría mantener su trabajo. Por eso es importante tratar de motivar a ese *staff* de ejecutivos para que den lo mejor de sí en el proceso de *due diligence*. Un bonus sobre la venta, negociar que siga en el cargo u otras alternativas son buenas estrategias para lograr que este funcionario deje lo mejor de sí para lograr el resultado.

Una de las cláusulas del contrato de compra-venta de acciones suele constituir una garantía de contingencias y/o por pasivos ocultos, que se la conoce como *escrow* –contrato de depósito en garantía–. Este contrato de *escrow*, que es complementario al de compra-venta de acciones, apunta a constituir una suerte de convenio de administración de una parte del precio de las acciones, que por un tiempo se retiene para pagar contingencias o afrontar algunos pasivos.

Este tipo de contratos normalmente se realiza con un tercero –muchas veces un banco–, que se constituye como el agente de *escrow* y es quien libera los fondos en forma gradual o los retiene, si es el caso.

Actualmente aparece otra figura que viene a reemplazar al contrato de *escrow* como alternativa: el fideicomiso en garantía. Esta figura consiste en que el vendedor cederá la propiedad fiduciaria de algún bien –un inmueble, acciones, dinero incluso– a un tercero –fiduciario–, que lo administrará sobre la base de las instrucciones que se pacten. El acreedor –en este caso, el comprador de las acciones– será el beneficiario de este fideicomiso. De esa manera, en caso de que apareciera una contingencia que debiera ser abonada, el fiduciario podrá realizar total o parcialmente los bienes dados en fideicomiso para cancelar la contingencia con el beneficiario y el comprador de las acciones de la sociedad.

Justamente, el capítulo que está relacionado con el *escrow* es el referido a Representaciones y Garantías, ya que es allí donde el vendedor deja bien salvaguardada su postura y lo que no será una contingencia y menos un pasivo oculto. Es allí donde se describe la realidad de la empresa. Normalmente, debería estar alineado con el *due diligence* de manera tal que lo que apareció allí debe estar cubierto, o bien ser ya considerado contingencia.

Otros elementos que se deben tener en cuenta al momento del cierre de la operación son los actos complementarios. En tal sentido, al momento del cierre se debe tratar la salida de los directores, aprobar su gestión y designar nuevos directores del comprador. En este punto suele darse una discusión ya que el comprador querrá que el vendedor designe los directores y el vendedor, por el contrario, pretenderá que sea el comprador quién apruebe la gestión de los salientes y designe los nuevos para cubrir eventuales responsabilidades.

Otro tema que se debe necesariamente efectuar, y así la jurisprudencia lo ha exigido, es el cumplimiento de la notificación de la venta de las acciones conforme al artículo 215 de la ley de Sociedades Comerciales. Complementa lo expuesto la obtención de los permisos, sea de la Comisión de Defensa de la Competencia y/o de otros organismos que tengan alguna injerencia sobre la actividad de la empresa *target*.

Finalmente, debemos mencionar el Convenio de Accionistas. Es un instrumento que suele ser vital en los casos en que la compra no sea del 100% del capital accionario, sino de un porcentaje menor. Este convenio viene a regular las relaciones entre los nuevos socios, estableciendo mecanismos para la toma de decisiones, quórum especial, súper mayorías y, por sobre todo, la descripción de las situaciones de bloqueo (*dead lock situation*) y su solución.

La situación de bloqueo se dará cuando no se puedan alcanzar las súper mayorías que se exigen en este convenio para determinadas decisiones. Estas decisiones

normalmente estarán relacionadas con aumentos de capital, endeudamientos y demás operaciones que puedan implicar la licuación del minoritario.

Describir una situación de bloqueo pero no encontrar una solución sería una decisión insuficiente. Hemos visto más de una vez que se establecen las súper mayorías, se describen situaciones de bloqueo pero no se pactan medios de solución, con lo cual no sirven para nada, ya que se termina en un juez de todas maneras.

Lo ideal en estos casos es establecer un esquema de opciones con un precio razonable para el caso de una situación de bloqueo. De esta manera, si se produce la misma, el minoritario terminará saliendo de la sociedad por un valor justo y razonable. El convenio de accionistas tiene más utilidades, pero las más relevantes en estos casos son las mencionadas. Dentro de las opciones que se establecen están las de *put* y *call*, que son de compra y venta; y, por otro lado, las cláusulas *tag* y *drag*, que establecen mecanismos para obligar a los socios a mantener la paridad y proporción, en caso de ventas de acciones a terceros. El

Convenio de Accionistas es un tema de cada vez mayor discusión en la doctrina y es más habitual su utilización.

Por último, otro convenio que suele ser complementario en estas operaciones es el de gerenciamiento (*management*), por el cual al comprar las acciones se mantienen ciertos directivos de la sociedad adquirida y se suscriben estos convenios con los mismos a fin de establecer las pautas de gestión. Lo más característico de estos convenios es la cláusula denominada *Golden Parachute* o paracaídas dorado, que establece una indemnización para el funcionario en el caso de que luego lo despidan o le rescindan el contrato. Suelen ser cláusulas de importante contenido económico.

Estos serían los principales documentos que existen para estas operaciones. Sin perjuicio de ello, pueden aparecer infinidad de otros convenios que serán complementarios del convenio principal o madre, el de compra-venta de acciones o *Stock Purchase Agreement*.

CEO

## “Las empresas deben crear las oportunidades estratégicas de venta”

CEO Argentina Hot Topics entrevistó a Rubén Valsagna, quien lideró el proceso de transformación de Edival S.A., firma líder en Argentina en producción de componentes para motores, que culminó con un exitoso proceso de venta al grupo Mahle. El ejecutivo cuenta que los factores clave para realizar una venta son la claridad del *management* de la compañía, el equipo que la lidera y la firmeza de las decisiones.



Rubén Valsagna

Edival S.A. fue fundada en los años cincuenta, como un micro emprendimiento de Edison Valsagna para realizar tareas de tornería metal mecánica. A los pocos años, comenzó a fabricar válvulas para motores de sus propios automóviles. La escala le permitió aumentar su calidad de producción y realizar diversas tareas estratégicas de fabricación y comercialización, lo que la llevó a proveer válvulas al mercado automotriz argentino a mediados de los setenta. Con gran esfuerzo y visión, en la década del ochenta comenzó sus primeras incursiones comerciales en el mercado americano.

A comienzos de los noventa Edison se retiró de la compañía, dejando la dirección

a sus sucesores. A partir de allí se suscitaron una serie de ventas accionarias y la compañía quedó bajo la dirección de uno de sus hijos, Rubén Valsagna. A fines de los noventa, la compañía llegó a su máximo punto de expansión a nivel internacional: participó de la provisión de piezas a las más importantes terminales automotrices internacionales, como Mercedes Benz, Chevrolet, Scania, Porsche, Fiat y Deutz, entre muchas otras. Además, comenzó a realizar válvulas especiales de competición y de aviación.

A mediados de 2007, finalmente, el grupo alemán Mahle –uno de los líderes en la producción de componentes para motores a nivel mundial– formalizó la compra de la compañía.



***PwC Argentina: ¿Como surgió la idea de vender la compañía?***

**Rubén Valsagna:** Haber comenzado en los años noventa un fuerte proceso de profesionalización de la compañía, me permitió identificar la fortaleza que tenía más allá de sus activos físicos. Me di cuenta de que si fortalecía el verdadero valor estratégico del negocio y recurría a una formalización de los aspectos contables, administrativos, financieros e informáticos, entonces estaba creando la oportunidad de darle un importante valor a la compañía. Este ordenamiento me iba a permitir aprovechar la oportunidad estratégica de venta en un futuro, en el caso de que surgiera. Definitivamente, esto no hubiese sido posible si no hubiera contratado los servicios de PwC Argentina, que despertó en mí la avidez de transformar la empresa para abrir la oportunidad de una posible venta futura.

***PwC A: ¿Como vivió el proceso de venta?***

**RV:** Generalmente, en esta clase de procesos la compañía vive una mejora permanente y continua, que es el resultado de un trabajo de muchos años de ordenamiento, planificación, profesionalización y expansión estratégica. Para mí, el proceso de venta fue una etapa muy tensa, de mucha seguridad y con un alto contenido de estrategia. Para esto fue fundamental el plantel altamente profesional que la empresa tenía y el excelente asesoramiento externo que aportaron las distintas figuras y empresas ligadas al proceso.

***PwC A: ¿La compañía se preparó para la venta o fue tomada por sorpresa?***

**RV:** Un proceso de venta exitoso raramente es casual. Se precisa de muchos años de planificación y ordenamiento de la compañía y una estrategia muy elaborada con los mejores colaboradores, para prepararla y arribar a un exitoso resultado, como lo fue la venta de Edival.

***PwC A: ¿Cuáles cree que han sido las claves para concluir exitosamente la transacción?***

**RV:** Puedo mencionar tres factores: claridad, equipo y decisión. Tuvimos claridad desde el primer día, respecto de la estrategia decidida: un reordenamiento profundo y absoluto de toda la compañía, sin cambiar nunca ni por ningún motivo esta decisión. Conformamos un equipo sólido, hicimos una selección certera y

**“Un proceso de venta exitoso raramente es casual. Se precisa de muchos años de planificación y ordenamiento.”**

**“Generalmente, en esta clase de procesos la compañía vive una mejora permanente y continua.”**

adecuada de altos profesionales internos y externos que nos acompañaron en este proceso, sin abandonar nunca este equipo, que tuvo un objetivo final muy claro. Y, por último, una clara decisión de los accionistas de la compañía en apoyar esta estrategia, sin dejar nunca de creer y apostar en el objetivo final.

**PwCA: ¿Cuáles fueron los momentos más difíciles?**

**RV:** Es amplio el tiempo que transcurre entre una seria planificación y un objetivo exitosamente alcanzado, por lo tanto son muchas las cosas que seguramente han

sucedido. Nada supera la incertidumbre de los momentos finales de una transacción. Fueron muy difíciles y solamente se pudieron superar gracias a un excelente trabajo del equipo elegido para llevar adelante la venta.

**PwCA: ¿Tiene ganas de volver al ruedo?**

**RV:** Definitivamente no. No me imagino en una industria de mano de obra intensiva de esta naturaleza. Sobre todo por estos días, con este mapa socio económico y político de tanta incertidumbre.

**PwCA: ¿Cómo vive ahora? ¿Cómo son sus ideas?**

**RV:** Un proceso tan intenso y tan estresante como fue la venta de Edival me ha dejado la suficiente experiencia para hoy elegir y dirigir unidades de negocios más relajadas y con menor estrés, pero disfrutando aun de capitalizar toda aquella experiencia en nuevos negocios. Hoy mis días son más tranquilos, pero no con menos entusiasmo.

CEO

# *Adaptabilidad*



# Decisiones de venta en la empresa familiar

De acuerdo con una estimación de PwC Argentina, sólo un 30% de las empresas familiares que nacen sobrevive el traspaso de la primera generación. Las mejores herramientas para la toma de decisiones y cómo hacer para vender bien la compañía de la familia.



Por **Norberto Rodríguez**

Socio de PwC Argentina,  
especialista en empresas  
familiares.

La mayoría de las empresas familiares establecen sus objetivos pensando en la continuidad del negocio en el largo plazo. Diseñan estrategias a largo plazo y no están presionadas por generar resultados inmediatos, como ocurre con la mayoría de las empresas no familiares que buscan satisfacer a sus accionistas. La vocación de su fundador es que la empresa trascienda en el tiempo. Por tal motivo, intentan transmitir valores a sus sucesores para lograr una cohesión familiar, que neutralice aquellos sentimientos que despiertan estas relaciones que puedan poner en peligro la continuidad del negocio.

Los fundadores de la empresa familiar son individuos dotados de cualidades extraordinarias. Son hacedores, pero a veces no son buenos maestros. Por tal motivo, para asegurar la continuidad, además de la cohesión familiar, es preciso que los continuadores desarrollen las habilidades propias que caracterizan a sus

fundadores, tales como compromiso, intuición, esfuerzo, inteligencia y profesionalismo, entre otras.

Algunas veces los herederos no poseen estas habilidades o heredan la conducción de un negocio y los socios que ellos no hubiesen elegido. En estos casos, es posible que la sucesión ponga en riesgo el futuro de la empresa y es conveniente asumirlo y convencerse de que la mejor alternativa para preservar el patrimonio familiar puede ser la venta de la empresa en el momento adecuado.

## **Falta de sucesión**

De acuerdo con una estimación de PwC Argentina, sólo un 30% de las empresas familiares sobrevive el traspaso de la primera generación, ya que el resto son vendidas o desaparecen, y entre un 10% y un 15% sobrevive el traspaso a la tercera generación.

Es común observar empresas cuyo fundador decide vender su negocio cuando alcanza una edad muy elevada, y toma conciencia de que no tiene un sucesor ni la energía necesaria para continuar desarrollándolo.

Lamentablemente, en muchos casos, estas decisiones son adoptadas tardíamente y el

valor que se espera obtener de la empresa está influido por cuestiones emocionales. Cuando se analiza la trayectoria de estas empresas es posible observar que fueron muy exitosas y con productos de marcas reconocidas, pero luego envejecieron junto con sus fundadores y sus negocios actuales perdieron el potencial de sus años dorados.

Estas empresas tienen un alto valor económico/emocional para sus dueños, que el mercado no está dispuesto a reconocer porque no es posible extrapolarlo al futuro. En tal sentido, sus marcas no brillan como antes y sus negocios fueron cayendo debido a la aparición de productos sustitutos o desplazamientos de la competencia global.

Generalmente, estas decisiones son adoptadas cuando los socios consideran que tienen una edad avanzada y no disponen de la energía necesaria ni de una gerencia profesional para continuar con el negocio. No obstante, en muchos casos es posible observar que la energía de estos emprendedores comenzó a agotarse varios años atrás, lo cual suele reflejarse en la ausencia de inversión y *aggiornamento* en el estilo de conducción. En términos económicos, esta gestión destruye el valor construido con tantos años de esfuerzo, que es consumido por sus propietarios durante los años que transcurrieron desde que el negocio dejó de ser su pasión o los conflictos se hicieron cargo de la empresa.

### **Disputas familiares**

Los conflictos son muy comunes en las empresas familiares. Las causas de las disputas suelen ser diversas, pudiéndose destacar la falta de una visión común sobre el rumbo de los negocios, dificultades para armonizar intereses y aspiraciones de la familia, disputas por el poder y divergencias entre reinvertir o pagar dividendos.

En una primera etapa de la vida de la empresa familiar, las relaciones entre sus miembros son sencillas y se concentran en el fundador. Cuando la familia y la empresa crecen, las relaciones son más amplias por el mayor número de personas. Al incorporarse la segunda generación las relaciones son múltiples, con distintas finalidades y complejidades.

Naturalmente, las relaciones familiares desencadenan situaciones que exceden la racionalidad de los negocios y las discusiones familiares suelen trasladarse al seno del directorio, distrayendo la atención del negocio y complicando la gestión. Asimismo, cuando estas disputas trascienden al resto de la organización provocan la formación de grupos alineados y se asumen posturas que generan confrontaciones con el resto de los miembros de la organización.

También son comunes las divergencias en asuntos de negocios que tienen su raíz en disputas familiares. Estas situaciones

crean serios problemas, porque las decisiones empresarias están contaminadas por cuestiones ajenas al negocio y pueden bloquear el directorio y paralizar la gestión.

No obstante, debemos reconocer que las disputas existen también en las empresas no familiares. Sin embargo, es frecuente observar en la empresa familiar la ausencia de métodos preventivos para resolverlos, lo cual enfrenta a sus miembros con los hechos en el momento en que estalla el conflicto. Por ejemplo, la inexistencia de acuerdos previos para resolver la salida o el ingreso de un nuevo socio obliga a sus miembros a ponerse de acuerdo con metodologías de valuación. Es muy frecuente, si el motivo de esta decisión es una disputa o discordancia entre los socios, que la falta de un método acordado previamente se convierta en el eje de la discusión y que esta tarea no permita resolver el problema de fondo.

Muchos de estos aspectos que facilitan la resolución de disputas familiares suelen consensuarse al elaborar el protocolo de familia (documento privado que regula cuestiones derivadas de la relación de la familia y la empresa).

A modo de ejemplo, un caso que puede demostrar las consecuencias de las divergencias en el negocio es la historia de una empresa de origen brasileña que se hizo famosa por sus bombones. Esta



**Norberto Rodríguez**

empresa, que había alcanzado la tercera generación, recibió una oferta de compra en el año 1998. En esa época la empresa se encontraba inmersa en disputas familiares que se caracterizaban por una falta de entendimiento sobre el destino del negocio y luchas internas de poder. En este contexto la oferta fue rechazada y tampoco se logró la cohesión familiar necesaria para continuar con el desarrollo del negocio.

Cuatro años después, la empresa terminó vendiéndose al mismo interesado por un 40% menos del valor previamente ofertado. Esto permite demostrar en qué medida la intervención de la familia puede llegar a destruir el valor económico del negocio.

### **Búsqueda de socio**

En un proceso de crecimiento y diversificación avanzado, es posible que la empresa familiar comience a enfrentarse con necesidades de financiamiento. Esta situación puede plantearle la necesidad de incorporar a un socio o hacer oferta pública de sus acciones. En tal sentido, es posible observar numerosas empresas de origen sudamericano que cotizan en bolsas y son controladas directa o indirectamente por familias. Muchas de ellas demuestran mejores rentabilidades, mayores fortalezas de marca, profesionalismo y compiten de igual a igual frente a sus rivales multinacionales o no familiares. Estas empresas lograron establecer prácticas de gobierno corporativo similares a las empresas privadas que permitieron un crecimiento armónico y eficiente de la familia y su relación con el negocio.

Otra posibilidad para acelerar el crecimiento y aprovechar el potencial de la empresa es evaluar la posibilidad de incorporar a un inversor que tenga una visión de largo plazo similar a la familia. Las empresas familiares que optaron por esta alternativa son conscientes de que para competir y crecer es más importante el liderazgo que el control accionario. Si los miembros que conducen la empresa familiar son reconocidos por su trayectoria, podrán mantener la autonomía de sus empresas aunque no posean una mayoría.

### **Crisis**

La crisis constituye otro de los motivos que originan la decisión de venta o la necesidad de incorporar a un socio, sobre todo en la etapa posterior a la crisis, como resultado de los acuerdos derivados con los acreedores de la empresa familiar.

A diferencia de otras empresas, el CEO de la empresa familiar suele ser un miembro de la familia o su socio fundador. En las empresas privadas, el perfil del CEO cambia dependiendo de las condiciones del contexto en el que desenvuelve sus actividades. En los años noventa, por ejemplo, muchas de las empresas que se instalaron en nuestro país nombraron ejecutivos que contaban con formación empresaria en el desarrollo de estrategias de negocios de largo plazo, debido a las perspectivas que ofrecía nuestro país.

Cuando se complicó la economía y sobrevino la crisis del 2001, muchas de esas compañías que habían iniciado sus negocios en la década anterior consideraron que necesitaban un piloto de tormenta para enfrentar los cambios a los que debían someterse para adaptarse a esta realidad. Por tal motivo, nombraron ejecutivos con experiencia en la realización de reestructuraciones operativas y financieras en otras partes del mundo, con el fin de estabilizar la situación de la empresa en el corto plazo.

En el caso de la empresa familiar, su conductor no tiene otra alternativa que aprender a convivir con las distintas etapas que atraviesa la empresa, lo cual le

demanda adaptarse a cambios en el contexto sin contar con la experiencia necesaria para enfrentarse con escenarios poco comunes.

El desgaste que le provoca a la familia atravesar estos procesos y la incertidumbre que ocasiona enfrentar estas crisis constituyen otros motivos que impulsan a las empresas familiares a evaluar la posibilidad de su venta o la incorporación de un socio que pueda complementar su desarrollo.

Las crisis constituyen un claro reflejo de las tensiones familiares. Cuando existe abundancia la familia está contenida.

Cuando se presenta la crisis, comienzan a cuestionarse decisiones adoptadas en el pasado y se suele pasar de un estado de inacción a uno de hiperreacción, cuyo propósito es cambiar todo e incluso vender la empresa, debido a la desconfianza de los socios pasivos en la conducción del negocio.

### **Trayectoria empresarial**

En muchos casos, el valor intrínseco de la empresa familiar lo conforman los intangibles y su *management*.

Esos intangibles, en algunos casos, son las personas que conducen las empresas. Estas personas no sólo poseen conocimientos y experiencias, entre muchas otras cualidades, sino también una reputación

en el mercado que constituye una garantía para los *stakeholders*.

Este conocimiento muchas veces no es aprovechado por los familiares debido a la falta de comunicación. En tal sentido, existen inversores que están dispuestos a pagar cifras millonarias por adquirir un negocio familiar y retener a su fundador. Estos inversores aprecian el potencial del negocio que adquieren pero no cuentan con las capacidades necesarias para conducirlo. Por tal motivo, retienen a los socios e introducen profesionales para que sean formados por sus antiguos propietarios.

Lamentablemente, los propietarios subestiman estos conocimientos o no los saben transmitir al resto de las generaciones, lo cual condiciona las posibilidades futuras de la empresa familiar en un proceso de sucesión posterior. Esta situación puede impulsar a sus sucesores a deshacerse del negocio, debido a la falta de compromiso y/o habilidades que no son heredadas por las próximas generaciones.

CEO

**“La crisis constituye uno de los motivos que originan la decisión de venta o la necesidad de incorporar a un socio.”**

*Norberto Rodríguez*  
Socio PwC Argentina

# Cuestiones tributarias a tener en cuenta al adquirir una empresa

Los aspectos tributarios más importantes a considerar en el momento de adquirir una compañía, tanto para el comprador como para el vendedor. Cómo realizar el *due diligence* fiscal y qué normas tener en cuenta para hacerlo de manera exitosa.



**Por Daniel Santiago**  
Socio de Tax M&A de PwC  
Argentina.

¿Transferencia de acciones o del fondo de comercio? Los dos procedimientos mediante los que se transfieren las empresas son la venta de las acciones de la sociedad en cuestión o la venta del fondo de comercio. Ambos tienen efectos impositivos sustancialmente distintos para las dos partes involucradas.

En la compra-venta de acciones, el tratamiento del Impuesto a las Ganancias (IG) para el vendedor depende del tipo de sujeto que se trate. Si el vendedor es una sociedad local, la venta se encontrará gravada por el IG. En tal caso, la base imponible estará dada por la diferencia entre el precio de venta de las acciones y el costo impositivo de las mismas.

En cambio, si el vendedor es una persona física residente en Argentina que no se dedica de forma habitual a la venta de acciones, dicha operación no se encontrará alcanzada por el IG. En el caso de que la persona física local ejerciese con habitualidad este tipo de operaciones, la

venta estará gravada por el IG y la base imponible se determinará de la manera descrita en el párrafo anterior.

Si el enajenante de las acciones es un sujeto del exterior, ya sea que se trate de persona física o jurídica, la venta no estará gravada por el IG, en razón de la exención dispuesta por el Decreto 2284/91, que se encuentra vigente a la fecha. Por su parte, el comprador de las acciones asume, en su carácter de nuevo accionista, todas las deudas y contingencias fiscales correspondientes a la sociedad adquirida.

En tanto, las transferencias de fondos de comercio se encuentran reguladas por la Ley 11.867. Se trata de un conjunto de bienes de naturaleza material e inmaterial que conforman el “negocio”. Dicho fondo incluye la “llave de negocio”, que está dada por la clientela, el prestigio en el mercado y los demás elementos incorpóreos que hacen a las utilidades futuras esperadas.

En la venta de un fondo de comercio, la enajenante es la propia sociedad titular del mismo, la cual deberá tributar el IG por dicha venta. La base imponible será la diferencia entre el precio de venta y el costo impositivo de los bienes vendidos.

El comprador del fondo de comercio resulta, en principio, solidariamente responsable con el vendedor por los tributos adeudados atribuibles a dicho fondo, a la fecha de la transferencia. Sin

embargo, la Ley de Procedimiento Fiscal, que regula todos los aspectos referidos a impuestos nacionales, contempla un mecanismo para limitar la responsabilidad del comprador por las deudas fiscales no determinadas, correspondientes al fondo de comercio transferido. Éste consiste en notificar formalmente a la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) acerca de la realización de la transferencia en cuestión con, por lo menos, quince días de antelación a la fecha en que ésta se lleve a cabo. Cumplido este requisito, las facultades de la AFIP para reclamar al comprador cualquier deuda fiscal no determinada, correspondiente al período anterior a la transferencia, caducan una vez transcurridos tres meses, contados desde la fecha de dicha transferencia.

Otro aspecto importante que debe ser tenido en cuenta por el comprador es que la porción del precio pagado por el fondo de comercio atribuible a la “llave de negocio” no resulta deducible ni amortizable a los fines impositivos.

De lo hasta aquí expuesto surge que en varias ocasiones se verifica que las intenciones del vendedor y del comprador, en cuanto a la forma de llevar a cabo la operación, resultan antagónicas.

Mientras que para muchos vendedores es evidente la conveniencia de enajenar las acciones de la sociedad a fin de evitar el pago del IG, es frecuente que los compradores, ante la existencia de deudas

o contingencias fiscales en cabeza de la sociedad, prefieran adquirir el fondo de comercio, a los fines de limitar su responsabilidad.

### **Due diligence fiscal**

Para poder conocer la eventual existencia de deudas o contingencias fiscales en la sociedad que pretende adquirir, el comprador debe realizar una revisión de ella. Este procedimiento, usualmente conocido con la denominación de *due diligence*, puede abarcar aspectos contables, financieros, legales, ambientales, operativos y de otra índole, pero nosotros nos centraremos en el tema fiscal.

A efectos del *due diligence* fiscal resulta fundamental, como primer paso, definir el alcance del mismo. Esto implica básicamente determinar qué tributos van a ser relevados y cuáles los períodos que se revisarán.

En lo que hace al aspecto temporal, cabe recordar que el lapso de prescripción a los fines impositivos es de cinco años, mientras que en el caso de las deudas previsionales el término de prescripción es de diez años. Por ello, es frecuente que, por restricciones de tiempo, de costos o de otro tipo, se decida limitar inicialmente la revisión a los últimos dos o tres ejercicios fiscales. Luego, en función de los resultados que arroje dicha revisión, se podrá eventualmente extender el

relevamiento a los períodos anteriores, para aquellos asuntos en los que se hayan detectado debilidades significativas.

Un *due diligence* integral debería comprender todos los tributos aplicables a la sociedad, a nivel nacional, provincial y municipal, además de los aspectos previsionales y aduaneros. En los últimos años han cobrado particular relevancia los asuntos atinentes a la normativa cambiaria emanada del Banco Central de la República Argentina (BCRA), en razón de las fuertes penalidades que su incumplimiento acarrea.

Es preciso recordar también el intrincado cúmulo de regímenes de retención y percepción de impuestos vigentes, tanto a nivel nacional como en cada una de las provincias. Ello obliga a verificar, además del cumplimiento de las obligaciones de la sociedad como contribuyente por tributos propios, el correspondiente a sus responsabilidades como agente de retención y/o percepción sobre gravámenes de terceros.

El proceso de revisión fiscal debería comprender como mínimo un relevamiento de las declaraciones juradas presentadas y de los respectivos pagos efectuados, así como de las inspecciones en curso y de los litigios que la sociedad mantenga con los distintos fiscos. En tal sentido, resulta especialmente útil no sólo el acceso a los papeles de trabajo, sino la posibilidad de reunirse con los

responsables de la empresa y sus asesores externos, a fin de conversar sobre las cuestiones significativas que surjan en el transcurso del trabajo y cualquier otro asunto de relevancia.

Obviamente, el objetivo del *due diligence* no es únicamente detectar deudas o contingencias, sino también cuantificar las mismas, aunque sea de forma estimativa. A tal efecto, habrá que tener en cuenta la incidencia de los intereses resarcitorios y las multas que pudieran aplicarse. Sólo así se podrá tener un rango de los valores en juego, a fin de que el comprador tenga noción cabal de la importancia de los temas detectados.

Otro aspecto importante es el de la evaluación y calificación de los hallazgos que surjan con motivo de la revisión. Es sabido que la materia tributaria presenta varias veces cuestiones opinables, que admiten distintos criterios o enfoques con respecto a un mismo asunto. En consecuencia, se impone en ese momento la necesidad de que el comprador y el profesional responsable del *due diligence* ponderen conjuntamente las contingencias detectadas, de manera tal de diferenciar aquellas que puedan constituir *deal breakers* de las que forman parte de la problemática habitual de toda empresa en marcha.

### **Estructuración de la transacción**

La incidencia de las cuestiones tributarias en las operaciones de compra de empresas no se agota en el *due diligence*. Toda operación requiere evaluar los efectos impositivos para las partes intervinientes. Pero en la medida en que las transacciones se tornan más complejas, dichos efectos se potencian en tanto que aumentan las cuestiones a considerar.

Así, en los casos de compradores extranjeros, la elección de la jurisdicción del vehículo societario que se utilizará para la adquisición resulta un tema sensitivo, habida cuenta de la existencia de convenios para evitar la doble imposición, firmados por Argentina con otros países. Dichos convenios permiten reducir, y en algunos casos evitar, la carga impositiva sobre determinados conceptos.

Otro asunto a considerar es el del “fondeo” de la operación, aspecto en el que las normas impositivas (y en los últimos años también las cambiarias) adquieren particular relevancia.

No son pocas las veces en que las partes acuerdan que determinados activos que posee la empresa que se piensa transferir queden excluidos de la operación. En tales casos, corresponde analizar la mejor manera de excluir dichos bienes de modo de minimizar el impacto impositivo.

Estos son sólo algunos ejemplos de asuntos con efectos fiscales a tener en cuenta.

Ciertamente, el escenario se torna más difícil cuando la operación comprende además a sociedades localizadas en otros países, ya que en tal caso se requiere una cuidadosa coordinación a fin de conciliar los efectos impositivos en las distintas jurisdicciones.

### **Integración post transacción**

La experiencia demuestra que el cierre de la operación de compra de una empresa significa el final de un proceso y el inicio de otro aún más exigente: el de la toma de control de la misma. En esta nueva etapa, la empresa enfrenta una gran presión.

Por una parte resulta primordial garantizar la normal continuidad de las operaciones de la sociedad. Por otra, la gerencia se encuentra con el desafío adicional de implementar con rapidez y eficiencia los cambios necesarios para alinear los distintos procesos vinculados a la actividad de la empresa con la estrategia de negocios del comprador. En muchos casos, dichos procesos difieren de los utilizados por el adquirente y se precisa implementar en un breve lapso aquellas modificaciones que permitan compatibilizar los mismos, de modo de evitar inconsistencias y “ruidos”. Adicionalmente, resulta necesario corregir

aquellas debilidades detectadas durante el *due diligence*.

Es en estas primeras semanas o meses de “tensión organizacional” cuando el rol de los profesionales que han participado en el *due diligence* puede resultar decisivo para el éxito de la transición.

En efecto, las personas que tuvieron a su cargo la revisión de la empresa son quienes mejor conocen sus características y particularidades, y en consecuencia pueden aportar su criterio profesional para apoyar a la gerencia. Este apoyo puede abarcar las diferentes áreas de la compañía, incluyendo la tributaria.

“Ya nos dijeron las cosas que están mal. Ahora necesitamos que nos ayuden a hacerlas bien”, la frase resume frecuentemente el deseo de la dirección de la empresa en esta instancia.

En el plano fiscal la ayuda se traduce en propuestas para corregir criterios erróneos, estandarizar procesos de liquidación de gravámenes y sugerencias para reducir la carga tributaria, identificando posibilidades de ahorro no aprovechadas por la gestión anterior.

Esto sólo puede conseguirse con la metodología adecuada y con un equipo entrenado para ejercer su juicio crítico durante el trabajo, de manera tal que, a la par de la revisión en búsqueda de los problemas, sepa advertir las áreas donde se presentan oportunidades.

CEO

**“La experiencia demuestra que el cierre de la operación de compra de una empresa significa el final de un proceso y el inicio de otro aún más exigente.”**

**“El objetivo del due diligence no es únicamente detectar deudas o contingencias, sino también cuantificar las mismas.”**

---

# *Equipo de Corporate Finance de PwC Argentina*



---

**Arriba, de izquierda a derecha:** Jack Lockhart, Alejandro Heinemann, Paula Conde, Karen Kosyk, Gabriela De Francesco, Fernando Bigio, Carlos Cernadas, Enzo Piva.

**Abajo, de izquierda a derecha:** Hernán Sanchez, Santiago Balart, Jorge C. Bacher, Ignacio Aquino, Leonardo Vera.

---

# Contactos

## ***Jorge Bacher***

Socio

[jorge.c.bacher@ar.pwc.com](mailto:jorge.c.bacher@ar.pwc.com)

(54 11) 4850 6801

## ***Ignacio Aquino***

Socio

[ignacio.aquino@ar.pwc.com](mailto:ignacio.aquino@ar.pwc.com)

(54 11) 4850 6821

## ***Santiago Balart***

Director

[santiago.balart@ar.pwc.com](mailto:santiago.balart@ar.pwc.com)

(54 11) 4850 6866

