

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

MAESTRÍA EN FINANZAS

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA EN FINANZAS
CORPORATIVAS

Estrategias de Fusiones y Adquisiciones del Sector de
Petróleo y Gas en Argentina entre el 2015 y 2017, los
resultados obtenidos y los diferentes métodos de
valoración para estas operaciones.

AUTOR: GERARDO FRANCO ROBLES

DIRECTOR: SERGIO OLIVO

ABRIL 2021



1. RESUMEN DEL PROYECTO

Hacia finales de año 2015 bajo un nuevo gobierno que prometió hacer cambios estructurales en sus políticas económicas y políticas para hacer de Argentina un país atractivo a la inversión extranjera, se pretende hacer un análisis cronológico del posicionamiento de las principales empresas de Oil & Gas en el país en cuanto a su capacidad de producción, y determinar su situación previo a este cambio de gobierno (2014-2015) y posteriormente su estado una vez acentuado las nuevas políticas (2017). El rango de tiempo de este estudio se determina con el único propósito de detectar el impacto real de las nuevas políticas y medidas económicas en el aumento de inversiones en fusiones y adquisiciones, y en consecuencia establecer si estas nuevas políticas alteraron de manera relevante la concentración de mercado en el sector, y por lo tanto pudiendo generar tendencias de oligopolio a pesar de los demás efectos positivos que puedan surgir como consecuencia de la inversión extranjera directa como base para diversificación y modernización del aparato productivo del país (Barbeito, 2015). Para esto, se hace uso de la información disponible y de libre acceso para evaluar su situación de mercado antes y después del punto de inflexión al presentarse el nuevo gobierno. En algunos casos se toma como referencia su valoración bursátil como base de análisis para determinar la sinergia y generación de valor de la operación, mientras que otros casos con empresas que no coticen en bolsa, se utiliza la información disponible de valores tomados de deuda y su posterior capacidad de producción para hacer frente a las operaciones de M&A.

De manera simultánea, se hacen algunas referencias y comentarios a los marcos regulatorios que se han presentado en Argentina en relación con las fusiones y adquisiciones y cuál ha sido su verdadero efecto para el desarrollo de estas. Aquí se tratarán los efectos a los cambios regulatorios que puedan limitar o promover el auge del mercado de valores y M&A de cara a la globalización (Mascareñas, 2013).

Finalmente, en el último capítulo se mencionan distintas metodologías vigentes para la evaluación de inversión y su aplicabilidad en algunos de los casos estudiados durante todo el transcurso de esta tesis.

Palabras claves: Sinergia, valor, estrategia, oligopolio, riesgo, petróleo, gas, *commodities*, bursátil, acciones, regulaciones, cotización, apalancamiento, mercado.



TABLA DE CONTENIDO

1.	CONDICIONES MACRO Y MICROECONÓMICAS PARA LAS ESTRATEGIAS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EL SECTOR DE PETRÓLEO Y GAS EN ARGENTINA	25
1.1	<i>Aspectos macroeconómicos del 2015 al 2017</i>	25
1.2	<i>Sector Energético en su conjunto 2015-2017</i>	29
1.3	<i>Commodities</i>	32
2.	PRINCIPALES VARIABLES LIMITANTES Y FACILITADORES SOCIALES Y REGULATORIOS QUE SE HAN PRESENTADO DURANTE FUSIONES Y ADQUISICIONES EN ARGENTINA.....	34
2.1	<i>Situación de las empresas privadas y herramientas coyunturales para crecer</i>	39
2.2	<i>Consecuencias de las políticas mencionadas</i>	41
2.3	<i>Estructura económica de la política de hidrocarburos</i>	41
2.4	<i>Política de hidrocarburos</i>	42
3.	SITUACIÓN GENERAL DEL SECTOR ANTES Y DESPUÉS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES PRESENTADAS EN EL PAÍS	45
3.1	<i>Adquisición de YPF a APACHE CORPORATION</i>	46
3.2	<i>Adquisición de PLUSPETROL a APCO OIL AND GAS.</i>	52
3.3	<i>Adquisición de CGC (Compañía General de Combustibles) a PETROBRAS.</i>	55
3.4	<i>Adquisición de Pérez Companc a la compañía prestadora de servicios SKANSKA.</i>	61
3.5	<i>Participación de mercado de las empresas analizadas antes y después de las operaciones M&A.</i>	66
4.	PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO SOBRE LA VIABILIDAD DE NUEVAS FUSIONES/ADQUISICIONES EN EL SECTOR DE PETRÓLEO Y GAS EN LA ARGENTINA	71
4.1	<i>Impacto de las operaciones M&A ante nuevas tasas de interés en Argentina durante los periodos 2015-2017</i>	73
4.2	<i>Fenómeno inflacionario en Argentina desde el 2015 en adelante y su impacto en operaciones M&A</i>	76
4.3	<i>Conclusiones generales de los casos analizados.....</i>	78
5.	MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESA A TRAVÉS DE COSTO DE CAPITAL, ADQUISICIÓN DE ACCIONES, CAPM, APM Y FLUJO DE CAJA LIBRE EN LAS OPERACIONES DE M&A ESTUDIADAS EN ARGENTINA EN 2015-2017	81
5.1	<i>El costo de capital</i>	81
5.2	<i>Alternativa de las acciones preferentes como fuente de financiación.....</i>	84



5.3	<i>Valoración de activos financieros (CAPM) y su aplicabilidad en las operaciones M&A</i>	87
5.4	<i>Valoración de inversión a través del modelo por arbitraje (APM-Arbitrage pricing model)</i>	90
5.5	<i>Método del Flujo de Caja Libre</i>	95
5.6	<i>Consideraciones a la valoración por medio del FCL</i>	97
5.7	<i>Conclusiones</i>	98
6.	REFERENCIAS	103



2. JUSTIFICACIÓN

La justificación de la presente tesis busca precisar una idea de investigación novedosa y que la pregunta problema no haya sido abordada de manera explícita con anterioridad, aunque puede ser posible que se encuentren estudios sobre temas similares para avanzar en la investigación. Para estos casos, de acuerdo con los argumentos expuestos por Ezequiel Ander-Egg, para formular un problema de manera adecuada es importante considerar el problema, los aspectos principales del problema, trabajos precedentes, y propósito de la investigación (Ander-Egg, 1993). Para tratar estos aspectos, será necesario conocer los recursos con los que se cuenta y el tiempo definido para la tesis, y en consecuencia acotar el objeto del estudio (Fassio, Pascual, & Suarez, 2002).

El aporte que se busca con el presente trabajo dentro de la disciplina de fusiones y adquisiciones (M&A) por sus siglas en inglés¹, es la de explicar de manera detallada el contexto financiero y económico que motivaron a las corporaciones para llevar a cabo este tipo negociaciones ante panoramas volátiles como el que se percibe en Argentina.

Durante el periodo de esta tesis y en la dinámica del sector energético, se llevaron a cabo diferentes tipos de M&A entre empresas locales y/o con grandes operadoras internacionales para definir una posición de ventaja competitiva ante las perspectivas de la llegada de grandes inversiones y desarrollos a futuro.

De igual manera, las pequeñas y medianas empresas en busca de redefinir su negocio ante los cambios bruscos del sector en cuanto a volumen de trabajo, requerimiento de nuevas tecnologías, y mayor solidez financiera, promovieron su disponibilidad hacia alianzas estratégicas entre sí.

Con las expectativas del sector empresarial hacia las políticas públicas facilitando la inversión extranjera, se presentó un incremento de multinacionales interesadas en comenzar exploraciones en distintas regiones del país (onshore/offshore²), la cual traería consigo la necesidad de crear a nivel local los servicios complementarios eficientes que pudieran ser requeridos a través de subsidiarias con capacidad de operar en el contexto nacional (Roitter, 2020).

¹ M&A: Merge and Acquisition

² Onshore/offshore: Trabajos en tierra / trabajos en mar.



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



Lo interesante de este nuevo panorama en Argentina, radica en identificar si estas estrategias corporativas estuvieron estrechamente ligadas a generar una sinergia para llevar las operaciones de manera más eficiente y reducir riesgos en la inversión de proyectos, o si por el contrario, el crecimiento en la actividad fue atribuido principalmente a las exigencias de la globalización y a los programas de los gobiernos dirigidos a incentivar la concentración empresarial (Gelis, 2015). Ante esto último, se pretende indagar también si un resultado de reagrupe pudo estar asociado únicamente hacia la concentración de la oferta y generar de esta manera una situación de oligopolio para la adjudicación de áreas de exploración, extracción de hidrocarburo y posteriormente la refinación y distribución. Finalmente, se desarrollará un análisis de las operaciones mencionadas a través de distintos métodos de evaluación de inversión, como una mirada alternativa hacia las herramientas que se utilizan en la toma de decisiones antes de las opciones de M&A, y determinar así las expectativas de generación de valor y sinergia.



3. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

A través del presente trabajo, se busca en términos generales investigar las causas reales del comportamiento de las fusiones y adquisiciones presentadas en Argentina entre el 2015 y 2017 y como esto ha afectado el panorama de competitividad en el sector. De tal manera, el planteamiento del problema se define a través de la siguiente pregunta:

¿Cuáles han sido los propósitos y en consecuencia los resultados de las fusiones y adquisiciones realizadas en el sector Oil & Gas en Argentina entre 2015 y 2017?

se agrega, además que existen algunos referentes donde se ha criticado ampliamente las condiciones regulatorias que se establecen durante los procesos de fusiones y adquisiciones en el sector de hidrocarburos, reflejándose en controles internos de los precios para garantizar la estabilidad de los proyectos de M&A. es interesante ahondar un poco más en este aspecto para visualizar las variables que fueron facilitadoras y las que limitaron o condicionaron esos procesos.

La pregunta problema, también abarca una descripción del panorama del sector, en cuanto al posicionamiento de las principales operadoras de Oil & Gas antes y después de las operaciones que se analizarán en detalle.

Otra interrogante importante es ¿Cuáles eran las perspectivas a corto plazo sobre la viabilidad de nuevas fusiones/adquisiciones en el sector de petróleo y gas en la Argentina? porque debía existir alguna especie de proyección hacia futuro? Lo clave en esta interrogante es que en la actualidad ya se podrían comenzar a comparar si algunas de esas metas llegaron a concretarse.

Finalmente, en el último capítulo se da una mirada alternativa de los casos estudiados, utilizando diferentes métodos de valoración de empresa antes tomar la decisión de proceder con una operación de M&A.



4. OBJETIVOS

Objetivo general:

1. Identificar las causas de las fusiones y adquisiciones en el sector de petróleo y gas en Argentina entre los periodos comprendidos entre 2015 y 2017.

Objetivos específicos:

1. Identificar las condiciones macro y microeconómicas que se han presentado para llevar cabo las estrategias de fusiones y adquisiciones en el sector Petróleo & gas en Argentina.
2. Analizar las principales variables limitantes y facilitadores tales como condiciones sociales y marcos regulatorios que se han presentado durante fusiones y adquisiciones en Argentina.
3. Analizar el estado del sector antes y después de las fusiones y adquisiciones presentadas en el país.
4. Evaluar las perspectivas a corto plazo sobre la viabilidad de nuevas fusiones/adquisiciones en el sector de petróleo y gas en la Argentina.
5. Analizar a través de diferentes métodos de valoración de inversión los distintos casos de M&A presentados en la tesis, e identificar las particularidades de cada método para la toma de decisiones.



5. MARCO TEÓRICO

Las operaciones más recientes de las M&A han venido mostrando una relevancia inédita en comparación con los años anteriores, principalmente debido a que las tecnologías, la velocidad de las comunicaciones, y la rapidez de la adquisición de capital e inversión extranjera, han hecho que las empresas busquen un fortalecimiento en el mercado a través de la unión de fuerzas de dos o más empresas que les permita incrementar su sinergia delante de sus clientes y accionistas (Lopez, 2005).

Por tal razón en los últimos 20 años con la apertura total de mercados y la explosión de internet, múltiples libros e investigaciones se han desarrollado sobre las fusiones y adquisiciones a nivel general con el propósito de mostrar las ventajas y los escenarios óptimos para llevar a cabo este tipo de estrategias, aún en escenarios cuyos resultados empíricos han hecho difícil alcanzar los resultados esperados en las operaciones M&A (Iborra, 1997).

Específicamente sobre las fusiones y adquisiciones, varios trabajos han sido divulgados en el entorno académico. Una de las publicaciones frecuentemente utilizadas como referencia, es el de Fusiones, adquisiciones y valoración de empresa realizado por Juan Mascareñas Pérez-Íñigo. Allí muestra en términos generales que:

“Las razones por las cuales se producen fusiones y adquisiciones de empresas con un propósito primordial que es la de alcanzar la creación máxima de valor posible. Con esta definición, el autor busca identificar si la estrategia de fusiones y/o adquisiciones tiene la motivación adecuada o, dicho de otra manera, si la operación ha producido como resultado una generación fehaciente de generación de valor. Este autor parte sobre la base que todas las empresas deben ser competitivas para subsistir en el mercado y continuar satisfaciendo a todas las partes involucradas a través de la generación de valor.” (Perez-Íñigo, 2011, pág. 20).

Este enfoque servirá como parámetro para identificar si las fusiones y adquisiciones realizadas en este sector energético en particular se consideran exitosas desde su concepto básico de la generación de valor, o si por el contrario obedece a otro tipo de estrategias económicas (McCann & Gilkey, 1990).



Adicionalmente, otro trabajo sobre las fusiones y adquisiciones, pero desde un punto de vista más corporativo y con la aplicación de términos pragmáticos propios de textos enfocados principalmente a los negocios, es el libro “*Mergers and acquisitions and another restructuring activities*” fusiones y adquisiciones y otras actividades de reestructuración. Allí, el autor plantea que:

“Las razones para ejecutar estas estrategias corporativas son numerosas, y que los factores que la generan varían con el tiempo. La sinergia de operaciones como la economía de escala y de alcance de trabajo aún está presente como razón principal, sin embargo, también están presentes las sinergias financieras como reducción de costo de capital, diversificación con nuevos productos y mercados, pero también motivaciones de tipo regulatoria y político dentro de un país región específica. El autor también enfatiza las estrategias de compra de una empresa con activos subvalorados que, aunque no necesariamente generen sinergia en el momento de la adquisición, pueda potencialmente generar grandes beneficios ante expectativas de cambios bruscos en las variables macro y microeconómicas.” (Pamphilis, 2014, pág. 52).

En esta misma publicación, también se menciona como además de las mencionadas fusiones y adquisiciones, los negocios entre empresas también se pueden combinar a través de Join ventures³ (JV's), alianzas estratégicas, inversiones minoritarias, franquicias o licencias. Estas formas de combinación de negocios son de gran importancia porque son justamente en el sector energético donde más se llevan a cabo para el desarrollo de proyectos a largo plazo.

Otra de las publicaciones relacionado con el propósito de esta investigación es el libro “Procesos de fusión y adquisición: una aplicación de arquetipo”. Donde el autor menciona que “en numerosas oportunidades incluyendo el acceso a nuevos mercados, un alto porcentaje de M&A fracasan en calcular el valor final que se genera. Por esta razón, entre los procesos que se deben llevar a cabo luego de finalizar el M&A como componente clave para el desempeño a futuro y evaluar el éxito o fracaso de las M&A, son la gestión

³ Joint venture: Se refiere a los acuerdos comerciales para inversión conjunta a largo plazo.



estratégica, comportamiento organizacional y proceso de aprendizaje, etc.” (Koehler, 2009, pág. 45). Este término claro del éxito o fracaso de M&A, se llevará como eje principal durante todo el trayecto de este trabajo, naturalmente buscando identificar esas razones que puedan ir más allá de lo evidente como lo son la generación de valor o la adjudicación de un buen negocio.

Las fusiones y adquisiciones, nos invita también a identificar la forma en que se evalúan los acuerdos de M&A y como estos dependen de cada marco de referencia, o de las creencias que ayuden a decidir si los acuerdos representan el promedio de estas negociaciones o a las “colas de distribución”. (Bruner, 2004). Este marco de referencia se basa de acuerdo con el autor en una combinación de experiencia personal, anécdotas, sabiduría convencional y por su puesto los reflejado en los hechos. El objetivo del autor en cuanto a nuestro tema de investigación es la enriquecer las razones desde este punto de este punto vista estadístico y cualitativo el éxito y fracaso en las fusiones y adquisiciones.

Continuando con investigaciones similares a nivel internacional, el trabajo “*Mergers and Acquisitions. A guide to creating value for stakeholders*”, enfatiza sus investigaciones hacia distintas firmas pertenecientes a varias industrias en el cual describen ejemplos de éxito y ejemplos de fracaso en las operaciones de M&A. (Hitt, Harrison, & Ireland, 2001). Estos autores especifican que los números y las dimensiones de los fracasos en este tipo de operaciones han aumentado considerablemente o al menos no han alcanzado el potencial esperado por las partes interesadas antes de concluir los acuerdos. Por tal razón, los autores tuvieron como motivación principal la elaboración del libro para poder explicar los resultados poco deseados y aún más importante, para describir las acciones que llevaron a ser exitosas las fusiones y adquisiciones. Los objetivos de los autores es la de completar una guía principal para la ejecución exitosa de las M&A. en el texto se describen los distintos procesos de *Due Dilligence*⁴ y como las adquisiciones son financiadas.

Este texto también explora como las firmas encuentran, socios y objetivos para la adquisición que requieren recursos complementarios, un elemento relevante para el éxito del proceso de adquisición. Este texto se enfoca en igual medida hacia la búsqueda de

⁴ investigación de una empresa o persona previa a la firma de un contrato o una ley con cierta diligencia de cuidado



fusiones cooperativas, el alcance de la integración y la generación de la sinergia. Finalmente, abarcan temas críticos en las fusiones y adquisiciones tales como la verdadera efectividad de tales operaciones, cuando y como se adquieren innovaciones en estos procesos, los peligros emergentes de la diversificación y como se pueden evitar, y sobre todo los factores éticos relevantes y dilemas que surgen posterior a una fusión (Herrera, 2011).

Dentro del ámbito local con anterioridad ya han venido desarrollando este mismo tema, particularmente en el libro “El impacto que han tenido el proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas y los factores que han sido determinantes en las transformaciones de las grandes de capital local”, donde se afirma que las reformas económicas que se presentaron en la década de los noventa generaron muchas transformaciones que alteraron la estructura empresarial del país. Durante ese periodo, los procesos de privatización terminaron con la venta de una parte significativa de las empresas a capitales extranjeros (Kulfa, 2000, pág. 7) . El proceso integral de las privatizaciones como un fenómeno de concentración económica y de mercados organizados en bloques y regiones para afrontar los fenómenos de la globalización extrema (Vidal, 2001) , en aquel momento marcó un hito importante en la alteración del mapa de grandes empresas en Argentina, lo que promovió la llegada de grandes entidades transnacionales, que en primera instancia operaron en asocie con empresas locales para posteriormente llevar a cabo una oleada de operaciones de fusiones y adquisiciones que se sintió con gran fuerza sobre todo en el transcurso de la segunda mitad de esa década.

M&A situación argentina para el sector de Oil & Gas durante los periodos 2015 a 2017.

ya desde el 2014, Argentina registró ocho transacciones corporativas en la primera mitad de ese año por un total de US\$ 200 millones. La cifra representó solo un 5% de las fusiones y adquisiciones efectuadas en Latinoamérica. De estas adquisiciones, un 50% de las operaciones fueron de recursos locales, mientras que las restantes (denominadas cross-



border⁵) fueron con empresas internacionales, con inversores de Estados Unidos, Brasil, Chile y Canadá. De todas estas M&A. siendo el mercado de petróleo y gas fue de lejos el protagonista entre todos los rubros. En este sector, y consideradas como transacciones locales, las más destacadas según el informe fueron las que se llevaron a cabo entre Medanito y la empresa Chañares Herrados, donde se compró el cien por ciento del paquete accionario por alrededor de 85 millones de dólares. Adicionalmente, la empresa canadiense Madalena Energy se quedó en su momento con los activos que tenían en el país la también canadiense Tierra Energy por 63 millones de dólares. (First Corporation Finance Advisor , 2016, pág. 6).

Además de los anuncios de las ocho adquisiciones por total de 200 millones de dólares, se estimaban en proceso de negociaciones otros siete anuncios que no habían sido aún efectuados por 1.150 millones de dólares, entre los que sobresalen el traspaso de los activos locales de Apache Corporation a YPF, por 852 millones de dólares, y la compra que Pluspetrol selló en su momento con YPF de un área de más de 1.200 kilómetros cuadrados (km²) en Vaca Muerta, por unos 217 millones de dólares. Estas operaciones confirmadas permitieron en su momento que el país se posicionara en el sexto puesto del ranking latinoamericano de fusiones y adquisiciones.

Entre las fusiones del sector energético más relevantes desde el 2014, se encuentran las mencionadas en la siguiente tabla No.1 (Giannetti, 2016).

⁵ Cross border: Operaciones de M&A entre empresas nacionales y empresas extranjeras.



Tabla No.1.
Las 10 mayores transacciones desde 2014

LAS 10 MAYORES TRANSACCIONES DESDE 2014						
#	Fecha	Compañía Target	Subsector	Comprador	País Comprador	Valor USD (millones)
1	mar-14	Apache Corp (activos en Arg.)	E&P	YPF/Pluspetrol	Argentina	1.069
2	ene-15	APCO Oil & Gas	E&P	Pluspetrol	Argentina	394
3	ago-15	Petroken / Petroq. Cuyo	Petroquímico	YPF / Flñia sielecki	Argentina	195
4	mar-15	Petrobras Arg. (activos cuenca austral)	E&P	Compañía General Combustibles	Argentina	101
5	jun-14	Chañares Herrados	E&P	Medanito (Exmed)	Argentina	85
6	jul-15	Skanska (activos Arg.)	Servicios	Grupo Pérez Companc	Argentina	75
7	ago-15	Americas Petrogas	E&P	Tecpetrol	Argentina	63
8	jun-14	Gran Tierra Energy Argentina	E&P	Madalena Energy	Canadá/ Argentina	63
9	oct-14	Lupatech	Servicios	Sophia Capital	Argentina	22
10	ene-14	Puesto Hernández UTE (partic. Petrobras Arg.)	E&P	YPF	Argentina	41

Fuente: First Corporate Finance Advisors sobre la base de datos de Mergermarket

Las 10 mayores transacciones desde 2014

Nota. Adaptado de *Las 10 mayores transacciones desde 2014*, por Adrián Giannetti, 2016, vacamuerta.com.ar. <https://www.vacamuerta.com.ar/habra-mas-fusiones-y-adquisiciones-en-el-mercado-petrolero-local/>.

En el 2016 los montos involucrados en las actividades de fusiones y adquisiciones de todo tipo de empresas se incrementaron significativamente (traut, 2017). Según datos arrojados por la consultora Orlando Ferreres & Asociados (firma especializada en asesoramiento en Fusiones y Adquisiciones, Valuaciones y Proyectos de Inversión en Argentina) se pasó de unos 869 millones de dólares a 3109 millones de dólares en el acumulado. En términos generales, Argentina recibió para este periodo el 67% de los acuerdos provenientes de fondos latinoamericanos (130 acuerdos en total), de los cuales el 79% correspondieron a capital propio (113 acuerdos). Un 15% de los acuerdos del mercado de fusiones y adquisiciones argentinas tuvo como orígenes inversores norteamericanos (33 acuerdos), un 13% de capitales netamente europeos y de Medio Oriente (21 acuerdos) y sólo un 4% de capitales provenientes de Asia y Oceanía (3 acuerdos). Por último, el 1% de los acuerdos provino de fondos africanos (1 acuerdo). Lo que refuerza la tendencia del país para el acaparamiento de números de fusiones y adquisiciones en comparación con los demás países de la región (Orlando Ferreres & Asociados, 2014).

Gráfico No.1.

Distribución de inversión local y extranjera en Argentina por continente



Nota: adaptado de *Informe de Fusiones & Adquisiciones (M&A)*, por la consultora Orlando Ferreres & Asociados, 2014. Informe de Fusiones & Adquisiciones (M&A)

De lo mencionado anteriormente, el sector de petróleo y gas contribuyó con un 29% del total de acuerdos de fusiones y adquisiciones.

La comparación regional marca también que Argentina fue la excepción a la regla en 2016. De hecho, se ubicó como el único país de América latina que registró un incremento tanto en la cantidad de operaciones como en el volumen. De las operaciones registradas el 75% fue de menos de US\$ 100 millones, 20% de entre US\$ 100 millones y US\$ 500 millones y el 5% de más de US\$ 500 millones. (Consultora Transactional Track Record, 2017)

Dicho lo anterior, para finales de 2017 y aunque en un principio se pronosticó el mejoramiento de las condiciones cambiarias, la devaluación del peso con respecto al dólar se acentuó a finales de ese año incrementando las preocupaciones del sector empresarial sobre la estabilidad del mercado y tener que recalcular sus pronósticos para el 2018 y 2019 (Mckinsey & Company, 2017). En cuanto a los temas comerciales y en consecuencia a la recaudación fiscal, las inversiones para el desarrollo de las actividades en el país se estimaron en un inicio la entrada de importantes inversores financieros con cifras cercanas a los US\$ 40.000 millones en capitales de inversión, lo que traería una ola de fusiones y



adquisiciones de empresas especializadas en este rubro. No obstante, las inversiones por fuera del sector financiero dedicadas principalmente a estimular la producción interna estuvieron por debajo de esa cifra esperada, entre otros factores por la desconfianza de los inversionistas en una estabilidad jurídica y los resultados del banco central en el control cambiario.

Finalmente, y como tendencia reciente elaborada por la firma consultora Orlando Ferreres & Asociados y publicada por La Nación, se aprecia comportamiento fluctuante, pero con marcadas tendencias estacionales sobre todo en el segundo trimestre de los años 2015 y 2016 en cuanto a fusiones y adquisiciones a nivel general se refiere.

Gráfico No.2:
Monto de operaciones de M&A por trimestre



Nota: adaptado de *Informe de Monto de Operaciones de M&A por trimestre*, por el periódico La Nación. 2017. Consultora Orlando Ferreres & Asociados.

El factor de las retenciones de personal como variable de análisis en las M&A

El fenómeno de las fusiones y adquisiciones muestra también algunas particularidades que deben ser tenidas en cuenta al momento de hacer una evaluación integral y determinar la conveniencia o no de llevarlas a cabo. Según el análisis de la ADRIL (*asociación de Dirigentes de Relaciones Industriales de Litoral*), las retenciones del capital humano representaron un factor de riesgo en el desarrollo y consolidación de las M&A en el país, ya que, según esta entidad, el riesgo principal durante este periodo son las retenciones del talento humano. Para ellos más de la mitad de los compradores (55%), incluyendo tanto a corporativos como de capital privado, reconoce que el principal desafío radica en la transacción organizacional, siendo la retención de los empleados un factor clave para



que estas operaciones de fusiones y adquisiciones avance con mayor estabilidad. (ADRIL, 2017)

En un segundo nivel aparecen los temas de ajuste cultural y las preocupaciones que se presentan en los equipos de liderazgo, los niveles de compensación y beneficios. Así como la habilidad que deben tener los responsables de cada área para adquirir y retener el talento que va a requerir la nueva organización (Porter, 1987) .

De manera puntual, la raíz de los riesgos de capital humano en operaciones de M&A ha sido la incapacidad de las personas para gestionar la incertidumbre que genera la creación de una entidad nueva o la absorción por parte de una empresa nueva con estrategias y estilos de mando distinto. Estas crisis pueden conducir a una disminución en el rendimiento y la pérdida de valor de la transacción.

Siguiendo esta misma línea, la consultora Mercer también mostro en su encuesta anual del 2016, la necesidad que tanto compradores como vendedores tengan para mitigar los riesgos relacionados al capital humano, preservar la relación con los clientes clave y mantener la productividad, de tal manera que esto no perjudique o tenga un efecto negativo en la estrategia financiera y operativa del negocio que termine por disminuir la sinergia y por ende generación de valor. (Mercer, 2016)

La consultora continua con su análisis resaltando que, al evaluar una transacción, los compradores no sólo son conscientes de los clientes, los productos y el acceso al mercado, sino también de monitorear el costo de los recursos humanos y del retorno de la inversión asociada a la transacción.

Conceptos bases de M & A

En términos concisos la palabra fusión aplicable a las personas jurídicas consiste principalmente en un acuerdo de dos o más sociedades, que son independientes y que, con el propósito de un objetivo común, se comprometen a juntar sus patrimonios para crear otra entidad totalmente distinta (Quetglas, 2018). Sin embargo, dentro del sector de análisis es común ver como una empresa de mayor envergadura en términos de capital de trabajo,



solidez financiera, activos fijos, *know how*⁶, etc., actúa como el absolvente del patrimonio de la empresa más pequeña. Esto es lo que se conoce como absorción. Estos casos son comunes que se presenten cuando las grandes operadoras de petróleo quieren ingresar a un país a través de una empresa con reconocimiento local y experiencia previa, incorporando el soporte a las entidades locales en nuevas tecnologías para permitir la internacionalización a largo plazo (Scholvin, 2019).

Por otro lado, las operadoras e inclusive grandes contratistas del sector de hidrocarburos deciden tomar alternativas para lograr mejorar su posicionamiento en el sector, para esto no hace falta hacerse del control de otra empresa a través de fusiones sino a través compra de acciones con el propósito de controlar en cierta medida la gestión de la empresa (Fernandez P. , 1989). Esta estrategia se le denomina adquisición. Un caso particular bien conocido en la Argentina fue la Adquisición de YPF por parte de la petrolera española REPSOL a través de la compra de acciones que le dieron más del 50 % de participación.

Una estrategia adicional es la de la escisión, la parte de una desaparición de una organización para convertirse en varias o cuando se deshace de una parte de sus activos (Espinosa, 1999). En el sector petrolero tanto operadoras como contratistas o constructoras han mostrado cierta tendencia a nivel mundial por este tipo de estrategias, esto con el propósito de adaptarse un poco más a las necesidades cambiantes del cliente y brindar así una respuesta más rápida y de forma eficiente en términos de tiempo y recursos empleados.

Las operaciones de fusión o adquisición tienen una complejidad tal que hace necesario tener la claridad y una buena razón para hacerlo más allá del tema económico o de sinergia ya que en la mayoría de los casos son otras las razones que motivan a llevar a cabo estas estrategias de posicionamiento. Las razones por las que se producen fusiones y adquisiciones de empresas tendrán una lógica económica acertada o discutible dependiendo de si cumplen o no el objetivo principal de toda decisión empresarial: la máxima creación de valor posible (Perez-Iñigo, 2011). Esta es la referencia que permitirá deducir si una fusión o adquisición tiene la motivación adecuada, o si una operación de este tipo ha resultado ser un éxito o un fracaso.

⁶ Conjunto de conocimientos técnicos y administrativos que son imprescindibles para llevar a cabo un proceso comercial y que no están protegidos por una patente.



La creación del máximo valor posible es siempre la primera opción al momento de considerar dentro de los objetivos de una empresa para llevar a cabo fusiones y adquisiciones. Por más que se barajen muchos objetivos como el de generar oligopolios, carteles, o mejorar su participación de mercado (*market share*), la generación de valor será siempre y en todo lugar el escenario óptimo a conseguir. Cabe recalcar que la importancia de todo esto radicará en la imagen que tendrá la nueva organización de cara a los empleados, clientes, proveedores y demás partes interesadas, así como los resultados que arrojen las necesarias *due dilligence* y demás procesos de gobierno corporativo (Vasco, 2014).

Teniendo como base, que el objetivo de estas empresas del sector es la de ir incrementando su valor luego de las fusiones o adquisiciones realizadas, la metodología más habitual para determinar si en realidad se está generando valor es a través de analizar la estrategia como un proyecto de inversión, para lo cual se podrá concluir por ejemplo que la decisión de adquisición es conveniente cuando el precio de compra es inferior al valor actual de sus flujos de caja futuros. No obstante, lo complejo de estos movimientos corporativos está en el evaluar temas no tangibles y difíciles de medir como la cultura organizacional, *GOOD WILL*⁷, reconocimiento en el mercado, etc. Por esta razón, si luego de hacer una fusión o adquisición saltan a la vista problemas culturales como por ejemplo que hagan disminuir el flujo de caja de la nueva empresa, entonces los accionistas comenzarán a percibir una pérdida de valor lo que puede contribuir a poner en peligro la operación de fusión o adquisición. Sin embargo, estos casos pueden resultar difícil cuantificarlos por lo que hay que buscar el modo de poder asignar un valor y entender si hay en definitiva un efecto sinérgico o no.

Las compañías del sector petrolero siempre han enfocado sus esfuerzos para lograr adquisiciones o fusiones en empresas del rubro ya sean otras operadoras, o contratistas prestadoras de servicio de petróleo y gas que puedan brindar una mayor integración vertical. Esta estrategia se busca siendo que es el método más utilizado para incrementar valor a través de la compra de otra empresa. Casos previos han demostrado que, al adquirir

⁷ el valor para una empresa u organización de cosas que no se pueden medir fácilmente o bajo algún mecanismo contable.



una empresa con una línea de negocio completamente distinta, resulta muy complicado que se produzca un incremento de valor. Por tal motivo, las grandes petroleras de Argentina están incursionando en el negocio de energía alternativa utilizando como fuente la energía eólica, solar, entre otros. Un claro ejemplo de estrategia de integración vertical para el cual las adquisiciones estarán a la orden del día en el corto plazo a medida que aumenten los incentivos económicos para aumentar proyectos de energía renovable.

Adicionalmente, Las denominadas “primas” al momento de la compra también son un término bastante importante para conocer en este tema de investigación. Generalmente una empresa que muestra el interés por una adquisición tiende a ofrecer una prima por ello, debido a que al momento de la oferta pública de adquisición el precio de las acciones de la empresa a comprar subirá. Estas primas también están presentes cuando el tamaño accionario es lo considerablemente grande como para posteriormente poder influir en futuras decisiones de la empresa tales como distribución de dividendos, estrategias de reinversión, etc. Entonces en esos casos el mercado le exigirá al comprador un mayor precio por acción como contraprestación a la entrega de cierto control en la toma de decisión.

Las sinergias esperadas luego de una adquisición, también puede ser un motivo para la exigencia de una prima por acción comprada. Un caso concreto se presentó ante la opción de compra por parte de YPF de activos de la empresa Apache por un monto de 800 millones de dólares, convirtiéndose en la principal operadora de gas y petróleo en el país. Adicional a esto, la empresa esperaba incrementar su EBIDTA en un 4.4%, es decir unos USD 230 millones por año (YPF , 2014). Si tomamos como referencia estas utilidades operativas presentadas en 2013, entonces la percepción de sinergia fue sin lugar a duda un el catalizador más importante para llevar la adquisición por el valor antes mencionado, siendo que sus activos estaban valorados en 583 millones de dólares según informes de YPF. Por casos concretos como este, la requisición de primas previendo que la sinergia pueda incrementar el valor de la acción sus antiguos dueños, incentiva a un cobro adicional.

Cabe recalcar, que en caso de que los pronósticos de ingresos brutos hubieran disminuido ya sea por razones de mercado como la caída de precios del barril o mala decisiones estratégicas, la sinergia obtenida es menor a la prevista e incluso puedan presentarse



posteriores pérdidas, entonces se producirá una pérdida de valor que causaría una depreciación de activos financieros emitidos por la empresa YPF. Dicho esto, para que una adquisición pueda resultar exitosa se necesita que la sinergia supere en términos monetarios el valor entregado a través de la prima.

Para evaluar una cobertura al riesgo mencionado, es importante conocer si el precio de la acción a pagar en el momento de la adquisición ya incluye el valor de la prima dado por el propio mercado, para esto es importante conocer las expectativas de mejora de rendimiento que pronostican los inversores, así como lograr una vez hecha la adquisición aumentar el rendimiento hasta alcanzar el valor pagado por la prima.

El libro fusiones, adquisiciones y valoración de empresa. Los estudios realizados para evaluar la estrategia de una adquisición se hacen a través del cálculo del valor neto de adquisición o VNA, que es el resultado del valor de la empresa combinada (V_{ab}) menos la suma del valor de mercado de las dos empresas por separado antes de la operación de adquisición ($V_a + V_b$), menos el valor pagado por la prima (P) y menos todos los gastos relacionados al proceso de adquisición (G). (Perez-Iñigo, 2011)

$$VNA = VAB - [VA + VB] - P - G$$

Si determinamos la sinergia como un valor positivo de la siguiente operación:

$$\text{Sinergia} = VAB - [VA + VB] \text{ entonces;}$$

$$VNA = \text{Sinergia} - [P - G]$$

Por lo tanto, y siguiendo con lo comentado por Mascareñas, este concepto muestra que para generar valor luego de las fusiones es necesario no solamente que la sinergia sea un valor positivo, sino que esta superar los gastos incurridos por el pago de las primas y los gastos de llevar a cabo dicha operación.

En el sector petrolero, muchas organizaciones dentro de sus planes de crecimiento sectorial buscan identificar si es posible llevar a cabo un crecimiento mediante reinversiones de sus flujos de fondos generados por la exploración y comercialización del petróleo y gas, bajo un esquema de endeudamiento, o si por el contrario se opta por definitivamente hacer un crecimiento a través de una entidad externa. Bajo esta última opción, los directivos deberán tomar en consideración la opción entre una fusión o si por el contrario simplemente una alianza estratégica de manera temporal representa la mejor opción.



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



Como se comentó anteriormente, la prioridad en estas operaciones es buscar la generación de valor, sin embargo, es posible que en algunos casos se puedan lograr ventajas competitivas sin que necesariamente se logre una sinergia luego de llevar a cabo una operación de este tipo. Por tal razón, en periodos de crecimiento como el de petróleo y gas en Argentina en los últimos años con el hallazgo de cuencas para explotación no convencional (Gomes & Brandt, 2016), los esfuerzos de sinergia pueden pasar a segundo plano incluso a costa de reducción de costes por el enfoque principal de mantener su ventaja competitiva. Una visión a corto plazo de reforzar su posición a nivel nacional, y luego una vez asentado sus bases empezar a trabajar en los distintos modos para generar una sinergia integral y optimizar sus operaciones.



6. METODOLOGÍAS Y TÉCNICAS

A fin de abordar la problemática planteada y obtener los resultados para los objetivos fijados en el presente trabajo, se abordará una metodología de investigación cuantitativa teniendo en cuenta los siguientes aspectos:

Se busca explorar a través de datos estadísticos del Banco Central Argentino (BCRA), Mercado de Valores de Argentina (MERVAL), el Ministerio de Industria, etc. Trabajos previos relacionados a las fusiones y adquisiciones, e informes específicos del sector de petróleo y gas, las tendencias macroeconómicas que han impulsado la generación de procesos M&A. Esto permitirá entender los acontecimientos que entre los periodos entre 2015 y 2017 desencadenaron la situación que viven este tipo de organizaciones en la actualidad. Por tal motivo, la técnica de recolección de datos se clasifica como secundaria exclusivamente.

El estudio tendrá un Estudio longitudinal, donde se analizará el comportamiento de un mismo grupo empresas del sector de Oil & gas durante un periodo de 3 años consecutivos, o a través de un periodo de tiempo superior en caso de que sea relevante para propósitos de este análisis, pero siempre cubriendo el lapso de referencia (2015-2017). Todo esto para dar un mayor énfasis hacia el análisis de casos concretos, estudios en desarrollo y contextos.

Se propone por lo tanto describir las metodologías y técnicas a utilizar sobre la base de cada uno de los objetivos específicos propuestos:

Objetivo específico	Fuente secundaria de datos	Fuente primaria de datos/ Instrumento de recolección	Población/muestra	Técnicas de procesamiento
Conocer las condiciones macro y microeconómicas que se han presentado para llevar cabo las estrategias de fusiones y adquisiciones en el sector Petróleo & gas en Argentina.	Las fuentes para utilizar serán aquella provistas por el banco central de la república de argentina, datos estadísticos de la CEPAL (Comisión económica para América latina y el Caribe),	No aplica	<ul style="list-style-type: none"> Indicadores del MERVAL (Grupo de empresas vinculadas al sector petróleo y gas) 	Se utilizará un enfoque cuantitativo y correlaciones entre datos de la fuente secundaria tales como market share, tasa de inversión, precio del petróleo e inflación.



	revistas especializadas del sector como Revista Petroquímica			
Analizar las principales variables limitantes y facilitadores tales como condiciones sociales y marcos regulatorio se han presentado durante fusiones y adquisiciones en Argentina.	Las fuentes para utilizar serán aquella provistas por el banco central de la república de argentina, datos estadísticos de la CEPAL (Comisión económica para América latina y el Caribe), revistas especializadas del sector como Revista Petroquímica. Datos en informes del ministerio de energía.	No aplica	<ul style="list-style-type: none"> Esquema de Regulaciones actuales al sector. Políticas impositivas. Grupo de empresas vinculadas al sector petróleo y gas. 	<ul style="list-style-type: none"> Se realizarán estudios de casos de las M&A más relevantes e identificar las distintas limitaciones presentadas en el ámbito social y regulatorio.
Panorama antes del sector antes y después de las fusiones y adquisiciones presentadas en el país.	Revistas especializadas del sector, datos económicos provistos por CEPAL, Informes del ministerio de la producción. Informes de la CNV (comisión nacional de valores).	No aplica	<ul style="list-style-type: none"> Grupo de empresas vinculadas al sector petróleo y gas. 	Se realizarán estudios de casos de las M&A más representativas de forma prospectivo y retrospectivo del comportamiento de las empresas, y evaluar de esta manera la fotografía del sector en distintos periodos.
Evaluar las perspectivas a corto plazo sobre la viabilidad de nuevas fusiones/adquisiciones en el sector de Oil & gas en la Argentina.	Estadísticas de la CEPAL, BCRA y revistas especializadas.	No aplica	<ul style="list-style-type: none"> Grupo de empresas vinculadas sector petróleo y gas. Esquema de Regulaciones actuales al sector. Políticas impositivas 	Análisis prospectivo cuantitativo y cualitativo de las conclusiones obtenidas para interpretar la tendencia a futuro en el sector.
Analizar a través de diferentes métodos de valoración de inversión los distintos casos de M&A presentados en la tesis e identificar las particularidades de cada método para la toma de decisiones.	Textos académicos de fusiones y adquisiciones, banco central de la república de argentina (BCRA), datos estadísticos de la CEPAL (Comisión económica para América latina y el Caribe), revistas especializadas del sector.	No aplica	<ul style="list-style-type: none"> Grupo de empresas vinculadas sector petróleo y gas. 	Se realizarán estudios de casos de las M&A más relevantes del sector, a través de métodos de valoración alternativa



1. **CONDICIONES MACRO Y MICROECONÓMICAS PARA LAS ESTRATEGIAS DE FUSIONES Y ADQUISICIONES EN EL SECTOR DE PETRÓLEO Y GAS EN ARGENTINA**

1.1 Aspectos macroeconómicos del 2015 al 2017

En cuanto los aspectos macroeconómicos del país, cabe reflexionar que luego del 2015 cuando la actividad económica mostro retrocesos propios de un cambio drástico en el manejo de la política monetaria, control cambiario y manejo aranceles comerciales, la inflación alcanzo un pico de 44% como consecuencia de ajustes a los precios relativos (tipo de cambio y tarifas públicas). Sin embargo, ya para el 2017 se comenzaron a ver indicadores de recuperación en miras sobre todo a la estabilidad económica a mediano plazo. La reforma tributaria y los pactos de responsabilidad fiscal con las provincias se llevaron a cabo.

La estabilización económica terminó en el 2017 muy distinto a como se tenía planeado, Según lo comentado por la empresa consultora económica y de negocios ABCEB en su reporte de 2017, allí se menciona que mientras a comienzos de este año las grandes dudas estaban posicionadas en la factibilidad de una recuperación que se escape del rebote Satisfactoriamente, el famoso “segundo semestre” llegó con algo de demora. La economía tuvo una trayectoria de crecimiento con una velocidad más que interesante: 4,2% en términos interanuales en el tercer trimestre del 2017 y 3,6% anualizado en el margen (ABCEB, 2017). Por otro lado, de ser tan sólo unos pocos los sectores que empujaron a la economía a principios de 2017 básicamente el Agro, la Construcción y, ligados a éstos últimos dos, Transporte y Comunicaciones, la difusión del crecimiento tomó visibilidad: de los 15 sectores analizados por INDEC⁸ dentro de su EMAE,⁹ tan sólo Electricidad, Gas y Agua mostró una tasa de crecimiento interanual negativa hasta octubre (-0,5%). Aún más, 13 de los 15 sectores crecieron en los primeros diez meses de 2017 respecto a igual periodo de 2016 (INDEC, 2017).

⁸ INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censo.

⁹ EMAE: Estimador Mensual de la Actividad Económica.

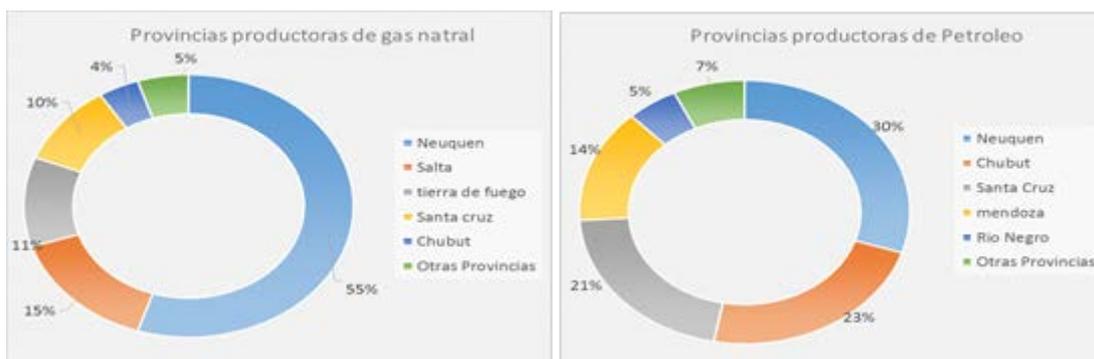


Otro factor adicional fue el protagonismo que tuvo la inversión como motor de la economía local que, según el INDEC, dicha variable se aceleró en el tercer trimestre al incrementarse un 13,9% i.a., ratificando el liderazgo obtenido a inicios del año. Ahora bien, de acuerdo con estimaciones de ABCECB, el crecimiento estuvo cerca del 13% en el cuarto trimestre del año, un guarismo algo inferior al periodo anterior, aunque todavía muy significativo.

A finales de 2016, las perspectivas de crecimiento de la actividad de extracción de petróleo y gas en el país fueron positivas, luego de que el nuevo gobierno reactivara la participación de empresas privadas para la exploración y extracción de crudo en el sur de país. Como se aprecia en la siguiente gráfica, la provincia de Neuquén presenta el mayor atractivo tanto para la extracción y procesamiento de gas como de petróleo con un 55% y 30% de la producción nacional respectivamente. Las provincias de Salta y Tierra del Fuego por su parte también tienen un peso importante en la producción energética y por ende la actividad petrolera también se pronostica al alza para los próximos años (Top market report, 2017).

Gráfico No.3

Producción de petróleo y gas por regiones en Argentina.



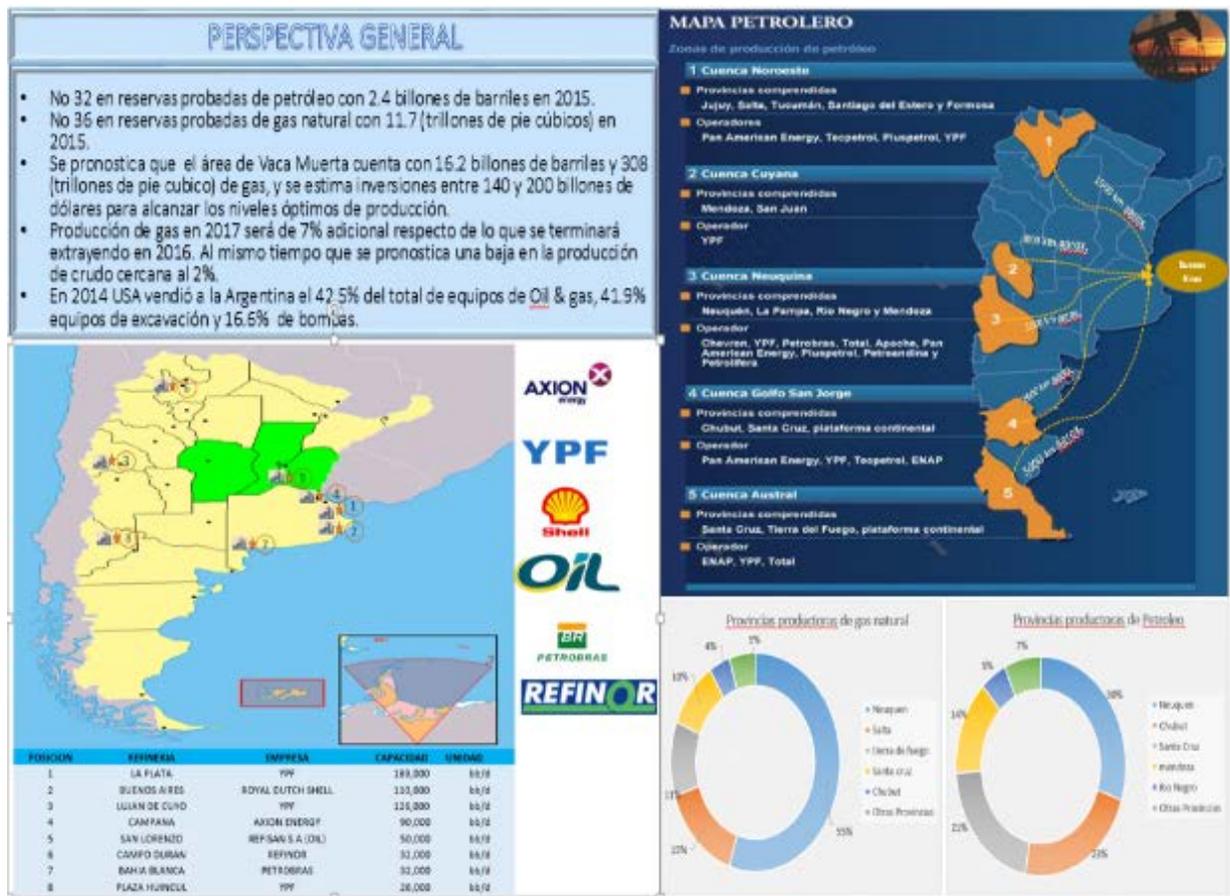
Nota: Elaboración propia con base en información de *international trade administration – 2016 Top markets report upstream oil & gas equipment. 2016.*

Entre las variables técnicas para entender el contexto de la Argentina están sus reservas probadas de petróleo en cerca de 2.4 billones de barriles, así como los más de 11 trillones de pies cúbicos de gas bajo suelo nacional. Adicionalmente a su condición actual, se pronostica que en la región de Vaca Muerta se cuenten con alrededor de 16 millones de

barriles de petróleo, por lo que empresas como YPF, TOTAL, EXXON MOBIL Y SHELL ya se encuentran en las fases de planeación con el propósito de iniciar operación de extracción al corto plazo (ver gráfico No.4.)

Gráfico No.4

Perspectiva general de producción en Argentina al 2017.



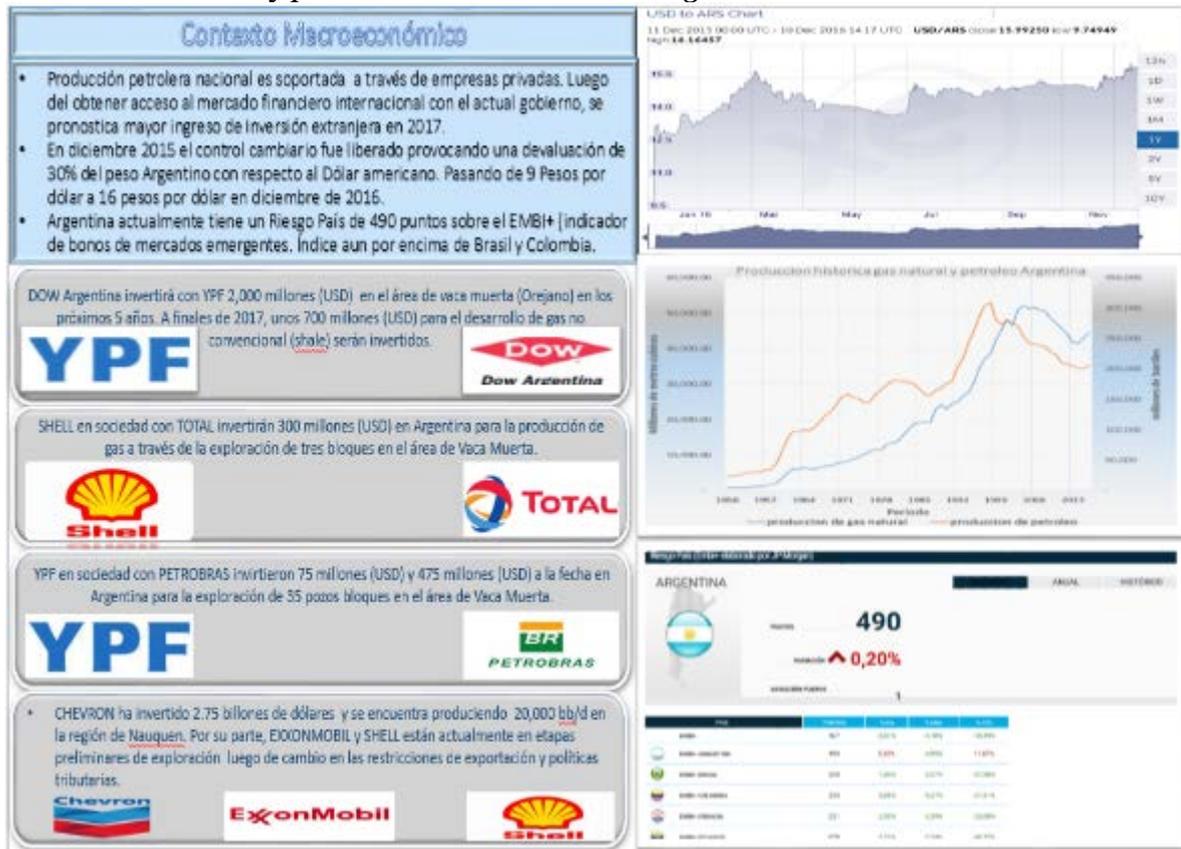
Nota: Elaboración propia con base en información de *international trade administration – 2016 Top markets report upstream oil & gas equipment. 2016.*

Si bien es cierto que las capacidades de exploración y explotación son muy llamativas para las empresas privadas, la situación macroeconómica del país y el precio actual del crudo representa grandes retos para lograr que la promoción de la inversión logre los objetivos propuestos de gobierno, tales como reactivar su económica energética, incrementar la generación de empleo y aumentar los ingresos bruto producto del incremento de producción de petróleo. El riesgo país, por ejemplo, se encuentra para el periodo final de este estudio en alrededor de 490 puntos sobre el EMBI (indicador de mercados de bonos

emergentes) aún muy por encima de algunos países de la región como Brasil y Colombia, además de la pronunciada devaluación que se dio a inicio de 2016 debido a la liberación del control cambiario, ocasionando una pérdida de 30% del peso argentino con respecto al dólar americano. (Ver gráfico No.5).

Gráfico No.5

Entorno económico y pronóstico de inversión en Argentina al 2017.



Nota: Elaboración propia con base en información de *international trade administration – 2016 Top markets report upstream oil & gas equipment. 2016.*

Ante este nuevo panorama de asociaciones en petroleras en el país, es común que estas empresas durante las fases de inversión para operar yacimientos de hidrocarburos por largos periodos tiempo, tiendan a agruparse o separarse según la conveniencia de los proyectos entre o debido a acuerdos de concesiones para explotación con el Estado. Por tal motivo, las distintas compañías han mostrado una tendencia al agrupamiento por motivos de reducción de riesgos del capital invertido, pero sin que las estrategias de fusiones/adquisiciones sean por ahora la regla predominante.



1.2 Sector Energético en su conjunto 2015-2017

Como punto de partida para entender el comportamiento de las fusiones y adquisiciones en Argentina, se pretende analizar la tendencia del mercado bursátil de este sector en los periodos que conciernen al estudio, y ver la incidencia o correlación que pudo haber tenido las acciones de este tipo de empresas con algunas decisiones para la M&A.

Gráfico No.6: **Índice Bursátil MERVAL (mayo 2017 – mayo 2018)**

Gráfico



Nota. Adaptado del Índice Bursátil MERVAL, por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) 2017-2018, <https://es.investing.com/indices/merv>.

Con los datos obtenidos del mercado de valores de Buenos Aires, se aprecia que durante el segundo semestre de 2017 el índice a pesar de las fluctuaciones muestra una tendencia alcista a nivel general.

De manera específica, a través de la empresa YPF S.A, principal operadora de Oil & Gas en el país, muestra un comportamiento o tendencia similar al conglomerado de acciones del MERVAL. El precio internacional del barril a través de su indicador principal WTI ¹⁰ así como las expectativas del momento sobre las reservas de petróleo y gas en Vaca muerta empujaron durante todo el año sus acciones. Cabe recordar que, como la principal empresa

¹⁰ WTI: West Texas Intermediate



nacional, los planes del gobierno fueron en su momento las alianzas estratégicas para cada una de las áreas de Neuquén y del resto del país en las cuales se han adjudicado a empresas extranjeras para impulsar la exploración y explotación del país. Por tal razón, los resultados positivos en las expectativas y proyecciones de producción a futuro impulsarían su valor bursátil, siempre y cuando los precios internacionales se mantengan con cierta estabilidad de precios.

Gráfico No.7
Cotización índice bursatil de YPF (agosto 2016 – diciembre 2017)



Fuente: Ravabursátil.com

Nota. Adaptado del Índice Bursátil MERVAL, 2016-2017, por www.ravabursatil.com, <https://www.rava.com/perfil/YPFD>

Nota: 150 puntos positivos tomando como referencia septiembre-2016 hasta diciembre 2017.

De manera análoga, petroleras como PAMPA ENERGÍA mostraron tendencias similares e inclusive con comportamiento alcista y de menos fluctuación durante el mismo lapso, confirmando la percepción en su momento que el sector energético en su conjunto ya arrancaba con su reactivación a nivel macroeconómico.



Gráfico No.8

Cotización accionaria PAMPA ENERGÍA (agosto 2016 – diciembre 2017)



Nota. Adaptado del Índice Bursátil Merval, 2016-2017, por www.ravabursatil.com, <https://www.rava.com/perfil/pamp>

Nota: 30 puntos positivos tomando como referencia septiembre-2016 hasta diciembre 2017.

Como tercera muestra del sector de Oil & Gas, encontramos la empresa Phoenix GR, aunque su capacidad instalada, su volumen de producción y solvencia financiera está mucho más acotada a las empresas antes mencionadas, sirve como parámetro de comparación en el sentido de amplia recuperación del sector aun para empresas que por su tamaño están más expuestas a la volatilidad del mercado e impacto en sus acciones.

Gráfico No.9

Cotización accionaria Phoenix GR (agosto 2016 – diciembre 2017)



Fuente: Ravabursatil.com

Nota. Adaptado del Índice Bursátil Merval, 2016-2017, por www.ravabursatil.com, <https://www.rava.com/perfil/PGR>



Nota: 6 puntos positivos tomando como referencia septiembre-2016 hasta diciembre 2017.

1.3 Commodities

Los *commodities* por su parte, como indicador referente en muchas ocasiones para determinar la salud económica de un sector en particular, en este caso el barril de petróleo mostró datos verdaderamente preocupantes, donde tocaba valores por debajo de los 40 USD por barril y sin mayores expectativas de cambio debido principalmente a la mayor oferta de los principales productores a nivel mundial.

Los valores de referencia de WTI y BRENT¹¹ desde inicios de 2015 a 2016, mostraron precios por debajo de los 50 USD en promedio durante todo este periodo. Solo empezando el 2017, se percibe una tendencia al alza en los precios con el cual las expectativas de Vaca Muerta en Neuquén mostraban un panorama más interesante para el desarrollo de las actividades de exploración y producción de petróleo y gas.

Gráfico No.10
Cotizaciones precio WTI por barril.



Fuente: www.investing.com

Nota. Adaptado del Índice Bursátil Merval, 2016-2017, por www.investing.com, <https://es.investing.com/commodities/crude-oil-related-instruments>.

¹¹ BRENT: Petróleo de alta calidad que se extrae del yacimiento británico de Brent.



Gráfico No.11
Cotizaciones precio BRENT por barril.



Nota. Adaptado del Índice Bursátil Merval, 2015-2019, por www.investing.com, <https://es.investing.com/commodities/brent-oil>

Dada la tendencia, se pronosticaba en su momento que la caída del precio medio del barril en 2016 hasta los 37 dólares, en un contexto de debilidad de las economías emergentes y el aumento de la oferta disponible principalmente debido al reingreso de Irán en los mercados internacionales.

La caída de precios durante estos dos años se debió a varios factores en los cuales además de las nuevas autorizaciones a las exportaciones de Irán, se sumaron el reporte de un invierno relativamente cálido en el hemisferio norte, lo cual contribuyó a generar mayores niveles de stock por el menor consumo en este periodo del año.

De manera paralela, el estancamiento económico en los mercados considerados como emergentes contribuyó por su parte a una menor demanda de petróleo, influyendo también con esto a la permanencia de precios bajos.



2. PRINCIPALES VARIABLES LIMITANTES Y FACILITADORES SOCIALES Y REGULATORIOS QUE SE HAN PRESENTADO DURANTE FUSIONES Y ADQUISICIONES EN ARGENTINA

El año 2015 fue el último año con fuerte medidas proteccionistas. Con el cambio de reglas de juego, el volumen de operaciones de M&A se multiplicó por siete (7) en el primer semestre y la cantidad aumentó un 61%. Para este periodo el Gobierno de turno ya había establecido cerca de 25 regulaciones proteccionistas, superando inclusive a países como China, Rusia o India.

En el sector de Oil & Gas en Argentina, hasta finales del 2015, el factor relevante de la económica fue el control de precios, esto influyó en las actividades extractivas de petróleo y gas a través de la utilización de valores internos muy por debajo a los precios internacionales de referencia como producto de la oferta y demanda.

Para 2010, el precio promedio nacional del barril de petróleo estaba por los US\$ 49, un 40% menos que el valor de mercado internacional (US\$78). Por su parte, el gas también mostraba un valor claramente retrasado con apenas unos US\$ 2 por millón de BTU, casi un 60% menos que lo que cuesta importarlo de Bolivia. Estas políticas, fueron sustentadas en su momento con el argumento que se estaba generando un costo de oportunidad para fomentar el crecimiento de la industria nacional con insumos de bajo precio.

Por otro lado, y como contrapeso a esta decisión política, una gran acumulación de subsidios a cargo del tesoro nacional fue requerida para poder sostener la operación del sistema. Solo en 2010 por ejemplo, se consumieron más de US\$16.000 millones para importar electricidad desde Brasil, comprar gas en barcos de LNG, o desde Bolivia, e importar combustibles líquidos (*GASOIL Y FUEL OIL*) para cubrir la faltante de gas natural.



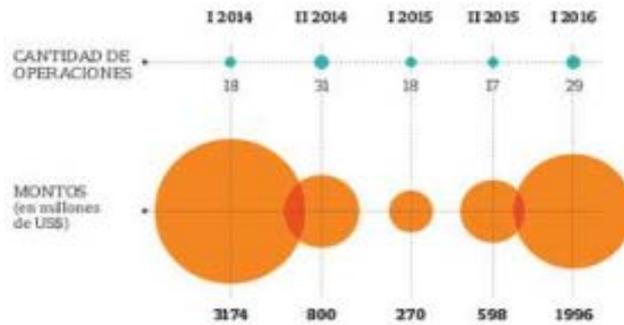
Anuncios de adquisiciones nacionales entre 2014 y 2016

La coyuntura macroeconómica se reflejó en mayor medida con la disminución de M&A a nivel nacional durante el segundo semestre del 2014 y todo el año de 2015, entre las cuales aún se aprecian algunas adquisiciones que se han hecho en el sector petrolero. Las operaciones de PETROBRAS ARGENTINA y de PAMPA ENERGÍA entre las pocas que resaltan en este periodo de análisis. La primera relacionada más que todo a decisiones corporativas de disminuir sus actividades en el país para enfocarse principalmente a las nuevas iniciativas en Brasil. Mientras que la segunda, obedece más a una restructuración de su portafolio de negocios de yacimientos en la explotación de petróleo y gas. (Del Rio, 2016)

Las demás transacciones mostrados en grafico No.12 hacen referencia a otro tipo de adquisiciones que están por fuera del alcance de este trabajo.

Las compras locales

Por semestre



LOS PRINCIPALES DIEZ ANUNCIOS

Empresa	Vendedor	Comprador	Monto (en millones de US\$)
Petrobras Argentina	Petrobras	Pampa Energía	892
Eden y Edes	Eden y Edes	Desarrolladora Energética	220
Solvay Indupa	Solvay Indupa	Unipar Carbocloro	202
Petroken Petroquímica Ensenada	LyondellBasell	Grupo Inversor Petroquímica	184
Nextel Argentina	NLL Holdings	Clarin	178
Yacimientos	Pampa Energía	YPF	140
Campo Austral	Pampa Agrobusiness Fund	Brasil Foods	85
Talsar	Talsar	Rotoplan	36,1
Consultatio	E. Constanoni y C. Reyes Terraluzi	N/D	16,2
Viña Cobos	Viña Cobos	Molinos Río de la Plata	12,1

Fuente: Estado Orlando J Ferreres/ LA NACION

Nota: Adaptado del Diario La Nación, 2016, Por Estudios Orlando Ferreres, <https://www.lanacion.com.ar/economia/la-vuelta-de-las-fusiones-y-adquisiciones-a-la-argentina-nid1914695/>

Adicionalmente, desde la perspectiva macroeconómica ya para octubre del 2011, el economista Ivan Cacañosky mencionó lo siguiente sobre la coyuntura cambiaria en Argentina:



“el Gobierno de la presidente Cristina Fernández de Kirchner instauró el control cambiario, estableciendo un tipo de cambio máximo, con el objetivo principal de detener la caída de las reservas internacionales. Sin embargo, el resultado no fue el esperado, ya que las reservas terminaron disminuyendo de manera considerable, y además se sintió el impacto en otras variables de la economía, como la balanza comercial y el mercado cambiario” (Cachanosky, 2015).

En ese mismo artículo *“El cepo cambiario en Argentina y sus consecuencias negativas”*, se describía de manera retrospectiva, para mayo de 2007 las reservas se ubicaban aproximadamente US\$ 40.000 millones. Posteriormente, el nivel de reservas comenzó a incrementarse, hasta alcanzar un tope en febrero del 2011 que superaba los US\$ 52.500 millones. Sin embargo, posteriormente, el Gobierno comenzó a perder reservas paulatinamente; hasta llegar al nivel de US \$47.500 millones. La nueva situación del Banco Central trajo llevó al gobierno de ese momento a instaurar el cepo¹² (Cachanosky, 2015).

Con esta medida, las importaciones comenzaron a verse afectadas causando dificultades no solo a empresas que necesitaban productos del extranjero para continuar su proceso de producción nacional o simplemente la importación de productos terminados, sino en la vida cotidiana de los ciudadanos al no encontrar productos fácilmente en el mercado local. La compra de dólares por su parte empezó a ser cada vez más difícil tanto para las personas naturales como para las empresas, ya que se exigían mayores requisitos y condiciones para la compra de moneda extranjera. Con este panorama cambiario, las opciones para hacer fusiones y adquisiciones donde estén vinculadas empresas extranjeras quedaron prácticamente eliminadas siendo que al obstaculizar el envío de utilidades al exterior pierde el sentido de una inversión tipo M&A.

Durante los periodos del 2011 al 2015 por ejemplo, las restricciones generales a la exportación se incrementaron para las distintas áreas de la economía nacional.

¹² Cepo: Consiste en una serie de medidas restrictivas para frenar el consumo de la moneda extranjera, sin tener que recurrir a devaluar la moneda local.



Según informes del ministerio de producción en el 2011, 5,000 empresas PYMES desaparecieron debido a esta política macroeconómica (Donato, V, 2016).

Particularmente en el sector de Oil & Gas las políticas gubernamentales venían de años antes con políticas liberales hacia un direccionamiento de mayor intervención estatal para los periodos de este estudio. Las petroleras paulatinamente debieron convertir sus ingresos en pesos según lo establecido en la ley afrontando inconvenientes al deber responder sus deudas en dólares.

Ante este panorama, el gobierno promovió un acuerdo de precios para contrarrestar la creciente inflacionaria y garantizar de alguna manera el abastecimiento nacional. Como primera medida se creó el convenio de estabilidad para el suministro de Gas Oil (Decreto 652/02) (Ministerio de economía, 2002), las bases para el acuerdo entre productores y refinadores para la estabilidad de precios de petróleo crudo y de las naftas y el gas oil (resolución 85/03 de la secretaria de Energía) (Secretaria de Energía, 2003), y además se decidió eliminar la indexación de la tarifa de gas natural, lo cual su congelamiento se transfirió en última medida de distribuidores a productores.

En cuanto a las condiciones de exportación, las petroleras que veían sus condiciones actuales buscaban hacer valer su derecho a vender barriles de crudo en el mercado internacional si así lo consideraban conveniente. No obstante, la imposición de mayores requisitos e incluso llegando a suspender las exportaciones por periodos intermitentes de tiempo, llevó a una encrucijada más para la viabilidad de expandir el negocio energético a base de residuos fósiles y de gas. Esto limitó la inversión para iniciar operaciones de exploración de nuevas áreas *onshore* y *offshore* con potencial de reservas, y en consecuencia eliminó por completo la opción de que el mercado internacional pudiera pensar en las herramientas de M&A como estrategias interesantes de inversión en Argentina para la generación de valor de las corporaciones.

Para el caso del hidrocarburo, se definió como obligación registrar todas las exportaciones según el decreto 645/2002 (Secretaría de energía, 2002), y las resoluciones de la secretaria de energía No. 142/02 (Ministerio de economía, 2002) y 166/02 (Secretaría de energía, 2002), lo cual estableció una especie de cupos para controlar el volumen de exportación. Sobre esta base, el Estado creó herramientas para establecer los derechos para exportar o no el crudo y cualquiera de sus derivados por un periodo de 5 años desde 2007 al 2011,



periodo que posteriormente fueron extendidos por otros 5 años hasta la entrada del siguiente gobierno.

Las restricciones en el gas natural comenzaron a ser preocupantes ya desde el 2006, en este periodo ya se manejaba un 45% sobre la base del precio acordado entre los gobiernos de Argentina y Bolivia, el cual se fijó en 5 dólares por MMBTU¹³. Como soporte de este acuerdo, estaba una solución temporal para garantizar el abastecimiento del consumo interno, sin afectar las exportaciones que ya estaban comprometidas con los países limítrofes de Chile, Uruguay y Brasil. De tal manera que la opción de aumentar los volúmenes de exportación de gas que se viesan mermados con este porcentaje de restricción y así garantizar una oferta de mercado interno tal que los costos de bienes y servicios se mantuvieran con cierta estabilidad.

Para el 2008, las retenciones llegaron inclusive al 100% tomando como referencia el precio de importación más alto de ese momento, cuyo valor oscilaba los 15 USD por MMBTU (Durán & Alvarez, 2008). Este cambio exorbitante en las nuevas retenciones tenía como propósito tomar cualquier ganancia extraordinaria que se podría generar, teniendo como referente una devaluación acentuada en ese año y ayudar al superávit fiscal vía retención de exportación.

Estas retenciones naturalmente buscaban desalentar la exportación de gas, dada una ampliación de la diferencia entre el aumento de la demanda interna y la caída de la extracción.

Adicionalmente, a las medidas tomadas en 2006 para acrecentar el control de precios para los hidrocarburos y el manejo de las exportaciones e importaciones, está la creación de la empresa ENARSA, entidad completamente estatal y donde entre sus funciones se encontraba la de fomentar las actividades de hidrocarburos donde por temas de mercado o desinterés de empresas privadas había una falencia en la oferta, además esta empresa tenía como función intervenir en el mercado cuando se presentaran posiciones dominantes por oligopolios o monopolios y servir como instrumento para asegurar un entorno de libre

¹³ MMBTU: Millón de BTU. Unidad térmica británica que se usa como referencia en la comercialización de gas.



mercado y equilibrio (Lizana & Pavic, 2002), y a modo de darles mayor poder en el mercado tenía en su poder y por otorgamiento directo del estado la titularidad de áreas importantes para explorar en las plataforma continental Argentina para buscar socios inversionistas y compartir las inversiones necesarias y sus posibles utilidades en caso de seguir adelante.

La estrategia del gobierno a través de ENARSA, generaron algunas uniones transitorias (UTE) con empresas provinciales de Neuquén tales como Gas Y Petróleo del Neuquén, con empresas privadas como PLUSPETROL, RAISEN, PETROBRAS, ENAP-SIPETROL, entre otros, para la extracción de petróleo. Sin embargo, a pesar de haberse llevado proyectos de manera conjunta, en realidad no mostró intervenciones en el mercado energético como agente regulador de precios ni mucho menos se ha visto la decisión de tomar yacimientos con problemas contractuales o áreas con poca inversión.

Naturalmente, asociaciones de gran relevancia y con inversiones a largo plazo público-privadas no se presentaron en parte por la desconfianza del mercado hacia los excesivos controles a la economía y política energética. Tampoco se presentaron inversiones relevantes para reactivar los trabajos de exploración en la plataforma de tierra argentina y mucho menos se percibió intereses de compras de alto impacto en entidades locales para una operación M&A.

2.1 Situación de las empresas privadas y herramientas coyunturales para crecer

Las políticas de Estado para regular el mercado energético tuvieron como impacto la desaceleración en el crecimiento, en la inversión, en las expectativas y por ende en nuevas oportunidades de M&A (Roitman, 2005). Por tal razón, para finales de la primera década del 2000 ya se encontraban en vigencia una serie de beneficios fiscales para poder incentivar la exploración y explotación. Entre los beneficios que tenían un impacto directo en la rentabilidad de la inversión y la viabilidad de lleva a cabo proyectos de distinta índole se encontraban el IVA, ganancia mínima presunta, así como derecho de importación de maquinaria.

Para finales de 2008, se lanzó un programa llamado Gas Plus (Energía, 2009), que garantizaba la comercialización del gas natural de forma libre y sin restricciones, pero solo



para aquellas áreas que no tenían mayores desarrollos y donde se presumen de características de “*tight gas*”¹⁴. Estos beneficios llamaron la atención de Repsol YPF sobre todo impulsado por los recientes incumplimientos del gobierno de Bolivia para el abastecimiento y venta de gas natural. En su momento, el ministerio de hidrocarburos de Bolivia indicaba que solo podría proporcionar 2.4 millones metros cúbicos de gas, en lugar de los 7.7 millones contratados y 7.7 millones para 2010 en lugar de 27.7 millones previstos para 2010 (Reuters Staff, 2011).

La creciente demanda interna de gas y las dificultades para cubrirla llevaron al gobierno de entonces a crear otro programa llamado “energía total” el cual tenía como propósito de alguna manera asegurar el abastecimiento del gas faltante e incentivar al mismo tiempo la sustitución del consumo de gas natural y energía eléctrica por otro tipo de combustible alternativo y autogeneración eléctrica. Para este propósito, se definieron planes para provisión de combustibles gaseoso como el gas natural licuado (GNL) y plan de combustibles líquidos, pero manteniendo siempre a ENARSA para gestionar estos programas para continuar con el subsidio estatal de estos programas alternativos. Esto claramente benefició a las grandes industrias que no tuvieron que afrontar mayores costos por la energía importada, no obstante, los recursos de este subsidio venían de aquellas retenciones a las exportaciones de hidrocarburos.

Para el 2007 el gobierno de turno buscaba distintas estrategias para retomar YPF entre las que se resaltan el ingreso de grupo Petersen cuyo capital era mayoritariamente nacional. Este grupo adquirió el 15.4% de las acciones de la petrolera y luego un 10% adicional, llegando a más de un 25% (Clarín, 2011). Estas adquisiciones accionarias generaron endeudamiento con un grupo de bancos internacionales y con la misma Repsol (Principal empresa petrolera española), por lo que se pretendió saldar la deuda con la utilización de los mismos dividendos que se obtendrían de la tenencia de las acciones. Naturalmente este mecanismo no iba a generar otra cosa que empeorar la deuda, producir un mayor envío de utilidades al exterior, y por ende menor confianza por parte del principal accionista (Repsol) para seguir adelante con las inversiones que se requerían para reactivar el sector en Argentina (Fernandez P. , 2012).

¹⁴ Tight gas: Reservorio de gas con baja permeabilidad.



2.2 Consecuencias de las políticas mencionadas

A pesar de que la economía, a través de su principal indicador, el producto interno bruto (PBI) mostró datos positivos con un 95% de crecimiento desde el 2002 al 2011 (Ministerio de Economía, 2011), aumentando también la demanda interna de gas natural a través del consumo en las casas e industrias, los indicadores generales de toda la actividad de hidrocarburos durante la primera década del 2000 mostraron resultados muy pobres en cuanto a inversión en el sector, número de M&A, volúmenes de extracción y producción. Las políticas aquí descritas no generaron un estímulo real para su desarrollo, donde a pesar de generar mecanismos forzados para crear una oferta interna no fue para nada exitoso. El desestimular la inversión privada con reglas de juego difusas para la exportación, restricciones para la repatriación de utilidades, control de precios etc., Terminaron por llevar al fracaso los planes energéticos en Argentina para el periodo que nos concierne.

La extracción de petróleo en Argentina cayó un 24% desde el 2002 al 2011 y un 13% para el gas durante el mismo periodo. Este impacto en el gas se sintió aún más siendo que la matriz energética para la industria y hogares iba en incremento, por lo que las importaciones se multiplicaron hasta 4 veces en este mismo periodo. En cuanto a la exploración de nuevo yacimientos, se reportaron únicamente 45 pozos por año en promedio, no se presentaron exploración en nuevas áreas lo que hizo caer las reservas de gas a 7.5 años y 11 años para el petróleo en caso de no haberse presentado nuevos hallazgos considerables (Sabbatella, 2012).

En parte la caída de producción, exploración y reserva estuvo impulsada por la gestión de Repsol en YPF. La extracción de petróleo cayó un 30% y gas se redujo a un 38% del 2003 al 2011 (Sabbatella, 2012). Naturalmente, el factor causante fue desinversión e incremento de repatriación de dividendos al exterior e incrementada con el ingreso de Grupo Petersen como accionista. Entre el 2008 y 2010, las divisas sacadas del país pudieron haber fortalecido la producción y exploración en Argentina durante ese momento de crisis.

2.3 Estructura económica de la política de hidrocarburos

Los litigios internacionales entre el gobierno de turno argentino y la petrolera Repsol-YPF de su momento, así como fenómenos de corrida cambiaria en 2012 amenazaba la



estabilidad del sector energético en el país. Como medida de amarre, el gobierno hizo obligatorio el ingreso y negociación en el mercado de cambio de todas las divisas que se hubieran generado como consecuencias de operaciones de exportación de petróleo y gas. Esta decisión generó malestar en las corporaciones internacionales que estaban trabajando y con inversiones en el país ya que cambiaban sus reglas de juego en un mercado de economía abierta.

El gobierno denunció la creación de un cartel a empresas como Repsol-YPF, Exxon Mobil, Petrobras, Oil por la aplicación de sobrepuestos en la venta de gasoil a empresas de transporte de carga y de pasajeros (Europapress, 2012). A esto se le sumó que el saldo comercial externo del sector energético en el 2011 mostraba déficit por cerca de 2,900 millones de USD. Por lo tanto, estas demandas y una actividad cada vez menor por las políticas tomadas en varios años llevaron a una Argentina a ser un país importador de hidrocarburos.

Adicionalmente, la importación de gas desde Bolivia como ya mencionado, y contratación de barcos GNL llevaron incluso a amenazar un superávit comercial. Esto claramente, desajustó la estructura económica general y peligró el crecimiento económico, a través de su incapacidad para usar de manera eficiente, y respetando las reglas del mercado las distintas herramientas que tiene un Estado para controlar y garantizar un crecimiento estable el sector energético en su conjunto.

Posteriormente el Estado decidió generar un impulso al mercado privado, para esto no solo dio por cancelados programas estatales como Petróleo Plus, sino también se entregaron recursos por más de 1700 millones de pesos a empresas como PAE, YPF, Occidental-Sinopec, Pluspetrol, Total Austral, Enap Sipetrol y la brasilera Petrobras. Para el 2008 y 2009, los precios del barril del petróleo tocaban valores históricos al alza de 30 a 70 dólares en su momento casi que duplicando el precio que las refinerías por acuerdo estaban pagando a las petroleras encargadas de la extracción y transporte (Diario El Litoral, 2012).

2.4 Política de hidrocarburos

En el ambiente político durante el 2011 y luego de una victoria del oficialismo con más del 54%, a través de los acuerdos federales de hidrocarburos, tanto el gobierno nacional como



las provincias acordaron definir una serie de imposiciones a las empresas petroleras privadas.

Ya se venía con cierto incumplimiento de Repsol-YPF sobre las inversiones que se debían llevar a cabo y a los niveles de producción que se habían comprometido, lo que impulsó a revertir las concesiones en las provincias de Chubut y Santa Cruz, impactando fuertemente el valor bursátil de la petrolera. Adicionalmente, es su momento un sentimiento de expropiación de la principal empresa del país venía en crecimiento. De acuerdo con el Centro de Estudios de Opinión Pública (CEOP), más del 70% de la población estaba a favor de una expropiación de todas las acciones de Repsol, y acompañada por las principales organizaciones patronales como la Unión Industrial Argentina (UIA) (Centro de Estudios Opinión Pública, 2012). Estas organizaciones defendían la necesidad de garantizar un abastecimiento energético permanente que diera soporte a las actividades industriales del país, propósito que, por coyunturas diversas como las restricciones a las exportaciones, precios, comportamiento de oferta y demanda, las petroleras privadas no venían cumpliendo de forma permanente, así como los malos resultados operativos de Repsol al mando de YPF contribuyera como factor adicional a la expropiación definitiva (Vandenberghe, 2011).

Finalmente, luego de esta breve descripción de las políticas energéticas de fines de la última década se evidencia una serie de contradicciones y ambigüedades en contra del mercado que bloquea el interés por la inversión privada y extranjera en el país para adquisiciones o fusiones con empresas nacionales.

Inicialmente, se impuso la incorporación del socio argentino en YPF y el proceso de provincialización, para luego eliminar incentivos para el crecimiento de la inversión al establecer políticas de raciones creciente, acuerdos de precios y restricciones a las importaciones.

Las políticas definidas en un principio sobre la libertad de precios, libre exportación y disponibilidad de los hidrocarburos extraídos se fueron recortando escalonadamente en como mecanismo para cubrir posteriormente necesidades económicas y de abastecimiento energético.



Las regulaciones afectaron al final del día los intereses propios de las empresas privadas, aunque hayan vivido varios años de beneficios fiscales y no hayan presentado pérdidas en la actividad de explotación. Repsol por su parte, reducía las inversiones antes las nuevas reglas de gobierno, así como la disminución de los volúmenes de extracción poniendo en riesgo el abastecimiento interno mientras esperaba una paridad entre los precios internos y los valores de referencia internacionales (Sabbatella, 2012).

En definitiva, las políticas de regulaciones no mostraron los resultados esperados para garantizar el abastecimiento a la demanda interna. A medida que se percibía la imposibilidad de continuar con las restricciones sin arriesgar el modelo económico proteccionista que venía desestimulando la inversión extranjera e interés de empresas por llegar alianzas, el gobierno decidió sancionar la Ley de Soberanía de hidrocarburos que le devolvió la planificación energética al Estado (Presidencia de la nación, 2012).



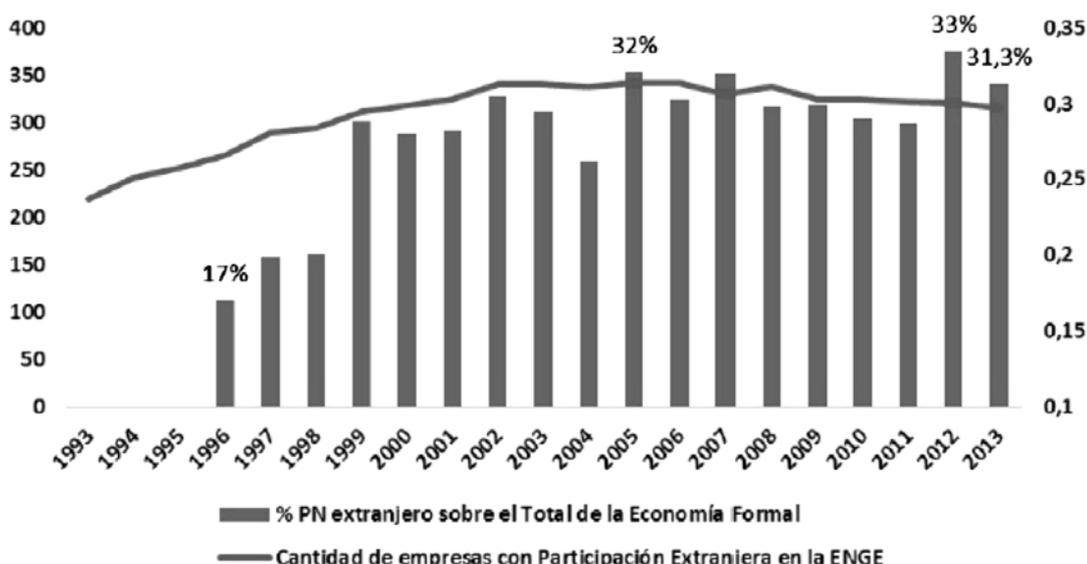
3. SITUACIÓN GENERAL DEL SECTOR ANTES Y DESPUÉS DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES PRESENTADAS EN EL PAÍS

Argentina se vio impactado justo antes del periodo de análisis 2015-2017 por ciclos de centralización y el número de ventas de empresas también siguió el mismo esquema.

Un factor que puede dar una referencia sobre el estado del sector de Fusiones y Adquisiciones en cuanto al grado de penetración del capital extranjero es la ratio de empresas extranjeras sobre el Patrimonio Neto de la economía formal, esto se denomina extranjerización del capital y que puede observarse en el siguiente gráfico No.13:

Gráfico No.13

Patrimonio neto extranjero sobre el total de la economía formal.



Nota: Adaptado del Artículo "Patrimonio Neto sobre el total de la Economía formal", Por Estudios Orlando Ferreres, 2014, Informe de Fusiones y Adquisiciones Trimestral.

Los cálculos realizados se consideraron los dividendos del Patrimonio Neto en manos extranjeras provisto por el BCRA sobre el Patrimonio Neto de la economía formal provisto por la AFIP con datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC), Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE), Banco Central de la República Argentina (BCRA) y la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) (Orlando Ferreres & Asociados, 2014).



De manera particular, en el rubro de los hidrocarburos se presentaron aportes cuantiosos de capital tanto nacional como extranjero en el último período tras la explotación del yacimiento Vaca Muerta.

Dicho lo anterior a manera de preámbulo, y para ir de manera más detallada hacia las principales operaciones de M&A presentadas durante el periodo que nos concierne, empezamos a analizar las condiciones en que se llevaron a cabo y cuáles fueron sus resultados.

3.1 Adquisición de YPF a APACHE CORPORATION

Proceso e impacto de la adquisición para la concentración de mercado

Bajo el nuevo enfoque de desarrollo de vaca muerta, YPF en busca de ampliar su integración vertical y sinergia operativa evalúa la adquisición de la empresa APACHE. Esta clasificación de integración se toma, siendo que son operaciones de empresas dentro del mismo sector con el objetivo de aumentar sus ingresos o reducir costos.

La economía de escala en esta operación podrá permitir un incremento de producción con apenas un alza marginal de sus costos, por el hecho de utilizar personal de la empresa adquirida, su infraestructura y equipos. Esta aplicación de adquisición se puede considerar como *economía de escala estática*, es decir, una nueva economía empresaria que proviene del mejor aprovechamiento de sus nuevos recursos, de tal manera que permita incrementar los niveles de producción con un menor costo unitario. (Figueroa, 2006)

De manera específica la sinergia operativa se presentó de la siguiente manera:

- a) YPF utilizó los activos adquiridos y los incorporo a su cadena de valor del *upstream*.
- b) La transferencia de conocimiento tanto de la empresa APACHE sobre los rendimientos de las áreas explotadas y sus particularidades, como de YPF hacia sus nuevos empleados del *know how* de tecnología, y procedimientos internos de aplicación por parte de la empresa adquiriente.

El lado propio de esta tesis se presenta en interpretar si esta adquisición tiene como contraprestación una mayor concentración empresarial, la cual se mide como el porcentaje de la actividad del sector, con base en los ingresos totales o la capacidad de producción de



una empresa particular con respecto al grupo de las demás empresas que operan en el mismo sector y ubicación geográfica.

De acuerdo con lo mencionado en uno de nuestros textos de referencia, una medida válida para conocer el nivel de concentración de mercado es el índice de Herndahl-Hirschman, que se obtiene al sumar los cuadrados de las cuotas de mercado de las empresas implicadas luego de culminar una o varias operaciones de M&A (Perez-Iñigo, 2011).

De acuerdo con los datos obtenidos por parte de IAPG (*Instituto Argentino de Petróleo y Gas*) para el año 2014 las principales operadoras de Oil & Gas en el país tenían un nivel de producción como se menciona a continuación en la tabla No.2 (Producción de Petróleo y Gas Natural , 2014).

Tabla No.2 Producción de Petróleo - Año 2014

Operador	Petróleo m3	% Mercado Petrolero
TOTAL	30.880.627	100%
YPF S.A.	12.671.227	41%
PAN AMERICAN ENERGY (SUCURSAL ARGENTINA) LLC	5.734.081	19%
PLUSPETROL S.A.	2.127.144	7%
SINOPEC ARGENTINA EXPLORATION INC	1.849.874	6%
PETROBRAS ARGENTINA S.A.	1.354.305	4%
CHEVRON ARGENTINA S.R.L.	1.160.769	4%
TECPETROL S.A.	1.114.255	4%
PETROLERA ENTRE LOMAS S.A.	721.292	2%
COMPAÑIAS ASOCIADAS PETROLERAS S.A.	638.305	2%
TOTAL, AUSTRAL S.A.	598.313	2%
ENAP SIPETROL ARGENTINA S.A.	556.617	2%
PETROQUIMICA COM. RIVADAVIA S.A.	390.964	1%
APACHE ENERGIA ARGENTINA S.R.L	319.440	1%
OTROS	1.644.041	5%

Nota: Adaptado de datos de producción de petróleo y gas, por IAPG (*Instituto Argentino de Oil & Gas*), 2014, https://www.iapg.org.ar/web_iapg/publicaciones/libros-de-interes-general/estadisticas-de-petroleo-y-gas-epg-2014

Se aplica por lo tanto el índice HH antes y después de la operación de M&A analizada, y tomando como base de impacto a las primeras cinco empresas con mayor participación para petróleo:

$$\text{HH (petróleo) antes} = (41\%)^2 + (19\%)^2 + (7\%)^2 + (6\%)^2 + (4\%)^2 = 21\%$$

$$\text{HH (petróleo) después} = (42\%)^2 + (19\%)^2 + (7\%)^2 + (6\%)^2 + (4\%)^2 = 22\%$$



Nota: Para este caso en particular, la adquisición de APACHE por parte de YPF claramente no produce un impacto en la concentración de participación de mercado siendo que entre las primeras operadoras no se alcanza un nivel del 30%.

En relación con el comportamiento del volumen de gas producido durante el mismo periodo se toma como referencia la siguiente tabla No.3.

Tabla No.3
Producción de Gas Natural - Año 2014

Operador	Gas Natural Mm3	% Mercado Gas
TOTAL	41.483.811	100%
YPF S.A.	11.855.152	29%
PAN AMERICAN ENERGY (SUCURSAL ARGENTINA) LLC	11.634.465	28%
PLUSPETROL S.A.	4.763.166	11%
SINOPEC ARGENTINA EXPLORATION INC	3.311.756	8%
PETROBRAS ARGENTINA S.A.	1.388.175	3%
CHEVRON ARGENTINA S.R.L.	1.226.053	3%
TECPETROL S.A.	1.098.266	3%
PETROLERA ENTRE LOMAS S.A.	1.083.205	3%
COMPAÑÍAS ASOCIADAS PETROLERAS S.A.	928.340	2%
TOTAL AUSTRAL S.A.	824.111	2%
ENAP SIPETROL ARGENTINA S.A.	716.773	2%
PETROQUIMICA COM. RIVADAVIA S.A.	593.471	1%
APACHE ENERGIA ARGENTINA S.R.L	503.587	1%
OTROS	1.557.289	4%

Nota: Adaptado de datos de producción de petróleo y gas, por IAPG (Instituto Argentino de Oil & Gas), 2014, https://www.iapg.org.ar/web_iapg/publicaciones/libros-de-interes-general/estadisticas-de-petroleo-y-gas-epg-2014

Para determinar el impacto de la participación de mercado específicamente en cuanto a la producción de gas se refiere, Se aplica el índice HH antes y después de la operación de M&A analizada y tomando como base de impacto a las primeras cinco empresas con mayor participación para el Gas:

$$\text{HH (gas) antes} = (29\%)^2 + (28\%)^2 + (11\%)^2 + (8\%)^2 + (3\%)^2 = 18\%$$

$$\text{HH (gas) después} = (29\%)^2 + (28\%)^2 + (11\%)^2 + (8\%)^2 + (3\%)^2 = 19\%$$



Nota: Para el gas, esta adquisición no generó un impacto en la concentración de participación de mercado per se. Su índice tampoco supera el 30% para considerar una posible concentración de mercado debido a esta M&A.

Desarrollo y efectos de la adquisición en el mercado bursátil y generación de valor

Como mencionado anteriormente, para el año 2014 en Argentina la empresa recientemente estatizada YPF adquirió los activos de Apache Corporación por valor de 852 millones de USD, al mismo tiempo que llevaba a cabo una venta de un área de 1,200 km² en Vaca Muerta/Neuquén a la empresa privada Pluspetrol por un valor total de 217 millones de USD (YPF, 2014).

Siguiendo el concepto base que transcurre de manera transversal a lo largo de esta tesis, para que la operación de fusión o adquisición genere valor debe de estar alineado con generar sinergias. Por tal razón, para inducir la existencia de sinergia entre YPF y su empresa adquirida APACHE, se utilizará como referencia el método de *reajuste del modelo de valoración* (Perez-Iñigo, 2011) donde se toma como información de análisis el valor de mercado por acción de la empresa adquirida (APACHE) y su empresa adquiriente (YPF) antes de la divulgación de información sobre una posible operación de M&A, y el resultado bursátil accionaria de esta última luego de culminada la operación.

La bolsa de valores de Buenos Aires (MERVAL), en su momento interpretó la compra de Apache Corporation como una operación que generaría valor, a pesar de que, durante los últimos 3 meses del 2014, la acción pasó de 623 puntos a casi 300 a inicios del 2015 (Investing, 2015), impulsado principalmente por factores externos de mercado y específico del Oil & Gas como lo es el valor del barril del petróleo durante ese periodo de tiempo. Su precio con tendencia a la baja tenía como causa principal una sobre oferta de petróleo impulsado en el mercado internacional liderado por Irán y su posibilidad de vender, así como el incremento de la producción en los Estados Unidos a través de la utilización del *fracking*¹⁵ en sus áreas de explotación no convencional. Cabe resaltar, además, que la tendencia de este *commodity* tiene una correlación directa fuerte con el valor de la acción de cualquier petrolero e YPF no sería la excepción (Investing, 2015).

¹⁵ Fracking: técnica hidráulica para posibilitar o aumentar la extracción de gas y petróleo del subsuelo



Gráfico No.14

Tendencia valor bursátil de las acciones de YPF S.A



Nota: Adaptado de valor bursátil de las acciones de YPF S.A, Por la Bolsa de valores de Buenos Aires (Merval), 2015, <https://es.investing.com/equities/ypf-sociedad>

La operación de YPF incluyó no solo los activos en el país de la empresa Apache Corp por la suma de 800 millones de USD, sino también sus pasivos financieros por unos 52 millones de USD, adicionalmente YPF pago a Apache Corp el capital de trabajo existente al momento de la transacción. Esto tenía como propósito incrementar la producción de petróleo y gas a través de la gestión de estos nuevos activos. Para esta adquisición, YPF utilizó su línea de crédito por 150 millones de USD más efectivo disponible en sus cuentas,



las cuales para ese periodo rondaba los 1200 millones de USD. El tesoro de Argentina le daría también como crédito un depósito de 1020 millones de USD (tasa de cambio del momento 8,0 ARS/USD).

Dado un valor específico pagado de 852 millones USD, y con margen EBIDTA de 41, 2% para el año 2013 (Ventas: 502,1 millones USD; EBIDTA: 206,7 millones USD). Se desembolsó finalmente un múltiplo de 4,12 de sus utilidades operativas. Índice que va en línea con lo que se opera para transacciones similares (Observatorio Petrolero Sur, 2014).

Entre los beneficios operativos de esta adquisición, YPF pudo hacerse de varios contratos de UTE (unión temporal) sobre todo en la provincia de Neuquén para explorar el área de vaca muerta con 1200 kilómetros cuadrados.

Por otra parte, los activos absorbidos en esta operación M&A, incluían 28 concesiones de las cuales en 25 Apache Argentina se desempeñaba como operador, 7 concesiones en la provincia de Tierra del Fuego y Rio Negro, produjeron en 2013 más de 42,000 barriles/día, un 11 % menos a lo registrado en 2012 distribuido con un 22% de petróleo, 5% gas natural líquido y 73% de gas natural. La infraestructura por su parte incluía ductos, plantas y una fuerza laboral de más de 300 personas. Las reservas de las áreas de concesión se estimaban en 3,8 millones de barriles equivalentes de petróleo (YPF, 2014).

Finalmente, Teniendo como referencia la producción del año 2013, YPF con la compra de Apache Argentina incrementó su producción de gas en un 14,1%, mientras que la de petróleo aumentaría sólo un 3,3%. Dicho esto, y entendiendo que las decisiones para llevar a cabo las fusiones y adquisiciones en términos teóricos toman como base el flujo de ingresos a futuros que estas operaciones pueden representar, el mercado bursátil lo recibió como operación financiera que definitivamente le agregó valor a la petrolera argentina a través de la sinergia que estos nuevos activos y áreas en concesión generaban para su rentabilidad.

Dentro del enfoque estratégico de esta operación como primer caso de estudio, YPF vio la opción de impulsar el crecimiento en el sector de exploración y posterior extracción, incrementando la sinergia con sus actividades precedentes a través de la adquisición de yacimientos probados con reservas de petróleo y gas, y no debido a una oportunidad



extraordinaria por un posible bajo precio en comparación con sus activos o flujos de fondos a futuros.

3.2 Adquisición de PLUSPETROL a APCO OIL AND GAS.

El caso de la adquisición de la empresa APCO por parte de la petrolera PLUSPETROL, refleja una filosofía parecida a la ya mencionada por YPF, es decir operaciones que se realizan buscando un mejor posicionamiento en las actividades de upstream¹⁶ en Argentina. Pluspetrol compañía con capital mayoritario argentino, concretó la compra de la empresa APCO, empresa de capital Norte Americano, sin embargo, sus operaciones se enfocaban en Colombia y Argentina. La operación total se concretó con un valor total de 427 Millones USD (El Clarín, 2014). Antes de esta compra, Pluspetrol ocupaba a nivel nacional el tercer puesto en la producción de petróleo con un 7% (*Tabla No.2 Producción de Petróleo - Año 2014*) de participación del total producido, posterior a la adquisición su porcentaje de la producción mantuvo un 7%, aunque su participación de la producción de gas natural bajo a un 3% según las siguientes tablas No.4 y No.5:

Tabla No.4 - Producción de petróleo - Año 2015

Operador	Petróleo m3	Porcentaje de participación
TOTAL	30.878.745	100%
YPF S.A.	13.178.075	43%
PAN AMERICAN ENERGY (SUCURSAL ARGENTINA) LLC	6.034.095	20%
PLUSPETROL S.A.	2.024.202	7%
SINOPEC ARGENTINA EXPLORATION INC	1.669.606	5%
TECPETROL S.A.	1.071.180	3%
CHEVRON ARGENTINA S.R.L.	955.843	3%
PETROBRAS ARGENTINA S.A.	908.802	3%
PETROLERA ENTRE LOMAS S.A.	680.489	2%
COMPAÑIAS ASOCIADAS PETROLERAS S.A.	649.194	2%
TOTAL AUSTRAL S.A.	550.930	2%
ENAP SIPETROL ARGENTINA S.A.	516.291	2%
PETROQUIMICA COM. RIVADAVIA S.A.	402.774	1%
APACHE ENERGIA ARGENTINA S.R.L	283.533	1%
OTROS	1,953,732	6%

Nota: Adaptado de datos de producción de petróleo y gas, por IAPG (Instituto Argentino de Oil & Gas), 2015, https://www.iapg.org.ar/web_iapg/publicaciones/libros-de-interes-general/estadisticas-de-petroleo-y-gas-epg-2015

¹⁶ Upstream: Actividades de petróleo y gas dedicadas exclusivamente a la exploración y producción.



Tabla No.5
Producción de Gas Natural - Año 2015

Operador	Gas Natural Mm3	Porcentaje de participación
TOTAL	42.895.808,36	100%
YPF S.A.	13.058.693	30%
TOTAL AUSTRAL S.A.	11.138.114	26%
PAN AMERICAN ENERGY (SUCURSAL ARGENTINA) LLC	5.521.875	13%
PETROBRAS ARGENTINA S.A.	2.658.629	6%
TECPETROL S.A.	1.289.718	3%
APACHE ENERGIA ARGENTINA S.R.L	1.182.322	3%
PLUSPETROL S.A.	1.150.551	3%
PETROLERA LF COMPANY S.R.L	913.469	2%
ENAP SIPETROL ARGENTINA S.A.	803.456	2%
TOTAL	5.178.981	12%

Nota: Adaptado de datos de producción de petróleo y gas, por IAPG (Instituto Argentino de Oil & Gas), 2015, https://www.iapg.org.ar/web_iapg/publicaciones/libros-de-interes-general/estadisticas-de-petroleo-y-gas-epg-2015

Si bien es cierto que la perspectiva de esta adquisición en su momento se consideró como un proceso de generación de valor siendo que, para concretar la operación, sus accionistas recibieron 14,59 USD por acción, representando en comparación con el valor de mercado una prima de 14%, y la producción que absorbió Pluspetrol fue de 7,400 barriles por día de crudo y 35 millones de pie cúbicos diarios de gas en las cuencas Neuquinas, Austral, Noroeste y golfo de San Jorge. El resultado para el año siguiente claramente mostró a Pluspetrol perdiendo participación de mercado.

APCO tenía entre sus principales activos el yacimiento de Entre Loma en Neuquén, así como también su participación en el área de Coiron Amargo con producciones de más de 300 metros cúbicos al día. Áreas llamativas que producía más del promedio de la zona (Diario Rio Negro, 2014).

Cuando se produce la adquisición de APCO OIL GAS en 2015, la empresa se encontraba en un rango de costo de acciones con tendencia hacia la baja, luego de un periodo muy lucrativo desde el año 2011-2012, tal como puede visualizarse en el siguiente gráfico. cabe señalar que esta empresa requería ampliar su capacidad productiva y las reservas de Neuquén ya representaban una inversión futura positiva que aportaría rentabilidad a la empresa siempre y cuando el valor internacional del barril de petróleo mantuviera sus valores constantes.



Gráfico No.15
comportamiento del valor de acción APCO OIL GAS.



Nota: Adaptado de valor bursátil de las acciones de APCO OIL GAS, por NASDAQ, 2015, <https://iol.invertironline.com/titulo/cotizacion/NASDAQ/APAGF/APCO-OIL-AND-GAS-INTERNATIONAL/>. Cotización en dólares. APCO Oil & Gas denominada en NASDAQ COMO APAGF

Este caso se presenta también como una adquisición con integración vertical con el propósito de expandir los recursos de la fuente primaria y asegurar la reserva de materia prima. Este tipo de integraciones verticales refleja el objetivo principal de asegurarse el control de su factor principal de producción que son los yacimientos de petróleo y gas en el país.

La adquisición se dio solo luego de la aprobación final de los accionistas de APCO siendo que estos tenían alto interés en Argentina y Colombia. En Argentina en particular se pensaba esta adquisición para incrementar la participación de producción, teniendo como perspectiva el desarrollo de vaca muerta a mediano plazo.

Este caso particular de adquisición, lo analizamos a través del valor de la prima pagado. Esta oferta en la negociación se percibe una creación de valor por parte de los oferentes, Ya que el precio por acción pagada en su momento fue inferior al valor de mercado que se



tenía posterior a la adquisición, cuando en los próximos días el valor subió a los 14,90 USD por acción (2,75% por encima del valor con la prima).

En este caso cuando Pluspetrol decide hacer la adquisición debió asumir además del valor de mercado de la acción, una prima siendo que en el momento de la oferta publica el precio de las acciones subiría en caso de presentarse sinergia, como en efecto sucedió.

En otras palabras, si se adquiere un número reducido de acciones de una empresa, esto *per se* no debería producir ninguna oscilación en el valor bursátil, pero en cambio ante la compra de un porcentaje considerable del paquete accionario, esto podría influir en las decisiones posterior de la empresa tales como la distribución de dividendos, reinversión de utilidades, etc. en este caso el mercado exigirá un mayor precio como contraprestación a esta nueva toma de poder.

A pesar del cálculo a través del valor de la prima pagado y el valor de mercado luego de la operación, claramente la empresa PLUSPETROL no mejoró su capacidad de producción. Aunque es difícil determinar si la adquisición representó un incremento en su sinergia y generación de valor ya que no se cuenta con valores bursátiles de referencia, se infiere que los activos adquiridos más las concesiones de áreas de explotación en el país no han representado un impacto en su posicionamiento en el mercado en el corto plazo. Sin embargo, el motivo de avanzar en lograr liderazgo en la producción de petróleo y gas a través de adquirir más áreas probadas de estos *commodities*, le permitiría a costa de mayor riesgo (adquirir empresa y no crecer internamente) y mayores costos, cosechar frutos en el mediano plazo.

3.3 Adquisición de CGC (Compañía General de Combustibles) a PETROBRAS.

Este caso de adquisiciones en Argentina se dio entre varias razones por la decisión de la compañía brasilera de petróleos PETROBRAS de deshacerse de sus activos en para enfocarse principalmente en el Brasil, luego de sufrir bajos resultados operativos y financieros, acompañado de la restructuración por asuntos judiciales que debió afrontar en su país. Ante este panorama la compañía CGC controlada en su mayoría por el grupo Eurnekian decidió llevar a cabo la compra de los activos de PETROBRAS por un valor de 101 Millones USD (Ambito Financiero, 2015).



En el mismo artículo se menciona que la operación consistió en el control y la operación de más de 11.500 km cuadrados con 26 bloques en la cuenca austral, lo que se traduce en cerca de 15.000 barriles de crudo por día para el 2015. Si bien es cierto que al momento de estas adquisiciones la empresa CGC no cotizaba en el mercado bursátil, es claro que el llevarlas a cabo permitió el descubrimiento de gas (tight gas) en pozos de la cuenca austral en la provincia de Santa Cruz. Estos pozos habían sido previamente explorados por PETROBRAS Argentina en el 2006 mediante la aplicación de sondeos sin tener éxito alguno y posteriormente abandonadas.

Una de las motivaciones principales en la compra de los activos y los derechos de concesiones de yacimiento pudo estar alineado más hacia un incremento de activos en el país para futuras operaciones, que a una generación de valor que pudieron haber percibido los accionistas.

Para este propósito, CGC garantizó el pago de activos por 811.7 millones de pesos, haciéndolo a través de financiamiento a través de bancos como el ICBC de China y que integran además Itaú Argentina, Hipotecario, BACS y Banco del Chubut.

En este caso de adquisición, la compañía decidió utilizar recursos financieros ajenos, cuyos pagos se garantizarían por la expectativa de retornos de flujos de caja futuros proveniente de sus nuevos activos y derechos de exploración y explotación en áreas adjudicadas. Estas operaciones de M&A clasifican bajo el término de una compra apalancada de empresa o comúnmente reconocida como LBO (*Leveraged buyout*).

Dentro de esta adquisición, las alternativas para determinar su beneficio pudieron radicar bien sea a través del cálculo de flujo de caja libre esperado actualizados en comparación con su valor de mercado, o por medio de la posterior venta de activos de la empresa adquirida en caso de que la liquidez calculada no produzca no sea suficiente para hacer frente al endeudamiento que LBO implica (Rizzo, 2007). No obstante, las ventas de los activos no se contemplaron en el corto plazo. En un comunicado de prensa CGC lo afirmó a Reuters "Los activos que se transfieren a CGC en esta transacción son (...) junto con toda la infraestructura necesaria para exploración, producción, operación, tratamiento y almacenamiento de esos hidrocarburos" (Reuters Staff, 2015).



Al aumentar su capacidad de producción en los 26 bloques en la cuenca austral, se percibe la intención de CGC de realizar los pagos del crédito necesario para esta M&A a través de los flujos esperados de aumentar su producción en 15.000 Barriles/día.

El mecanismo de pago del crédito necesario para llevar esta operación se basó bajo el esquema de amortización de 13 cuotas iguales pagados trimestralmente a partir de diciembre de 2014, y los intereses empezaban a ser efectivos a partir de junio 2015 bajo el mecanismo de la tasa BADLAR¹⁷ más un 5.9% anual. CGC también adquirió el derecho de cobranza por ventas de petróleo y gas y el 51% del capital social y votos.

Valor inicial=811,700,000 ARS

Tasa de interés =5.9% anual

Rango de tasas Badlar desde junio 2015 a diciembre 2018

Si bien es cierto que los beneficios o sobrecostos posterior al M&A pueden verse reflejado en un periodo más prolongado, el análisis principal para determinar su resultado se basa principalmente en el año 2015, siendo que tiempo de financiamiento se produjo en un periodo durante el mismo lapso.

Valor inicial=820,000,000 USD

Tasa de interés =5.9% anual

Rango de tasas Badlar desde junio 2015 a mayo 2018

Tabla No.6
Flujo de ingresos por M&A en 2015

Flujo de ingresos por M&A													
CGC	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	may-15	jun-15	jul-15	ago-15	sep-15	oct-15	nov-15	dic-15	TOTAL
producción adicional (barril -día)	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	180.000
Precio promedio WTI-barril-USD	45,11	49,53	50,76	57,16	56,82	59,32	47,71	44,22	45,05	45,86	41,84	36,93	
Ingreso adicional por M&A-USD	676.650	742.950	761.400	857.400	852.300	889.800	715.650	663.300	675.750	687.900	627.600	553.950	8.704.650

Nota: Adaptado de datos de producción de petróleo y gas, por IAPG (Instituto Argentino de Oil & Gas), 2015, https://www.iapg.org.ar/web_iapg/publicaciones/libros-de-interes-general/estadisticas-de-petroleo-y-gas-epg-2015

¹⁷ tasa de interés por depósitos a plazo fijo emitida por el BCRA.



Tabla No.7 - Estructura de financiamiento por M&A en 2015

Estructura de financiamiento para la adquisición CGC-PETROBRAS													
CGC	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	may-15	jun-15	jul-15	ago-15	sep-15	oct-15	nov-15	dic-15	TOTAL
Ingreso ARS	811.700.000												811.700.000
Devolución de capital												-	-
Tasa BADLAR + Int ref anual						6,68%			9,01%			11,05%	
pago de intereses						-			-			-	-
Pago de interés +capital						54.201.268			73.107.113			89.692.850	217.001.231
Pago de interés +capital USD													279.439.692
saldo restante ARS													20.807.125
													749.261.538

Nota: Adaptado de datos del Banco Central de la Republica de Argentina, 2015, http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp

Nota: el balance acumulado durante el 2015 corresponde a un ingreso por barriles adicionales de 8.7 millones de USD contra unos pagos por obligaciones financieras de 20.8 millones de USD. Es decir, un saldo negativo por 12.1 millones de dólares.

Tabla No.8 - Flujo de ingresos por M&A en 2016

Flujo de ingresos por M&A													
CGC	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	TOTAL
producción adicional (barril-día)	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	180.000
Precio promedio WTI-barril-USD	33,19	33,72	38,9	46,51	49,88	48,77	40,64	44,94	47,96	48,47	48,94	54,01	
Ingreso adicional por M&A-USD	497.850	505.800	583.500	697.650	748.200	731.550	609.600	674.100	719.400	727.050	734.100	810.150	8.038.950

Nota: Adaptado de datos de producción de petróleo y gas, por IAPG (Instituto Argentino de Oil & Gas), 2016, https://www.iapg.org.ar/web_iapg/publicaciones/libros-de-interes-general/estadisticas-de-petroleo-y-gas-epg-2016

Tabla No.9 - Estructura de financiamiento por M&A en 2016

Estructura de financiamiento para la adquisición CGC-PETROBRAS													
CGC	ene-16	feb-16	mar-16	abr-16	may-16	jun-16	jul-16	ago-16	sep-16	oct-16	nov-16	dic-16	TOTAL
Ingreso ARS													-
Devolución de capital			-			-			-			-	-
Tasa BADLAR + Int ref anual			\$62.438.462			\$62.438.462			\$62.438.462			62.438.462	249.753.846
pago de intereses			12,22%			10,84%			9,36%			8,59%	
Pago de interés +capital			91.534.785			74.451.622			58.442.400			48.271.175	272.699.981
Pago de interés +capital USD													522.453.827
saldo restante ARS													-
													32.052.382
													499.507.692

Nota: Adaptado de datos del Banco Central de la Republica de Argentina, 2016, http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp



Nota: el balance acumulado durante el 2016 corresponde a un ingreso por barriles adicionales de 8.0 millones de USD contra unos pagos por obligaciones financieras de 32 millones de USD. Es decir, un saldo negativo por 24 millones de dólares. En este periodo, claramente los ingresos se vieron afectados por la caída en promedio anual del precio internacional del petróleo (44 dólares/barril). A este fenómeno y como consecuencia de esta caída de precios, las tasas de interés subieron en promedio anual (10.25% de manera spot). Viéndose CGC afectado doblemente por las variables externas.

Tabla No.10 – Flujo de ingresos por M&A en 2017

Flujo de ingresos por M&A													
CGC	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17	jun-17	jul-17	ago-17	sep-17	oct-17	nov-17	dic-17	TOTAL
producción adicional (barril -día)	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	180.000
Precio promedio WTI-barril-USD	53,27	53,91	49,39	49,47	48,71	45,41	49,66	47,18	51,5	54,07	57,7	60,16	
Ingreso adicional por M&A-USD	799.050	808.650	740.850	742.050	730.650	681.150	744.900	707.700	772.500	811.050	865.500	902.400	9.306.450

Nota: Adaptado de datos de producción de petróleo y gas, por IAPG (Instituto Argentino de Oil & Gas), 2017, https://www.iapg.org.ar/web_iapg/publicaciones/libros-de-interes-general/estadisticas-de-petroleo-y-gas-epg-2017

Tabla No.11 – Estructura de financiamiento por M&A en 2017

Estructura de financiamiento para la adquisición CGC-PETROBRAS													
CGC	ene-17	feb-17	mar-17	abr-17	may-17	jun-17	jul-17	ago-17	sep-17	oct-17	nov-17	dic-17	TOTAL
Ingreso ARS													-
Devolución de capital			\$62.438.462			\$62.438.462			\$62.438.462			62.438.62	249.753.846
Tasa BADLAR + Int ref anual			8,32%			8,67%			9,22%			9,72%	
pago de intereses			41.559.040			37.908.471			34.528.469			30.334.686	144.330.666
Pago de interés +capital													394.084.513
Pago de interés +capital USD													24.176.964
saldo restante ARS													249.753.846

Nota: Adaptado de datos del Banco Central de la Republica de Argentina, 2017, http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp

Nota: el balance acumulado durante el 2017 corresponde a un ingreso por barriles adicionales de 9.3 millones de USD contra unos pagos por obligaciones financieras de 24.1 millones de USD. Es decir, un saldo negativo por 14 millones de dólares. En este periodo,



se percibe una recuperación de los precios de petróleo WTI (51.7 usd/barril en promedio). De igual manera, las tasas de interés bajaron en promedio anual (8.98% de manera spot).

Tabla No.12 – Flujo de ingresos por M&A en 2018

Flujo de ingresos por M&A													
CGC	ene-18	feb-18	mar-18	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	TOTAL
producción adicional (barril - día)	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	180.000
Precio promedio WTI-barril-USD	64,14	62,23	65,19	68,05	67,59	73,41	70,09	70,1	72,17	66,19	51,74	44,92	
Ingreso adicional por M&A-USD	962.100	933.450	977.850	1.020.750	1.013.850	1.101.150	1.051.350	1.051.500	1.082.550	992.850	776.100	673.800	11.637.300

Nota: Adaptado de datos de producción de petróleo y gas, por IAPG (Instituto Argentino de Oil & Gas), 2018, https://www.iapg.org.ar/web_iapg/publicaciones/libros-de-interes-general/estadisticas-de-petroleo-y-gas-epg-2018

Tabla No.13 – Estructura de financiamiento por M&A en 2018

Estructura de financiamiento para la adquisición CGC-PETROBRAS													
CGC	ene-18	feb-18	mar-18	abr-18	may-18	jun-18	jul-18	ago-18	sep-18	oct-18	nov-18	dic-18	TOTAL
Ingreso ARS													-
Devolución de capital			\$62.438.462			\$62.438.462			\$62.438.462			62.438.462	249.753.846
Tasa BADLAR + Int ref anual			9,49%			12,86%			16,40%			18,47%	
pago de intereses			23.693.315			24.088.758			20.483.978			11.530.303	79.796.354
Pago de interés +capital													329.550.200
Pago de interés +capital USD													20.217.804
saldo restante ARS													0

Nota: Adaptado de datos del Banco Central de la Republica de Argentina, 2018, http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp

Nota: finalmente en 2018, CGC percibió 11.6 millones USD por la producción adicional contra unos pagos por obligaciones financieras de 20.2 millones de USD, produciendo un déficit de 8.5 millones USD. Las tasas promedios spot en 14.3%, pero con valores del barril levemente al alza con respecto al año anterior (64.6 usd/barril) hicieron que el déficit sea menor.

En términos generales y tomando como referencia el periodo de 2015 a 2018 para determinar la generación de valor con la utilización de los fondos necesarios para realizar la adquisición, se concluye que al menos durante el periodo en el cual la compañía CGC



pagó sus obligaciones financieras por la adquisición de Petrobras (sus activos en Argentina) se perdió valor. La razón principal está en que debido a la toma crédito a una tasa “badlar” más las altas tasas de crédito en moneda local, se llevó por delante los ingresos generados por los barriles adicionales de producción obtenidos por las áreas de concesión. No obstante, una vez pagado el crédito el cual se definió para cancelar en un corto plazo, las utilidades derivadas de esta producción adicional entran a la contabilidad de manera limpia. Un factor adicional a este resultado negativo en los 3 años de pago de crédito también se vio influido por la caída de los precios internacional de petróleo.

3.4 Adquisición de Pérez Companc a la compañía prestadora de servicios SKANSKA.

Este caso de estudio muestra la estrategia de la adquisición de una empresa que pertenece como misión a un negocio distinto de la compañía adquiriente, es decir, que las causas de esta operación no van en línea de la integración vertical, sino más bien hacia una integración horizontal con algunos servicios que se pudieran complementar para ampliar su portafolio corporativo. Esta diversificación pudo considerar un riesgo económico en la adquisición, siendo que estas operaciones de expansión horizontal tienden por su naturaleza diversificadora a incrementar la variabilidad del rendimiento económico.

Yendo de manera específica al caso, esta operación fue llevada a cabo en julio de 2015 por un valor de 75 millones USD, retornando así al rubro de servicios de petróleo y gas, cuando se dedicaba principalmente a transportar petróleo en barcos para y YPF en los años 70's (Cabot, 2015).

La compañía buscaba al momento de la adquisición enfocarse en la prestación de servicios de petróleo y gas, así como diseñar y ejecutar obras en sitio de los yacimientos, servicios medioambientales y la operación de quipos de *pulling*¹⁸ en el área de equipos de perforación y similares. Dejando de lado todas aquellas actividades que venía desempeñando SKANSKA como organización en el campo de la ingeniería y construcciones civiles. El comportamiento bursátil de la empresa SKANSKA durante este periodo se muestra a continuación el grafico No.16:

¹⁸ Pulling: extracción de hidrocarburos del subsuelo mediante punzadas que se hacen a través de tuberías.



Gráfico No.16
Registro Histórico bursátil de SKANSKA.



Nota: Adaptado de valor bursátil de las acciones de SKANSKA, Por Investing.com, 2015,
<https://es.investing.com/equities/skanska-b>

Una vez ejecutado la M&A en julio 2015, el valor por acción se ubicaba en 181.10 SEK (corona sueca) mes en que se produjo la adquisición, para octubre de 2015 luego de haber transcurrido un mes de la operación su valor paso a 166.5 SEK, y en diciembre del mismo año su valor continuó cayendo a 164.80 SEK. De manera puntual y para los primeros 6 meses luego de transcurrido la operación, el valor accionario de manera puntual al inicio de cada mes se comportó de la siguiente manera:

Tabla No.14
Cotización promedio bursátil SKANSKA (SEK)

Fecha Referencia	Valor bursátil-SEK	Variación mensual
Julio – 2015	181.70	-
Agosto – 2015	166	-9%
Septiembre – 2015	163.90	-1%
Octubre - 2015	166.50	2%
Noviembre - 2015	173.60	4%
Diciembre - 2015	164.80	-5%

Nota: Adaptado de valor bursátil de las acciones de SKANSKA, Por Investing.com, 2015,
<https://es.investing.com/equities/skanska-b>

Si bien es cierto que al ser el GRUPO PEREZ COMPANC un conglomerado con empresas en el sector agrícola, de alimentos y energía, dentro del sector de cotización bursátil la



compañía “Molinos ríos de la plata” se puede utilizar como referencia significativa para determinar el comportamiento del grupo luego de la adquisición y su impacto en el mercado cambiario.

Gráfico No.17

Registro Histórico bursátil de Molinos Rio de la Plata SA

Molinos Río de la Plata SA ▲ 91,10 +0,10 (+0,11%)



Nota: Adaptado de valor bursátil de las acciones de Molinos Río de la Plata SA, Por la Bolsa de valores de Buenos Aires (Merval), 2015, <https://es.investing.com/equities/molinos>.

Para inicios de julio de 2015, la empresa Molinos Río de la Plata SA, compañía más representativa del GRUPO PEREZ COMPANC y con valores de referencia en el mercado bursátil, tenía un valor por acción de 29.72 pesos /acción. En octubre de 2015, pasado tres meses desde la adquisición de SKANSKA la acción pasaba a cotizar 43.89 pesos/acción. Para diciembre 2015 su valor escalo nuevamente a 66.66 pesos / acción. Esta tendencia claramente alcista durante el segundo semestre del 2015 e inicio del 2016, muestra una tendencia positiva durante el mismo periodo en que se presentó la adquisición de la empresa SKANSKA y sus activos en Argentina.

Tabla No.15

Cotización promedio bursátil Molinos Rio de la Plata SA.

Fecha	Valor bursátil-ARS	Variación mensual
Julio – 2015	29.72	-
Agosto – 2015	29.64	0%
Septiembre – 2015	28.91	-2%
Octubre - 2015	43.89	52%
Noviembre - 2015	73.37	67%
Diciembre - 2015	66.66	-9%

Nota: Adaptado de valor bursátil de las acciones de Molinos Río de la Plata SA, Por la Bolsa de valores de Buenos Aires (Merval), 2015, <https://es.investing.com/equities/molinos>.



De manera específica y para el caso en cuestión, la siguiente fórmula general de volatilidad de los rendimientos de la empresa adquiriente medido a través de varianzas, nos permitirá determinar el impacto en su riesgo.

$$\sigma^2 = x_A^2 \sigma_A^2 + x_B^2 \sigma_B^2 + 2 x_A x_B \sigma_A \sigma_B \rho_{AB}$$

Con base en descripción de Juan Mascareñas las variables se describen como:

(x): indica la ponderación del valor de mercado de la empresa A y B.

σ (2): indica el riesgo económico de cada empresa de manera individual.

ρ_{AB} : indica la correlación entre ambos rendimientos.

Tabla No.16

Comparación de valores bursátiles promedio en moneda local por mes SKANSKA-MOLINOS DEL RIO.

Periodo correlación	Variable (A) SKANSKA Corona sueca	Variable (B) Molinos Rio de la plata Pesos Argentinos
Julio – 2015	181.70	29.72
Agosto – 2015	166	29.64
Septiembre – 2015	163.90	28.91
Octubre - 2015	166.50	43.89
Noviembre - 2015	173.60	73.37
Diciembre - 2015	164.80	66.66

Tabla No.17

Comparación de valores bursátiles promedio en USD por mes SKANSKA-MOLINOS DEL RIO.

Periodo correlación	Variable (A) SKANSKA USD	Variable (B) Molinos Rio de la plata USD
Julio – 2015	22	3,26
Agosto – 2015	18	3,25
Septiembre – 2015	18	3,17
Octubre – 2015	18	4,82
Noviembre - 2015	19	8,06
Diciembre - 2015	18	7,32

Nota: se utilizan los valores oficiales del dólar de cada momento sobre los valores nominales en moneda local para determinar la evolución de las variables durante este periodo de tiempo.



Cálculo de correlación $\rho_{AB} = -0.2231$

El resultado muestra un nivel de correlación negativo mínimo entre las variables de ambas acciones luego de la adquisición. Cuando el riesgo de la nueva compañía es menor al promedio de los riesgos de las empresas de manera individual, su valor ρ_{AB} debe ser menor a la unidad, tal y como se presenta en este caso de análisis.

Riesgo económico σ (2)

Para el cálculo del riesgo económico de cada empresa de manera individual, se toma como referencia el cálculo de la desviación estándar y varianza de cada acción durante el mismo periodo de tiempo.

Desviación estándar variable (A) SKANSKA= 1,53

Varianza (A) SKANSKA = 2,34

Desviación estándar variable (B) Molinos= 2,19

Varianza (B) Molinos = 4,83

Ponderación de valor de mercado (x)

Para la ponderación, simplemente se toma el valor promedio de los meses del análisis posterior a la operación de M&A y determinar su valor de referencia.

Ponderación de valor de mercado variable (A) SKANSKA =18,97

Ponderación de valor de mercado variable (B) Molinos = 4,98

Volatilidad de rendimientos de la empresa adquiriente a través de la varianza σ (2) p

σ (2) p = $((18,97)^2 * (2,34)) + ((4,98)^2 * (4,83)) + (2 * 18,97 * 2,19 * 1,53 * 2,19 * -0.2231$

σ (2) p = 822,01

Al hacer inversiones en negocios o actividades distintas a su misión o inclusive en sectores distintos, lo que se viene buscando es la reducción del riesgo económico en referencia a los nuevos rendimientos esperados visto como un todo.



Las empresas asumen la diversificación de riesgos con su integración horizontal no siempre vienen acompañados de la generación de riqueza adicional para sus accionistas, y por lo tanto cuando esto sucede carece de sentido económico. No obstante, los directivos buscan a través de estas operaciones poder reducir la probabilidad de insolvencia cuando su principal negocio se encuentra en crisis, bien sea por factor externos macroeconómicos, aparición de nuevas tecnologías, regulaciones gubernamentales de extracción, o protección medioambiental (Alvarez, 2019). Las buenas expectativas de los potenciales de Vaca Muerta y las actividades de infraestructura que la explotación de gas y petróleo conlleva, pudieron ser una de las razones para la ejecución de esta M&A.

Los accionistas de la empresa adquiriente al diversificar su inversión conseguirán reducir su riesgo según la correlación calculada, sin embargo los directivos de la empresa que está siendo adquirida su riesgo se mantiene, siendo que su función continua destinada a ofrecer una rentabilidad de sus actividades propias (Taulli, 2012), con lo que luego de ejecutarse la operación de M&A las discrepancias entre directivos y accionistas sobre futuros proyectos de inversión tienden a elevarse a causa del interés interno por la distribución de los recursos.

Dicho lo anterior esta operación per se, no produjo un valor adicional para los accionistas, pues si bien es cierto el incremento del valor bursátil de la acción de la empresa adquiriente durante los primeros meses luego de la adquisición, está en realidad no tiene una correlación ni positiva ni fuerte para hacer tal afirmación.

3.5 Participación de mercado de las empresas analizadas antes y después de las operaciones M&A.

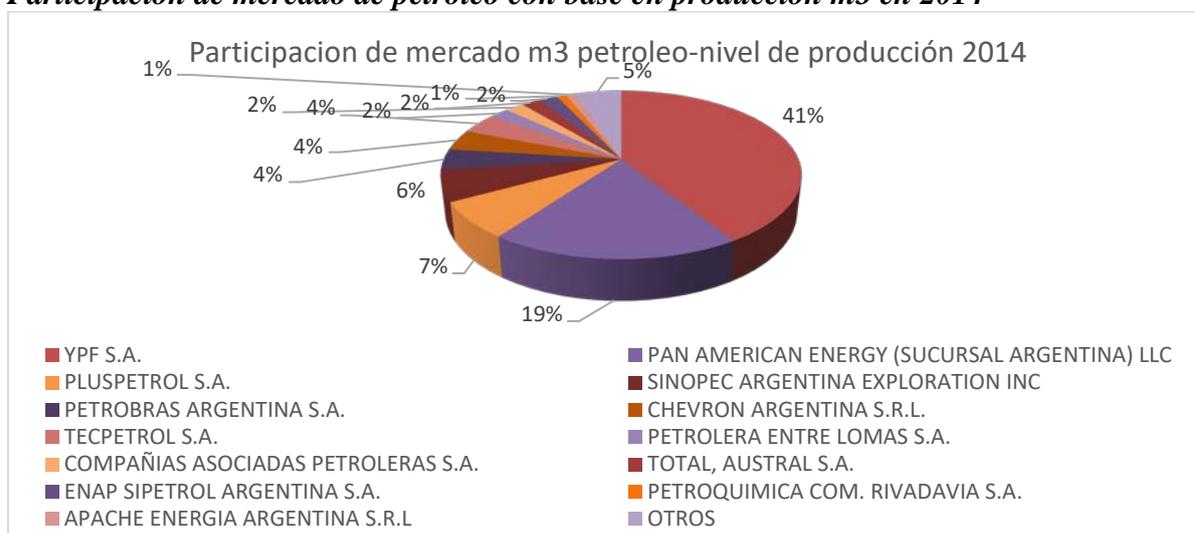
Luego de haber hecho un recorrido sobre las principales operaciones de M&A hechos en Argentina específicamente en el sector de Oil & Gas y 2014-2015, periodo donde las condiciones de políticas cambiaron y reactivaron el interés de los principales jugadores del *upstream* para su vinculación con área de la cuenca neuquina, veamos el comportamiento en cuanto a posicionamiento de mercado de estas empresas antes y después de las operaciones ya analizadas.

Para esto se utilizará el nivel de producción de petróleo y gas, así como su facturación en ambos periodos y determinar su impacto real en la generación de valor.

En cuanto a los niveles de producción tomamos como referencia el “*Tabla No.2 Producción de Petróleo - Año 2014*” y “*Tabla No.4 Producción de Petróleo - Año 2015*”, donde se mencionan la capacidad de producción en m3 desglosada por empresas.

Gráfico No.18

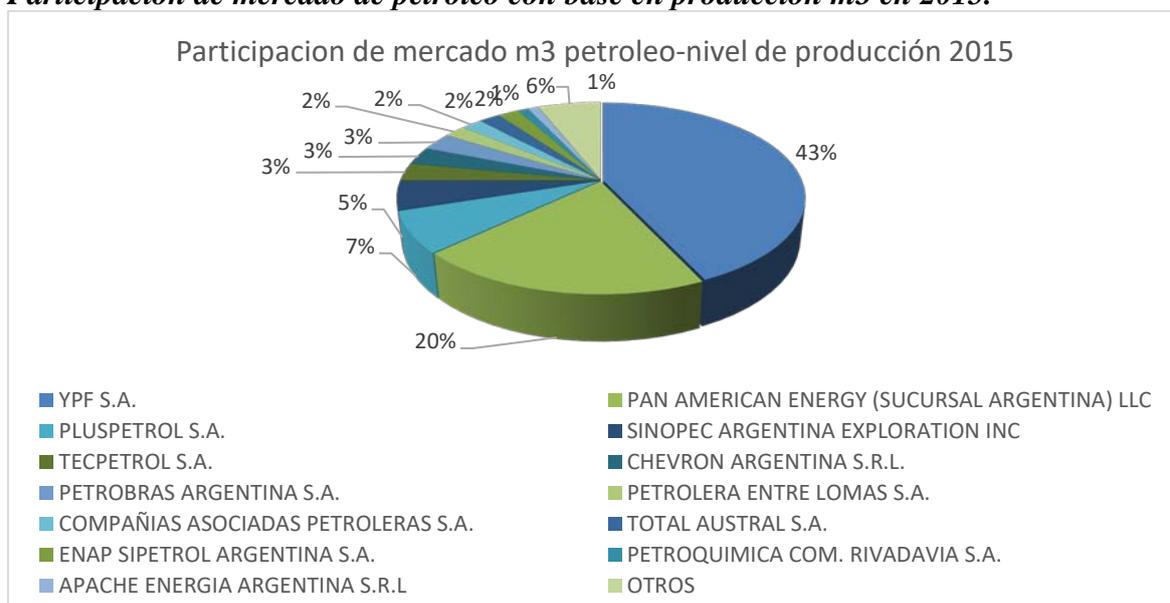
Participación de mercado de petróleo con base en producción m3 en 2014



Nota: Elaboración propia con base en la información de IAPG – Instituto Argentino de Oil & Gas

Gráfico No.19

Participación de mercado de petróleo con base en producción m3 en 2015.



Nota: Elaboración propia con base en la información de IAPG – Instituto Argentino de Oil & Gas

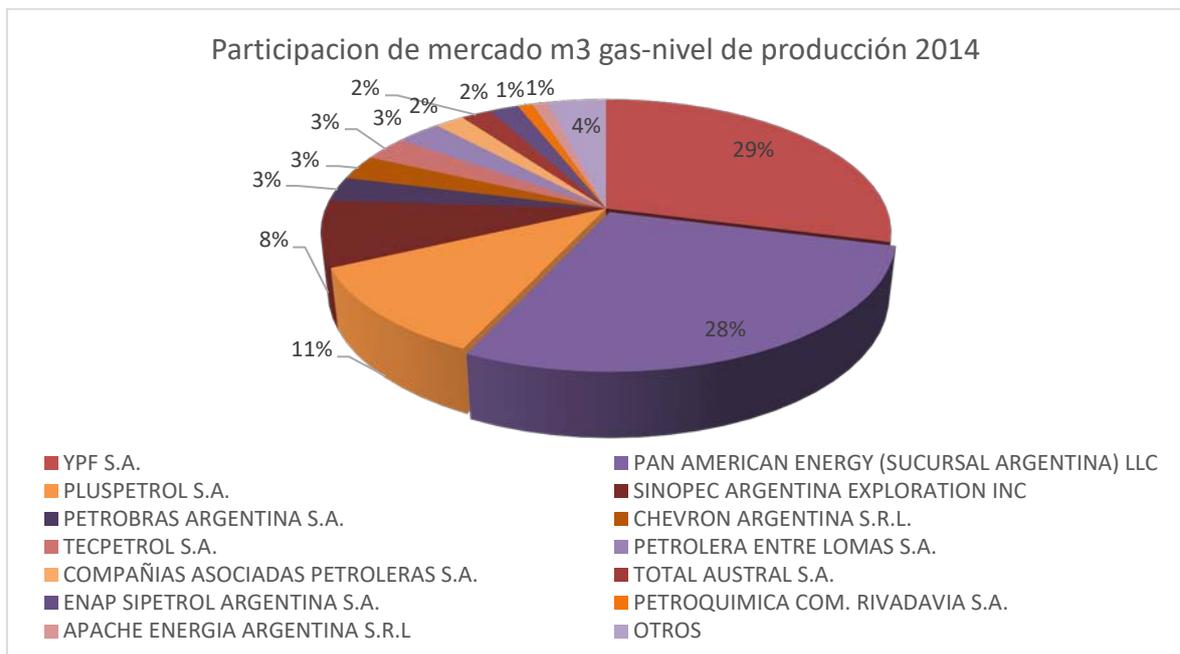


Para las compañías que hacen parte de este análisis tales como YPF y PLUSPETROL, su participación de mercado específicamente en petróleo fue levemente superior para el año 2015. YPF incrementó su participación en 2% al pasar de 41% a 43%. Para PLUSPETROL por su parte su participación se mantuvo en términos porcentuales igual en un 7% aunque en m3 tuvo una caída de -102,902 m3.

Adicionalmente, para los niveles de producción de gas tomamos como referencia la “*tabla No.3 Producción de Gas Natural - Año 2014*” y la “*tabla No.5 Producción de Gas Natural - Año 2015*”, donde se mencionan la capacidad de producción en m3 desglosada por empresas.

Gráfico No.20

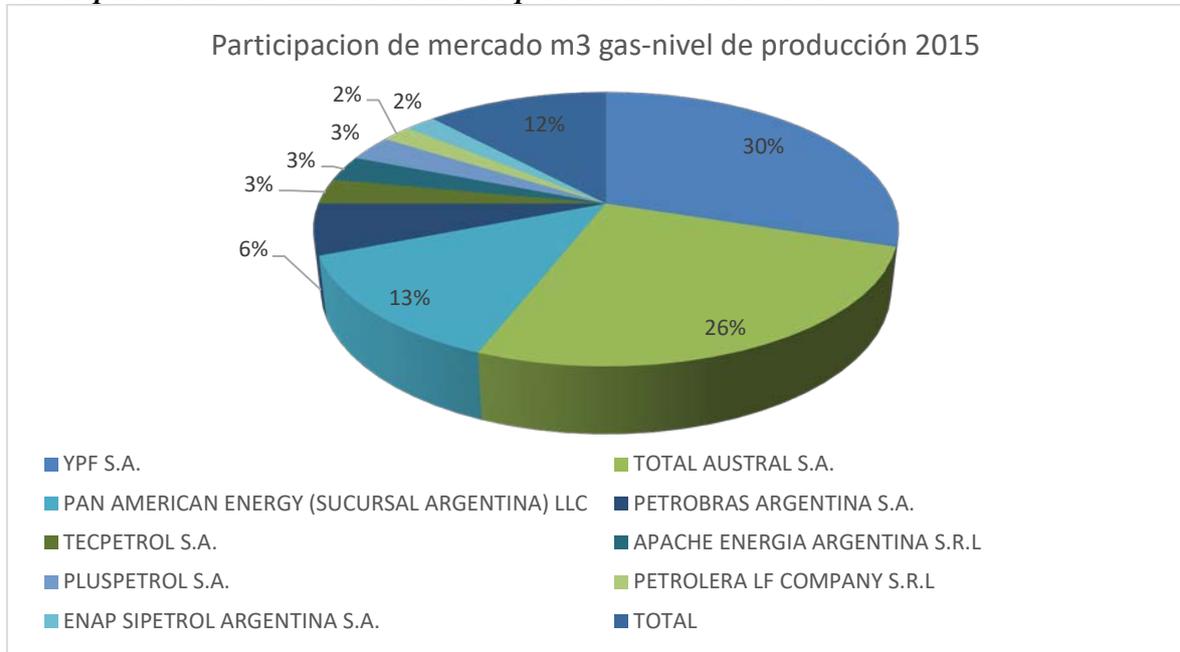
Participación de mercado con base en producción m3 en 2014



Nota: Elaboración propia con base en la información de IAPG – Instituto Argentino de Oil & Gas

Gráfico No.21

Participación de mercado con base en producción m3 en 2015



Nota: Elaboración propia con base en la información de IAPG – Instituto Argentino de Oil & Gas

De manera análoga a la participación de mercado en petróleo, la producción de gas para las compañías YPF y PLUSPETROL, su participación de mercado en gas fue levemente superior para el año 2015. YPF incrementó su participación en 1% al pasar de 29% a 30%. Para PLUSPETROL por su parte su participación también se incrementó al pasar de 11% al 13%. En el gas.

Para estas dos compañías cuyo nivel de producción permiten evaluar un potencial impacto de las operaciones de M&A en su posterior desempeño. En cuanto a YPF, se puede inducir bien sea por el comportamiento de su acción ver “**Gráfico No.14 Tendencia valor bursátil de las acciones de YPF S.A**”, como el incremento en sus niveles de producción y gas en los periodos posterior a la compra, claramente incidió en la generación de valor.

Para PLUSPETROL por su parte, la tendencia en cuanto a los niveles de producción de petróleo y gas no son contundentes al encontrarse valores contradictorios de la baja en los niveles de producción de petróleo contra la suba en sus niveles de gas.



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



El propósito de este análisis de participación de mercado, así como puntos detallados para cada caso en particular, comprueban que en realidad no existe correlación contundente entre las M&A del sector y una mayor concentración de mercado siendo que, entre un periodo y otro, el *market share* no produjo modificaciones extraordinarias que permitieran afirmar una concentración anómala de la producción de petróleo y gas. Esto no excluye, sin embargo, que las operaciones no hayan creado en algunos casos una generación de valor para el accionista y dueños siendo que su valor de bursátil para algunos casos fue positivo durante el periodo inmediatamente posterior a la operación.



4. **PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO SOBRE LA VIABILIDAD DE NUEVAS FUSIONES/ADQUISICIONES EN EL SECTOR DE PETRÓLEO Y GAS EN LA ARGENTINA**

Luego de los resultados a las operaciones de M&A en el sector de petróleo y gas, se busca determinar las nuevas perspectivas que siguieron este periodo en Argentina y la viabilidad de que este tipo de operaciones pudieran seguir presentándose.

Como se ha comentado anteriormente, el propósito primario de estas operaciones apunta hacia la generación de un efecto sinérgico en las empresas adquirentes, sin embargo, en mucho de los casos luego de pasado un tiempo considerable los resultados empiezan a mostrar claros problemas y viceversa, empiezan con problemas para posteriormente mostrar resultados positivos. Según en el texto de Juan Mascarena en su libro “Fusiones, Adquisiciones y valoración de Empresa” alrededor de dos tercios de las combinaciones de empresas realizadas en los países del mundo occidental han acabado siendo un fracaso y la mitad de ellas han terminado deshaciendo la unión” (Perez-Iñigo, 2011) e inclusive agrega “que las empresas que enfocaban su atención exclusivamente en la financiación de la operación y en los aspectos legales tenían un 15% de probabilidad más de destruir valor que el resto” (Perez-Iñigo, 2011). Esto indica que no necesariamente al obtener valores positivos de la operación en el momento exacto en que se ejecuta, vaya a continuar con la misma tendencia en el futuro de manera indefinida. Existen muchas razones para que se presenten inconvenientes en el futuro que terminen destruyendo valor al M&A, entre las que suelen tener impacto desde el punto de vista netamente corporativo y de gestión excluyendo factores macroeconómicos y sistémicos.

El acople de los nuevos equipos directivos a trabajar de manera conjunta con la empresa adquirente, así como el interés y enfoque que se le tenga al nuevo grupo a la gestión de la adquisición, influye en incrementar las opciones éxito en mediano plazo. De igual manera la misma cultura de trabajo entre las organizaciones y sus métodos de comunicación son otros factores que determinar el éxito o fracaso y en consecuencia la viabilidad que estas estrategias M&A se puedan presentar con mayor frecuencia en Argentina. (Martin & Goddard, 1997)

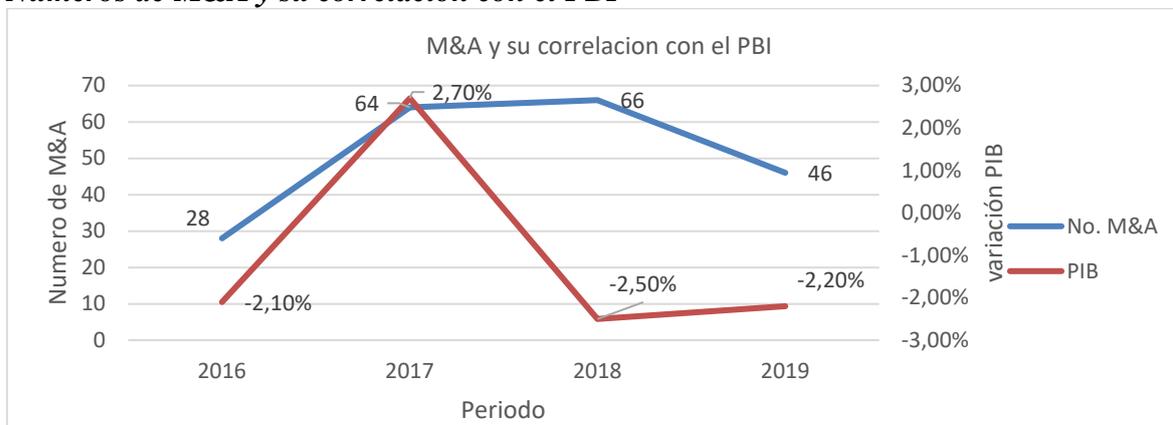


Según un informe de *first capital group* en 2019 (Cristian Traut, 2019), Desde el punto de vista macro de la económica y su impacto en el número de M&A, ya para el 2016 el número de operaciones de este tipo se encontraba en 28 (2,800 MMUSD), en el 2017 se realizaron 64 (7,500 MMUSD), para el 2018 con 66 operaciones (12,000 MMUSD), mientras que para el 2019 ya se vino presentando una caída por las razones macroeconómicas del país (PIB 2019: -2.2%) que contrajo la cantidad de M&A a solo 46 (3,900 MMUSD).

La tendencia de los valores mencionados muestra una relación fuerte con el comportamiento del indicador de Producto Interno Bruto (PIB) cuando este se encuentra con tendencia al alza tal y como sucedió en el periodo 2016 y 2017, así como el inicio del declive desde 2018 y ya con fuerte tendencia en 2019. Ver siguientes gráficos de referencia.

Gráfico No.22

Números de M&A y su correlación con el PBI

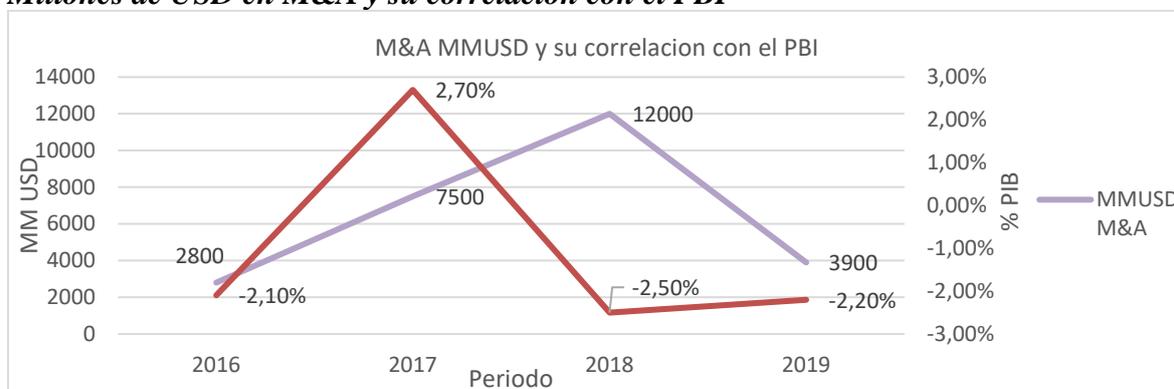


Nota: Elaboración propia con base en la información de BCRA – Banco Central de la Republica de Argentina.



Gráfico No.23

Millones de USD en M&A y su correlación con el PBI



Nota: Elaboración propia con base en la información de BCRA – Banco Central de la Republica de Argentina.

Para el 2017, Argentina presentaba un panorama atractivo para las operaciones de fusiones y adquisiciones debido a las nuevas políticas macroeconómicas que brindaban confianza para llevarlas a cabo. Entre estas señales dadas por el gobierno de turno se encontraban la liberación del tipo de cambio flotante, el libre ingreso y salida de divisas, así como la posibilidad del blanqueo de capitales sirvió como plataforma de inversiones de todo tipo. El sector energético, fue sin dudas el de mayor contribución dado principalmente por las oportunidades de desarrollo de vaca muerta y las subastas que en su momento emitió el gobierno para el desarrollo de energía renovables tales como renovar, renovar 1.0, 1.5, y renovar 2.0.

4.1 Impacto de las operaciones M&A ante nuevas tasas de interés en Argentina durante los periodos 2015-2017

De igual manera que la tendencia del PIB en el país durante estos periodos de análisis, la determinación de las tasas de interés impacta en las decisiones de hacer M&A. Las características financieras de la deuda que asumirá la empresa adquiriente van muy alineados a las tasas de interés que estén activas al momento de proceder con el apalancamiento financiero y las expectativas de flujo de caja futura que permitan responder a las cuotas de pago del crédito.

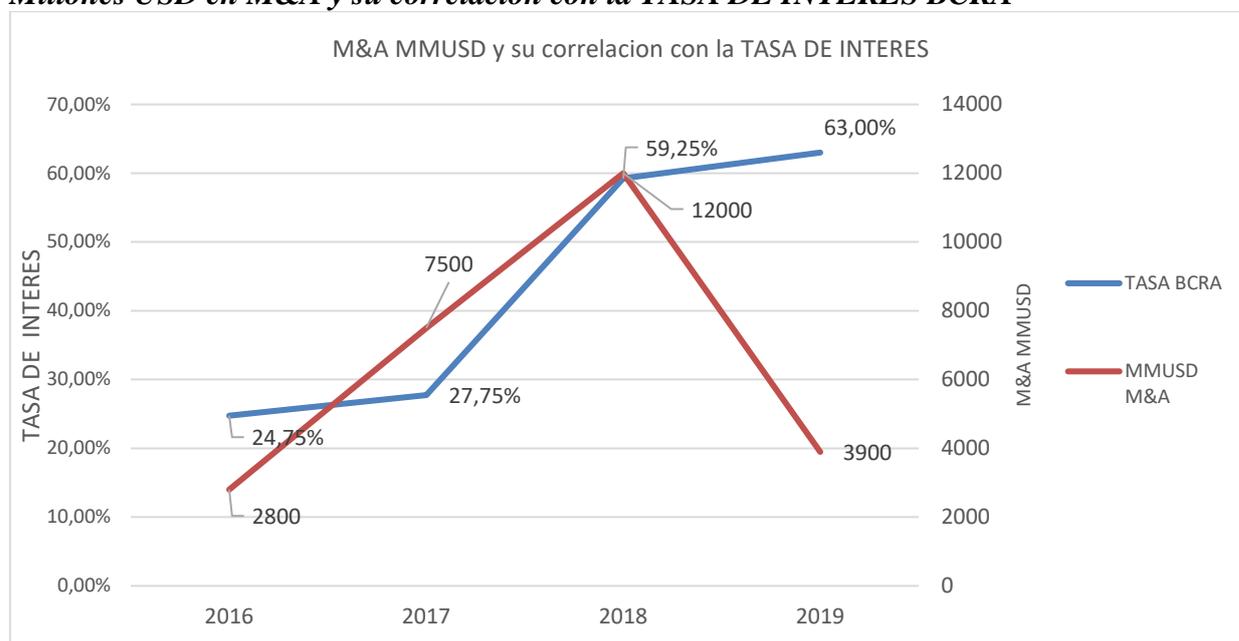


Estas operaciones de LBO¹⁹ tienden a ejecutarse de distintas maneras según el nivel de riesgo que la entidad financiera evalúe para la operación de M&A, a lo que tiende a calcularse en varios puntos por encima de la tasa de referencia nacional, o en cuyo caso el LIBOR o EUROBOR para préstamos en moneda extranjera.

En el caso particular de Argentina y en el periodo que nos concierne, el comportamiento de las tasas de interés con respecto a la variable de inversión por concepto de M&A, como es de esperarse una vez la tasa de interés empezó a tomar valores fuera de los rangos normales para el país debido a la desestabilidad macroeconómica y una fuerte devaluación, la cantidad de operaciones de este tipo muestra un impacto negativo mostrando una correlación negativa muy fuerte una vez la tasa pasa de un 24% en 2016 a 59% en 2018. En el siguiente gráfico se muestra la correlación mencionada.

Gráfico No.24

Millones USD en M&A y su correlación con la TASA DE INTERÉS BCRA



Nota: Elaboración propia con base en la información de BCRA – Banco Central de la República de Argentina.

¹⁹ LBO: Leverage buyout – adquisición de otra empresa a través de préstamos financieros que permitan cumplir con los costos de adquisición.



El analizar estos indicadores de manera conjunta permite deducir el impacto que tienen las tasas de operaciones en el crecimiento de las empresas a través de las M&A. La mayoría de las empresas emiten deudas sobre la base de ofrecer incentivos sobre los resultados generados, claramente estos incentivos deberán estar al menos comparables con las tasas ofrecidas en el mercado. Ante estos desajustes macroeconómicos de tasas elevadas de interés, las empresas adquirientes deberían exponerse a un riesgo elevado por ofrecer rendimientos similares para atraer inversión.

Las tasas de interés descontroladas muestran una clara tendencia de contracción de la economía en Argentina, por lo que los rendimientos esperados de los nuevos accionistas que en caso de que decidan emitir acciones como método de financiación, deberá estar muy en línea con la tasa de crecimientos del sector, en este caso el de petróleo y gas.

Al momento de planear planes de desarrollo para expansión, estos deben ajustarse a un presupuesto de gastos según la actividad económicas esperada, y garantizando el equilibrio de los niveles de endeudamiento con respecto a los recursos propios.

El crecimiento corporativo requiere de inversiones para alcanzar los flujos a futuro esperados, a lo que como contra partida cuando el crecimiento se busca a través de M&A, se requiere de un desembolso inmediato de dinero a no ser que por condiciones particulares los pagos se ejecuten en periodos posteriores. Esto último genera adicionalmente como consecuencia de tasas de interés superiores por la postergación de pagos de amortización de deuda. En definitiva, bajo el contexto argentino mostrado en la el grafico anterior lleva a evaluar con detalle si incrementar los niveles de deudas bien sea por emisión de acciones o endeudamiento financiero, termina por hacer de la nueva adquisición una decisión que genera valor a la empresa.

Aspectos como el nivel de liquidez que se producirá con la M&A, los niveles de flujo de cajas para hacer cargo los pagos de amortización e intereses, y el nuevo nivel de endeudamiento con las adquisiciones, aumentará el riesgo financiero de la empresa adquiriente. Estos serán aspectos para evaluar antes de continuar con una operación de M&A bajo un contexto como el de Argentina en los periodos mencionados.

La opción de compra apalancada de la empresa o LBO, debe estar garantizada no solo por la capacidad crediticia de la empresa adquiriente y el valor de sus activos, sino también por



la capacidad de flujo de caja que la empresa resultante del M&A pueda generar para hacer frente a sus obligaciones financiera y deudas asumidas.

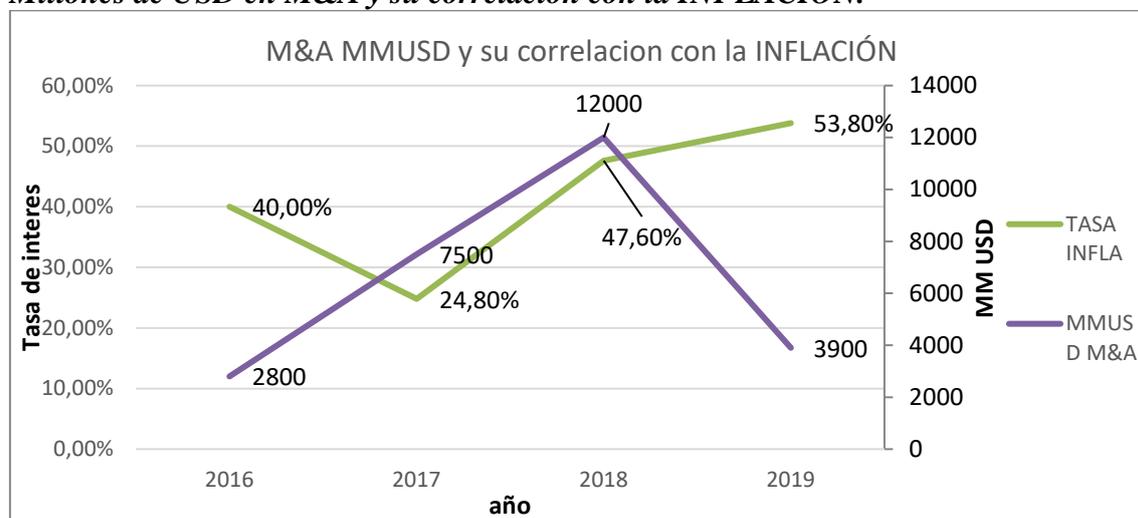
Cuando el soporte para llevar a cabo el LBO no se basa exclusivamente en el flujo de caja esperado a futuro, la alternativa siguiente radica en la venta de los activos con que se cuenten una vez finalizada la operación en caso de que la liquidez sea insuficiente para cubrir los pagos que estén comprometidos.

4.2 Fenómeno inflacionario en Argentina desde el 2015 en adelante y su impacto en operaciones M&A

Como punto adicional a lo anteriormente mencionado en referencia a las altas tasas de interés para los LBO, es la inflación, otra variable relevante para determinar la dinámica del número de operaciones de M&A en Argentina una vez superado el periodo 2017. La espiral inflacionaria que empuja a la subida de las tasas de interés lleva a que muchos grupos internacionales del sector tomen la decisión de desinvertir y transferir el riesgo de operar a empresas locales. Este fenómeno podrá tender a incrementar nuevamente el nivel de actividad de M&A en el futuro próximo, siempre y cuando las condiciones locales como convenios colectivos de trabajo, tasas de redescuento, costos de suministros, etc. Animen al capital nacional a realizar adquisiciones.

Gráfico No.25

Millones de USD en M&A y su correlación con la INFLACIÓN.

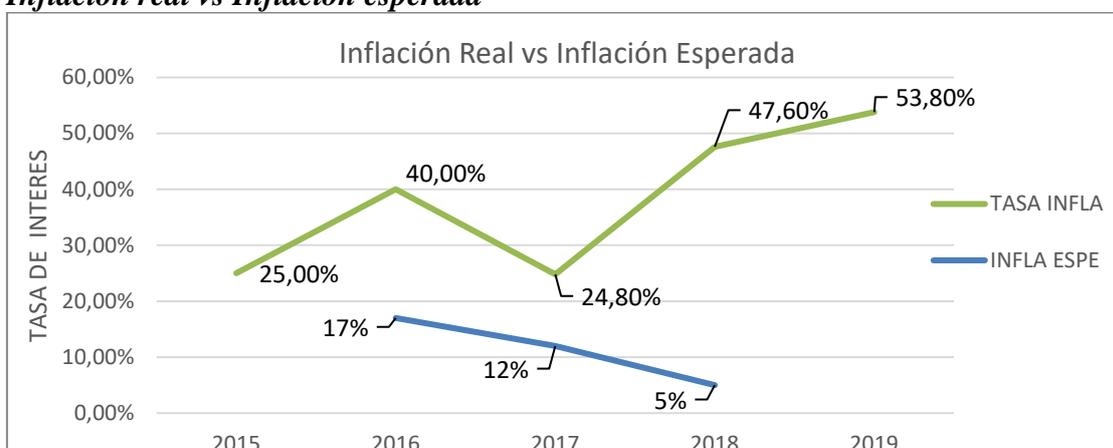


Nota: Elaboración propia con base en la información de El cronista comercial, INDEC.



Para el año 2015, la inflación oficial quedó en 28% anual, según valores reportados por la consultora ABECEB, indicador que se pronosticaba empezar a una baja sistemática hasta llegar a un dígito en 2019 sin embargo, por factores macroeconómicos y la poca estabilidad cambiaria, llevaron a que la tendencia de repunte en los periodos 2016 y 2017 volvieran a valores iniciales de mucha incertidumbre en el mercado.

Gráfico No.26
Inflación real vs Inflación esperada

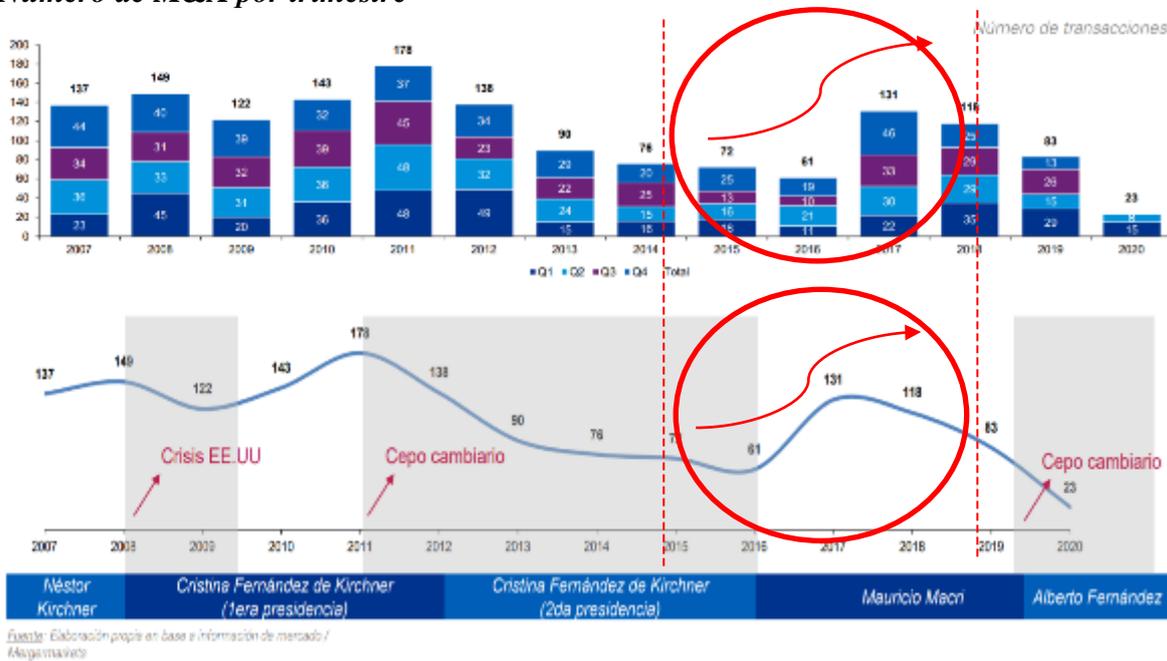


Nota: Elaboración propia con base en la información de El cronista comercial, INDEC.

De manera comparativa, se podría también identificar el comportamiento del número de M&A en Argentina (todos los sectores incorporados) y su correlación con las políticas monetarias. En el siguiente gráfico No.27, enfocándonos en el periodo 2015-2017, se percibe una tendencia al alza en el número de M&A para luego volver a caídas fuertemente marcadas.

El efecto de las políticas monetarias y la libertad del acceso a las divisas bien sea por personas naturales como por empresas, reactivaron en análisis de viabilidad para la compra o fusiones con nuevas compañías. Para finales del 2015, se retornó a la libre flotación cambiaria entre el peso argentino (ARS) con respecto a otras divisas, principalmente el dólar americano (USD) (Sanchez & Diaz, 2015).

Gráfico No.27
Numero de M&A por trimestre



Nota: Adaptado de KPMG boletín informativo II-trimestre 2020, <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ar/pdf/2020/newsletter-ma.pdf>

En definitiva, esta correlación de la eliminación del “cepo cambiario”²⁰ y el incremento de operaciones M&A, muestra como factor fundamental para el crecimiento de las empresas, su especialización e incursión de nuevos mercados a través de las fusiones o adquisiciones, tiene que a ver con la libertad para el desarrollo de nuevos negocios.

4.3 Conclusiones generales de los casos analizados

Una vez culminado el paso por cada uno de los casos mencionados al inicio del documento, el cual representan las principales operaciones de M&A en el sector de Oil & Gas en Argentina para el periodo de nuestro interés, se concluye que no existen razones de fundamento para determinar que las operaciones tuvieron como propósito principal o de forma indirecta un mayor acaparamiento de mercado para fortalecer una estructura de oligopolio entre las mayores operadoras del país.

Dentro de la sección de “Estado de participación de las empresas antes y después de las operaciones M&A” los gráficos 18 y 19 relacionados a la producción de petróleo, así como

²⁰ Cepo cambiario: Restricción al consumo de una divisa de otro país, ya que su demanda excesiva pueda hacer que la moneda local se devalúe.



los gráficos 20 y 21 donde se muestra la repartición de la producción de gas en Argentina, no reflejan cambios exorbitantes que den indicios de movidas agresivas para fortalecer su posición en el país a través de M&A. Se parte de la base, que las operaciones tienen como objetivo la generación de sinergias internas y por lo tanto una mayor creación de valor con base no solo en los activos y los yacimientos adquiridos, sino en la perspectiva del funcionamiento del negocio empujado por un panorama macroeconómico favorable para un crecimiento estable y sostenido.

Sin embargo, tal y como lo descrito en el capítulo 4, la situación en Argentina sobre la viabilidad de nuevas M&A y el impacto sobre las recientes operaciones llevó a la disminución de esta actividad. Factores externos como el alza de la tasa de interés en consecuencia del alza inflacionaria y a su vez repercutiendo en la caída de la actividad (PBI), fueron las causas principales de la caída de actividad del sector energético para ejecutar nuevas inversiones, aunque los niveles de producción se mantuvieran relativamente estables durante el periodo que nos concierne.

Las reservas de petróleo y gas mencionados también en el capítulo 1, dan a entender que a pesar de la alta expectativa para inicios de 2015 bajo nuevas condiciones económicas y estabilidad jurídica ofrecida por el nuevo gobierno y su posterior decaimiento generando nuevamente desconfianza en los mercados, en un futuro próximo el ciclo deberá volver a tendencias positivas. El gobierno de turno sea cual sea su afiliación política, deberá incluir el sector de Oil & Gas como una de sus principales fuentes de captación de divisas para garantizar no solo fuentes de trabajo, crecimiento en su PIB sino sobre todo la estabilidad monetaria que tanto inconvenientes ha generado en el país y su economía. Para esto, las principales operadoras deberán ver un panorama claro desde el Estado y no desde el Gobierno de turno hacia políticas de largo plazo estables que generen nuevamente un atractivo a las multinacionales para la inversión directa en el sector.

En relación específica a las M&A que involucren empresas locales o internacionales, estas deberán mostrar no solo su potencial en el desarrollo de los yacimientos adjudicados y su capital humano de alta calidad para volver atractivas a estas operaciones, sino también un sano manejo de sus finanzas corporativas e indicadores financieros que garanticen una continuidad una vez ejecutada el M&A. Para esto, en el capítulo 5 se mencionarán algunos aspectos sobre la valoración de las empresas utilizando el costo de capital requerido, el



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado



flujo de caja libre para hacer atractivo una adquisición o fusión y demás múltiplos que son generalmente utilizados como indicadores para determinar la salud de la empresa.



5. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESA A TRAVÉS DE COSTO DE CAPITAL, ADQUISICIÓN DE ACCIONES, CAPM, APM Y FLUJO DE CAJA LIBRE EN LAS OPERACIONES DE M&A ESTUDIADAS EN ARGENTINA EN 2015-2017

En este capítulo se abordarán los distintos mecanismos que se pueden utilizar para realizar una valoración de empresa antes tomar la decisión de proceder con una operación de M&A. Para poder realizar el cálculo del costo de capital, flujo de caja libre y demás indicadores financieros, es probable que no se cuente con toda la información requerida, siendo que los acuerdos de confidencialidad y demás datos de empresas que no cotizan en el mercado bursátil, hace difícil el acceso a los números que permitan hacer una evaluación exhaustiva a una toma de decisión. Por tal razón, el enfoque está más alineado hacia la aplicación de estas herramientas bajo el contexto macroeconómico y sectorial (Oil & Gas) argentino, que permita mostrar como el entorno del país y sus complejidades impacta en este tipo de evaluaciones financieras.

5.1 *El costo de capital*

Como primera referencia es usual tomar el valor de mercado de una empresa a través de su cotización bursátil, es decir, multiplicar el valor de la acción en un determinado momento “spot”²¹ por el total de acciones emitidas, más el valor de mercado de su endeudamiento a corto y mediano plazo. Este concepto toma como base que el total de acciones de una empresa está sobre el mercado bursátil, caso contrario que solo se encuentre una fracción, el cálculo de su valor estaría incompleto.

De acuerdo con uno de los textos de referencia de la investigación, se menciona que, al tomar la decisión de proceder con una fusión o adquisición, será necesario poder calcular si su valor de mercado se encuentra bajo rangos razonables de valoración, infravalorado o sobrevalorado. Para dar solución a estas dificultades propias de las acciones bursátiles donde las expectativas de los tenedores de acciones y/o sus compradores hacen que muchas veces la percepción de valor esté alejada de un razonamiento lógico, se utiliza lo que se denomina precio intrínseco, es decir el cálculo del valor actualizado de los flujos de

²¹ Spot: termino financiero en inglés para referirse a un momento exacto de fecha de una operación.

caja esperado a futuros utilizando una tasa de descuento (Perez-Iñigo, 2011). Esto nos permitirá definir el rendimiento mínimo exigido para llevar a cabo la inversión de M&A. Como variable fundamental para determinar la tasa de descuento, será necesario antes identificar el riesgo de la inversión.

Esta variable va muy ligado a la condición del país y la percepción de riesgo que se tenga por las entidades multilaterales. Para el periodo de interés Argentina mostraba los siguientes indicadores de riesgo país.

Gráfico No.28
Riesgo país Argentina y EMBI (Emerging Market Bonds Index)



Nota: Adaptado de Inveq, Por INFOBAE, 2019,
<https://www.infobae.com/economia/2019/04/28/argentina-multiplica-por-cuatro-el-riesgo-pais-de-sus-pares-de-la-region/>

El gráfico anterior muestra la alta volatilidad histórica de Argentina incluso en comparación con el índice de referencia de los demás países emergentes. Sin embargo, desde el 2015 hasta inicios de 2018, los índices del país cayeron notablemente entre otras cosas por medias como el acuerdo de pagos de deuda externa a fondos privados y entidades multilaterales, así como la decisión de liberar el mercado cambiario que permitía el libre ingreso y egreso de divisas (Gasalla, 2019).



Este indicador es esencial siendo que de manera directa afecta la valoración de riesgo de las empresas de Oil & Gas y su valoración para las M&A que se realizarían durante este periodo.

Dicho esto, el riesgo corporativo muestra siempre una correlación positiva fuerte a la tasa de descuento a utilizar, bajo la premisa que a mayor riesgo corporativo el inversionista exigirá una mayor tasa de retorno que haga atractiva la inversión de M&A a través de su flujo de caja futuro y en consecuencia menor será su valor actual o precio intrínseco de valoración.

No obstante, dicho lo anterior y poniendo en contexto la situación argentina o de la situación en que venía, la tendencia a la baja en el riesgo país contrasta justamente con el incremento de número de operaciones M&A y sus inversiones en millones de USD durante el mismo periodo de 2015 hasta inicios de 2018.

En definitiva, para el tiempo de operaciones aquí tratadas, las sinergias son los ahorros en gastos financieros cuando costo de capital de la empresa consolidada es menor que el de las empresas por separado; al aumentar el tamaño, el costo de financiarse puede disminuir. (Marín & Ketelhohn, 2009)

Correlación Tasas de interés e índice riesgo país

Para determinar el impacto que el índice de riesgo país tienen con las decisiones de inversión en Argentina debido a la relación de su tasa de interés y en consecuencia con la tasa de descuento se calcula la covariancia entre las variables de la siguiente manera:

Tabla No.18
Tasa de interés e índice riesgo país

Periodo	tasa de interés	Var tasa interés	índice riesgo país	var riesgo país
2015	20,52%	-	438	-
2016	24,75%	20,61%	455	3,88%
2017	27,75%	12,12%	351	-22,86%
2018	59,25%	113,51%	817	132,76%

Nota. Adaptado de Reporte de Ámbito Financiero, BCRA, 2015-2018, <https://www.ambito.com/contenidos/riesgo-pais-historico.html>

La covarianza de esta muestra (=COVARIANZA.M) arroja una correlación positiva de 0.46. por tal razón la tasa de descuento requerida para el cálculo del valor actual o



intrínseco se ve directamente afectada a medida que aumenta la volatilidad del índice de riesgo país. Aquí una de las razones que se podrían argumentar en la caída de número de operaciones M&A en 2018.

Dicho lo anterior, cabe resaltar que a medida que el negocio que se desea adquirir presenta un mayor riesgo sea por factores internos o externos, más alto será la tasa de descuento que permita obtener flujos de caja positivos y en consecuencia un menor valor actualizado.

Una herramienta que puede ser de utilidad para el cálculo de la tasa de descuento está en conocer el costo de capital. Bien sea los acreedores, accionistas o dueños de empresa involucrados en hacer la inversión esperan ser retribuidos por el costo de oportunidad de invertir en esta adquisición y no en otra opción que le pudiera generar mayor rentabilidad o en su defecto un menor riesgo (Perez-Iñigo, 2011).

Este costo de capital puede ser considerado como el costo de las diferentes fuentes de financiamiento al que se ha acudido para hacer la operación M&A, es decir, tasas de interés en caso de préstamos financieros y/o costo de oportunidad para aquellos fondos de accionistas o dueños (es decir, la tasa de retorno que pretendía obtener en caso de tomar la otra opción diferente a la inversión M&A plazo fijo por ejemplo o rendimientos de bonos soberanos).

5.2 Alternativa de las acciones preferentes como fuente de financiación

No solo el análisis de costo de capital a través de la tasa de actualización y su valor actual o intrínseco puede ser considerada como alternativa de financiación y herramienta de evaluación de inversión. La alternativa de acciones preferentes se usa muchas veces para atraer inversionistas con la promesa de tasas de rendimiento altas no solo para la obtención de capital externo sino también con el objetivo de evitar que las acciones bajen de precio cuando el ciclo económico los afecta bien sea por factores externos o por gestiones internas negativas (volumen de venta menor al esperado, sobre costos, menor eficiencia, productos defectuosos, obsolescencia de equipos, etc.). Las acciones preferentes, como su nombre lo indica se denomina así porque el accionista tendrá preferencia no solo al momento de cobrar dividendos cuando el negocio lo permita sino también la preferencia de cobro cuando se liquidan activos (Perez-Iñigo, 2011).



Continuando con la referencia de las empresas que cotizan en bolsa y del sector de Oil & Gas, utilizamos las siguientes acciones para determinar el impacto que podría presentar la emisión de una acción preferencias bajo las condiciones volátiles vividos en el periodo 2015 hasta la primera mitad de 2018.

En línea con “*Gráfico No.14 Tendencia valor bursátil de las acciones de YPF S.A*”, la acción de YPF para el 01-diciembre de 2015, se encontraba en 213,19 ARS, mientras que para el mismo periodo en 2016 la misma acción tenía valores de 252,97 ARS. Un 18,2% superior. Misma fecha de 2017, el valor de la acción ya se encontraba en 419,18 ARS, es decir un salto del 96% con respecto al 2015 o un 66,2% como variación anual.

Tabla No.19

Tabla comparativa acción YPF, Tasas interés BCRA e Inflación.

Periodo	Valor acción YPF (ARS)	Variación anual	Tasa interés	
			BCRA	Tasa inflación
01-dec-2015	213,19	-	20,52%	25,00%
01-dec-2016	252,19	18,3%	24,75%	40,00%
01-dec-2017	419,18	66,2%	27,75%	24,80%





Nota. Adaptado de Investing, 2015-2017, <https://es.investing.com/equities/ypf-sociedad>

En tal caso, ante el evento en que para el 2016 YPF hubiera decidido emitir un tipo de acciones preferentes a valores superiores al mercado (300 ARS), pero prometiendo dividendos de 30% independientemente de la fluctuación del precio de acción, la tasa de rendimiento exigida por el accionista sería la siguiente:

$$K_p = (300 * 30\%) / (252,19) = 35,69\%$$

Incluyendo descuento por comisión bancaria, 2% del valor nominal, el rendimiento real de la acción se calcula como:

$$K_p = (300 * 30\%) / (252,19 - 2,52) = 36,05\%$$

Este ejemplo ilustra de alguna manera las particularidades del mercado bursátil y la exposición al riesgo. Aquí la rentabilidad que podía esperar un accionista durante el 2017 superó no solo la tasa de inflación, sino que su valor de acción creció un 66%.

Comparación con las acciones ordinarias

Para las empresas en este caso las involucradas en el sector de Oil & Gas, la emisión de acciones resulta muchas veces como el mecanismo más costoso de financiación, y su costo se basa sobre la tasa mínima de rendimiento que se espera obtener sobre el proyecto por el cual se requiere esta nueva emisión, para que estas no pierdan valor. El riesgo de esta opción de financiamiento para el accionista radica que en caso de que el proyecto no arroje los rendimientos esperados, estos no recibirán nada en contraprestación a la inversión, adicional a la posible pérdida de valor de mercado de las acciones (Perez-Iñigo, 2011).

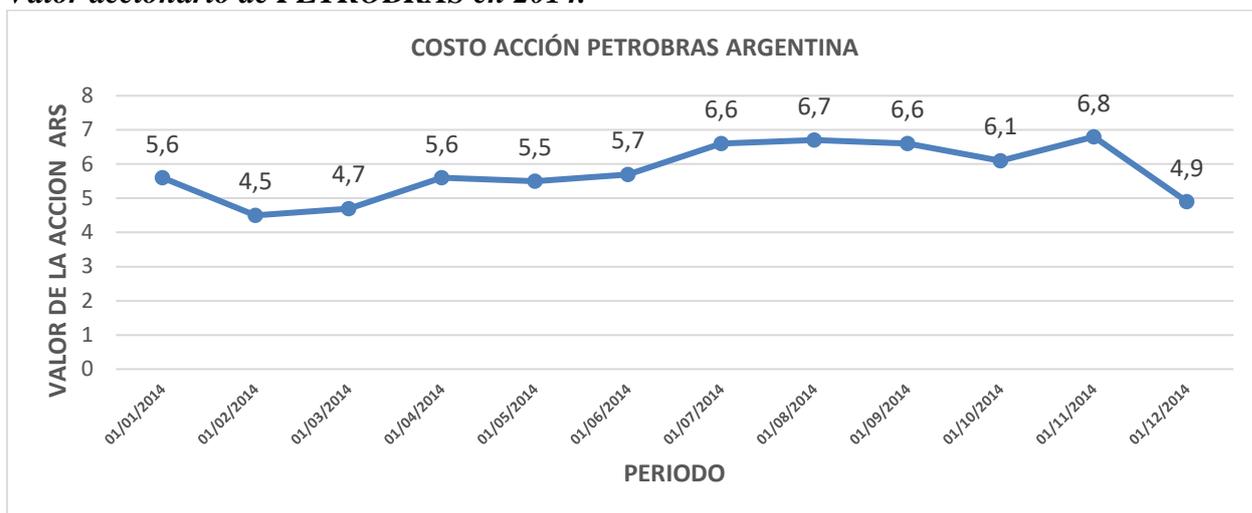
En el caso puntual de la adquisición de CGC (Compañía General de Combustibles) a PETROBRAS, si bien es cierto que la adquisición para la compra de los activos de PETROBRAS no se produjo como consecuencia de una nueva emisión de acciones, es



claro que para el periodo 2014, meses antes de realizarse la operación de M&A los accionistas no venían percibiendo los rendimientos esperado, por lo que el valor de las acciones ordinarias tuvo tendencia a la baja, incluso llegando a perder 14% en lo transcurrido de ese año. Este caso refleja situaciones en las cuales los accionistas se ven principalmente expuestos a los riesgos en la valorización de su inversión, debido a decisiones corporativas de financiamiento con entidades bancarias que terminan sin ser exitosas por los motivos ya mencionados.

Gráfico No.29

Valor accionario de PETROBRAS en 2014.



Nota: Elaboración propia con base en la información Merval del valor accionario PETROBRAS.

5.3 Valoración de activos financieros (CAPM) y su aplicabilidad en las operaciones M&A

El modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) como decisión de inversión toma de referencia la tasa de rendimiento que un inversor en este caso la empresa adquiriente espera obtener de una operación M&A. Según el texto *Fusiones y Adquisiciones y Valoración de Empresas*, el autor menciona que:

“tasa de rendimiento se calcula sobre la base de tomar una tasa de rendimiento libre riesgo (adquisiciones de bonos soberanos en moneda local) más una prima riesgo. El indicador para la medición de este riesgo adicional se obtiene a través del coeficiente de volatilidad del mercado de valores conocido Beta (β).



La Beta, mide la variación del rendimiento de una acción con respecto al rendimiento del mercado en general. La compra de acciones como instrumento para las adquisiciones de empresas, debe tener en cuenta el índice β para determinar el nivel de riesgo al cual estaría expuesto bajo los parámetros de mercado. un β superior a 1 indica una volatilidad superior a la media del mercado, mientras que un β inferior a 1 indica una volatilidad o exposición al riesgo más conservador con respecto a la media” (Perez-Iñigo, 2011, pág. 295).

La ecuación utilizada para su cálculo viene dada de la siguiente manera:

$$K_e = R_f + [E_m - R_f] * \beta_e$$

Siendo K_e la variable de rentabilidad esperada del inversor.

R_f la variable de referencia libre de riesgo.

E_m indica el riesgo esperado del mercado durante un periodo específico de tiempo.

$[E_m - R_f]$ indica la prima de riesgo de mercado.

β_e , variación de la acción o título con respecto a la volatilidad del mercado.

Para el caso de las empresas analizada en el capítulo anterior con las que se cuenta con valores bursátiles de referencia, los indicadores de rentabilidad esperadas por los tenedores de acciones luego de las operaciones M&A bajo el contexto argentino se muestran como sigue:

Tabla No.20

Variables de rendimiento esperado bajo análisis CAPM valores de acción

Compañías cotizando en Merval	Valor acción Dic-2015 (ARS)	Valor acción Dic-2016 (ARS)	Valor acción Dic-2017 (ARS)	Var % (2015-2017)	Desviación estándar	Coefficiente correlación	β_e $\beta_e = \rho(e_m) * \sigma_e / \sigma_m$
YPF	213,19	252,97	419,18	97%	109,27	0,995	0,011
PAMPA	11,60	22,00	49,85	330%	19,78	1,000	0,002
Bonos soberanos BCRA (AY24) R_f	1511,10	1781,35	1997,55	32%	-	-	-
Riesgo del mercado E_m (índice Merval)	11.675,18	16.917,86	30.065,61	158%	9474,15	-	-

Nota: Bono AY24, hace referencia al bono soberano “Bonar 24” y fue emitido por el Estado argentino en mayo 2014 y con vencimiento a mayo 2024.



Con los datos bursátiles de las acciones de análisis, la desviación estándar durante los periodos 2015-2017, los coeficientes de correlación con respecto a la tendencia del índice Merval, se determina lo siguiente rentabilidad esperadas:

Tabla No.21

Valores de acción YPF y PAMPA ENERGÍA bajo el análisis de CAPM

Compañías cotizando en Merval	R_f	E_m	$[E_m - R_f]$	β_e	K_e
YPF	32%	158%	126%	0,011	157%
PAMPA	32%	158%	126%	0,002	158%

Los rendimientos esperados para estas dos empresas de Oil & Gas en operaciones de M&A y cotizando en mercado bursátil muestran datos positivos, aunque en comparación con lo esperado por un potencial inversionista los resultados son distintos. En el caso de YPF el valor bursátil muestra un desempeño bastante menor al rendimiento que un inversor puede esperar 157% contra un 97%. Para el caso de PAMPA, el desempeño de la acción muestra resultados muy por encima al rendimiento calculado durante ese periodo 158% contra 330%.

Cabe anotar que estos valores son nominales a los que se deberá descontar el costo de la inflación para determinar los rendimientos reales.

Tal y como mencionado en la tabla No.19, la tasa de inflación de estos mismos periodos de manera acumulada fue de 89,80% (25,00% + 40,00%, 24,80%), por lo que las variaciones y rendimientos reales (afectados por la inflación) pasan a ser:

$$K_e (YPF) = 68\%$$

$$K_e (PAMPA) = 69\%$$

Rendimientos en promedio superior al 30% anual en pesos argentinos (ARS) para ambas acciones.

El propósito de este análisis a través de la valoración de los activos financieros (CAPM) se hace para determinar el resultado desde el punto de vista del inversionista en caso de que las operaciones de M&A descritas en el capítulo 4, se hubieran hecho bajo este mecanismo de valoración.



Como nota final sobre el método CAPM, es importante mencionar que como alternativa a la utilización del índice β para determinar la volatilidad de la empresa con respecto a la media del mercado, se utilizan también la proporción *valor de mercado/valor contable*, así como su tamaño medido según su capitalización bursátil. De acuerdo con los estudios de Eugene Fama y Kenneth French, una vez disponga de la información del tamaño de la empresa en términos contables con respecto a su capitalización bursátil, la relación valor de mercado/valor contable y la prima de riesgo se puede determinar la volatilidad β . No obstante, una de las dificultades de este método como otros de mayor sofisticación, radica en las restricciones para encontrar los datos necesarios del cálculo de la beta (Fama & French, 1992).

5.4 Valoración de inversión a través del modelo por arbitraje (APM- Arbitrage pricing model)

Este modelo de valoración por arbitraje busca el equilibrio al momento de establecer los precios de los activos financieros. El modelo toma como base que todos aquellos activos con riesgo cero deberían proporcionar el mismo rendimiento y generar así la condición de arbitraje²². Lo que se propone aquí es que cada acción bursátil tiene dos variables de las cuales las afecta directamente, una radica en los factores macroeconómicos y que por lo tanto no es posible tener una influencia directa, y el otro, todos aquellos factores específicos de la empresa. Esto genera dos factores de riesgo, lo macroeconómico del cual poco puede hacer un inversionista para mitigarlo de manera eficiente, y el riesgo específico corporativo que de cierto modo puede ser minimizado a través de la diversificación del portafolio (Perez-Iñigo, 2011).

Dicho lo anterior, al incrementar la diversificación el riesgo esperado de una acción se ve influenciada exclusivamente por el riesgo macroeconómico, y sus causales más reiterativas son la dinámica de la actividad industrial, la tasa de interés real, tasa de inflación y el llamado riesgo de insolvencia de los bonos corporativos.

²² Se define como la obtención de un beneficio sin riesgo luego de la compra de un activo determinado en el mercado a un precio bajo y de manera inmediata venderlo a un mayor precio.



La prima de riesgo según lo mencionado en la sección anterior ($Em - Rf$) deberá estar basado en el riesgo asociados a los factores descritos.

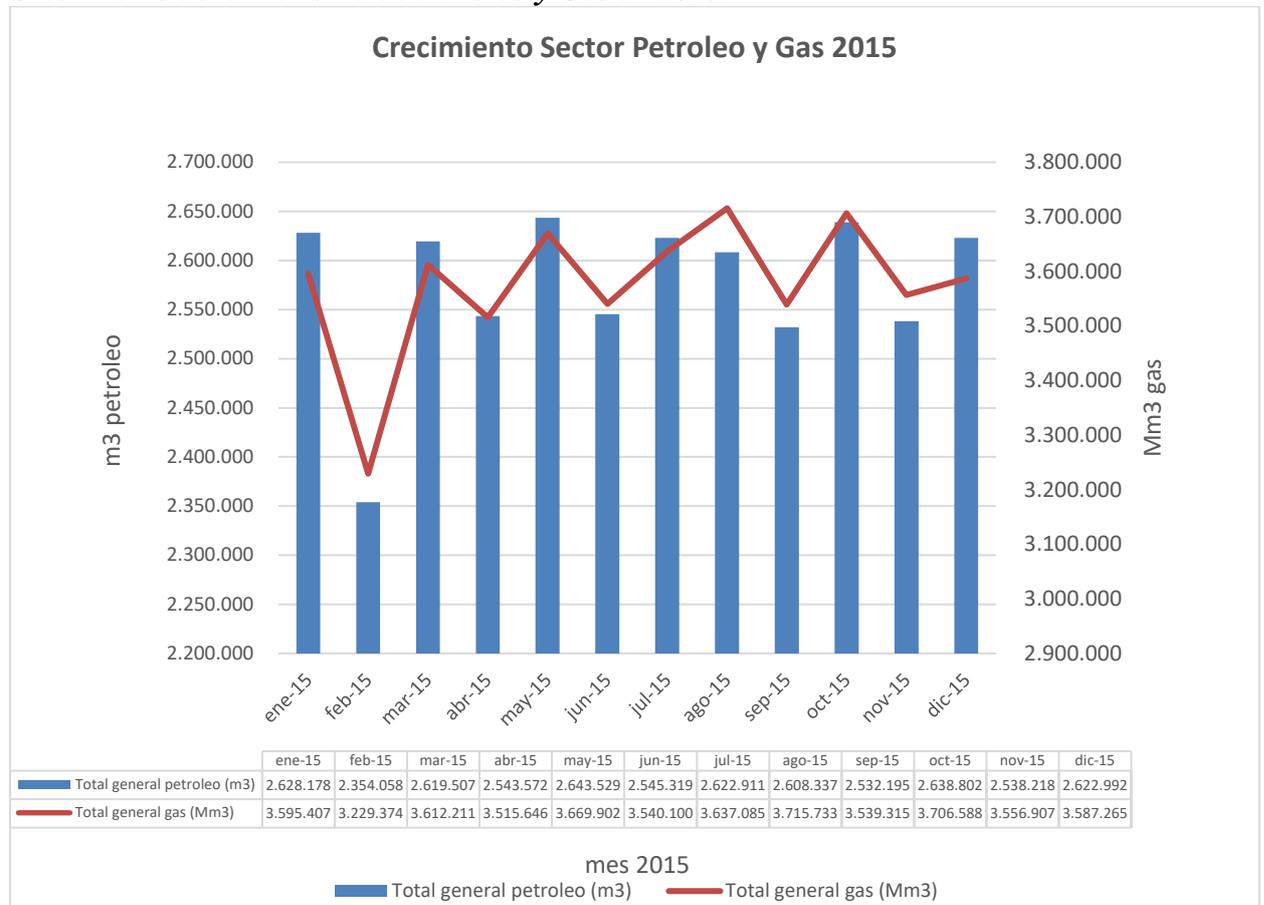
La variable Rf que representa el rendimiento de un activo sin riesgo (bono soberano, por ejemplo) y λ la prima de riesgo de cada factor externo determinar las variables necesarias para el cálculo del rendimiento esperando de un accionista (Perez-Iñigo, 2011).

$$k_e = R_f + \beta_1 \lambda_1 + \beta_2 \lambda_2 + \dots + \beta_n \lambda_n \dots$$

para los casos puntuales de las empresas involucradas en las operaciones de M&A y con cotización bursátil, la variable λ_n puede representar por ejemplo los factores de inflación, tasas de interés de referencias, crecimiento de la industria, como los más relevantes.

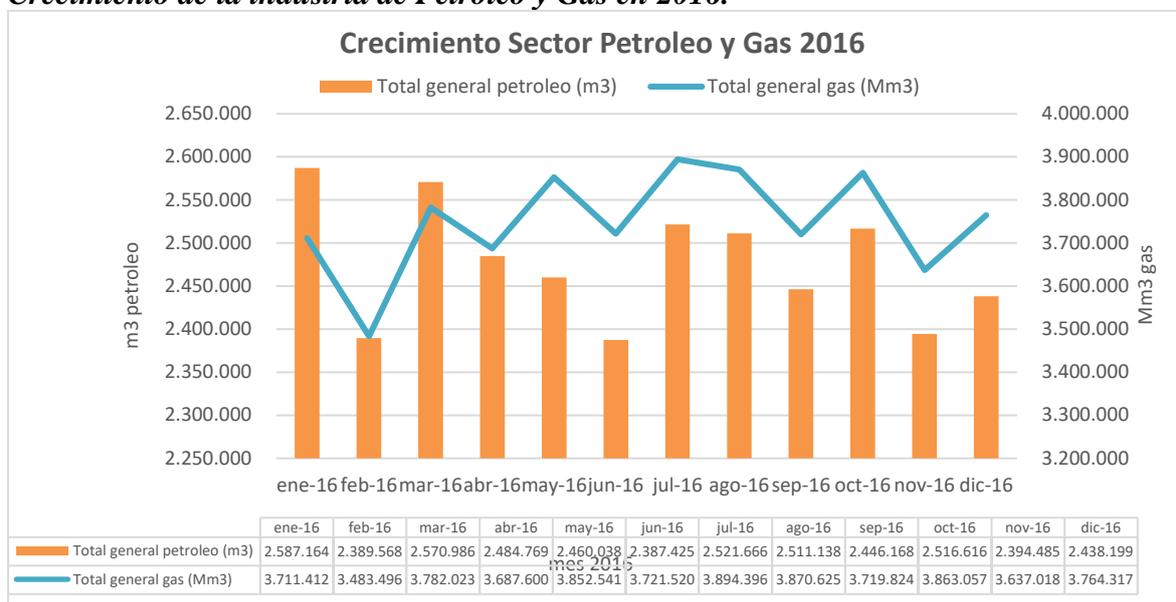
Para esta última variable se menciona en los siguientes cuadros el comportamiento de producción de petróleo y gas para Argentina desde 2015 a 2017.

Gráfico No.30
Crecimiento de la industria de Petróleo y Gas en 2015.



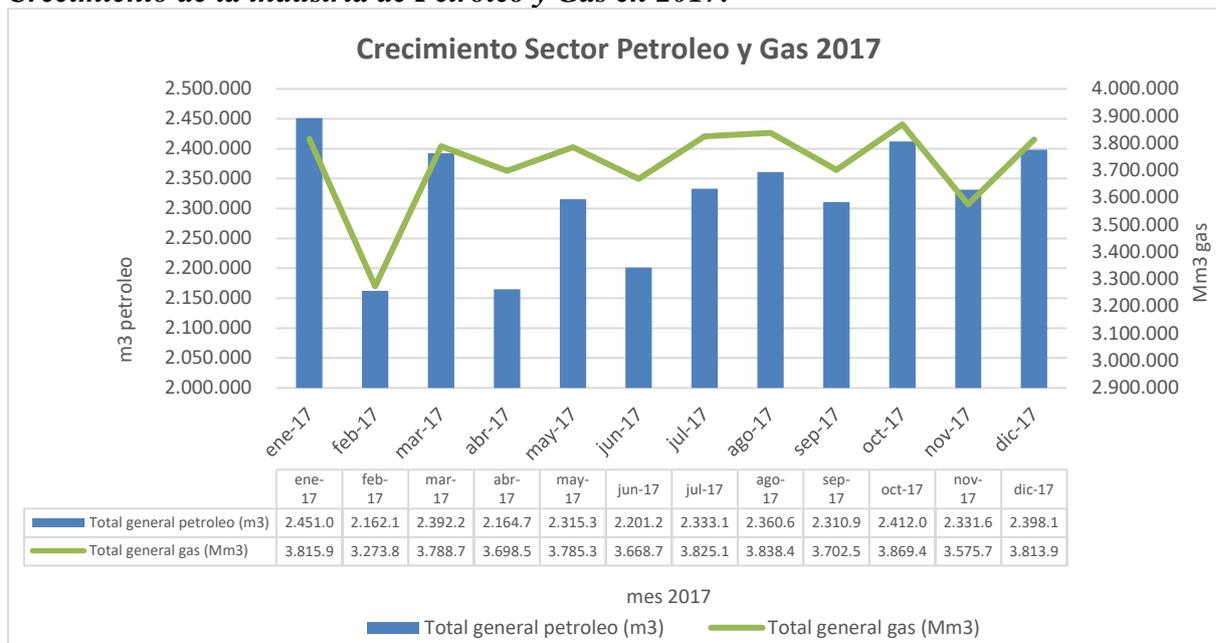
Nota: Elaboración propia con base en la información de Secretaría de Planeamiento Energético, Secretaría de Gobierno de Energía, 2015, <http://datos.energia.gov.ar/dataset/produccion-de-petroleo-y-gas-tablas-dinamicas>

Gráfico No.31
Crecimiento de la industria de Petróleo y Gas en 2016.



Nota: Elaboración propia con base en la información de Secretaría de Planeamiento Energético. Secretaría de Gobierno de Energía, 2016, <http://datos.energia.gob.ar/dataset/produccion-de-petroleo-y-gas-tablas-dinamicas>

Gráfico No.32
Crecimiento de la industria de Petróleo y Gas en 2017.

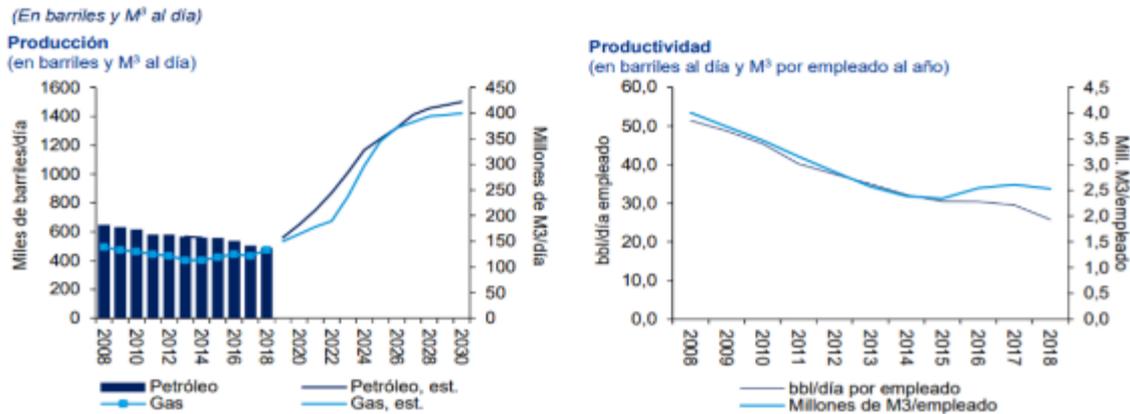


Nota: Elaboración propia con base en la información de Secretaría de Planeamiento Energético. Secretaría de Gobierno de Energía, 2017, <http://datos.energia.gob.ar/dataset/produccion-de-petroleo-y-gas-tablas-dinamicas>

Se presenta también como complemento un indicativo del comportamiento en cuanto a la producción de petróleo y gas año a año y su expectativa a futuro (KPMG, 2019).

Gráfico No.33

Evolución producción y productividad industria argentina del P&G. Proyección a 2030



Nota: Elaboración propia con base en la información de KPMG, 2018,
<https://econojournal.com.ar/2018/05/industria-del-petroleo-y-gas-temas-relevantes-para-2018/>

Para el cálculo de Ke bajo el método APM, se toma indicador de crecimiento promedio de la industria tanto para petróleo como gas. las demás variables ya mencionadas como la inflación y la tasa de interés de referencia se incluyen también.

Tabla No.22

Valores de acción YPF y PAMPA ENERGÍA bajo Valoración de inversión a través del modelo por arbitraje.

Compañías cotizando en Merval	Rf	Em	Em-Rf	λ1 inflación (2015)	λ1 inflación (2016)	λ1 inflación (2017)	Desviación estándar λ	Coefficiente Correlación	β1
YPF	32%	158%	126%	4,81	6,69	12,20	3,84	0,997929	0,04
PAMPA	32%	158%	126%	4,81	6,69	12,20	3,84	0,999826	0,19

Compañías cotizando en Merval	Rf	Em	Em-Rf	λ2 tasa interés (2015)	λ2 tasa interés (2016)	λ2 tasa interés (2017)	Desviación estándar λ	Coefficiente Correlación	β2
YPF	32%	158%	126%	0,33	- 8,56	15,15	11,98	0,85	0,0927
PAMPA	32%	158%	126%	0,33	- 8,56	15,15	11,98	0,80	0,4834



Compañías cotizando en Merval	Rf	Em	Em-Rf	λ3 industria (2015)	λ3 industria (2016)	λ3 industria (2017)	Desviación estándar λ	Coefficiente Correlación	β2
YPF	32%	158%	126%	-0,18	32,80	16,12	16,31	-0,17	0,0252
PAMPA	32%	158%	126%	-0,18	32,80	16,12	16,31	-0,25	0,2064

Siendo:

λ1: Tasa de inflación.

λ2: Tasa de interés.

λ3: tasa de crecimiento de la industria producción.

Para este propósito se menciona en la siguiente tabla los valores de las variables de referencia

Tabla No.23

Valores de referencia tasa de interés, inflación, bonos soberanos

Periodo	Tasa interés BCRA	Tasa inflación	Bono AY24	% Var AY24	%var industria
01-dec-2014			1163,99		
01-dec-2015	20,52%	25,00%	1398,96	20,19%	1,74%
01-dec-2016	24,75%	40,00%	1864,9	33,31%	0,50%
01-dec-2017	27,75%	24,80%	2099,86	12,60%	-3,52%

$$k_e = R_f + \beta_1 \lambda_1 + \beta_2 \lambda_2 + \dots + \beta_n \lambda_n \dots$$

Tabla No.24

Promedios de λ y β

Compañías cotizando en Merval	Promedio λ 2015	Promedio λ 2016	Promedio λ 2017	Promedio β YPF	Promedio β PAMPA
	-0,04	-0,12	0,04	0,0006	0,0028

Tabla No.23

Rendimiento esperado de inversión por año

Ke (2015-2017)	2015	2016	2017	TOTAL
Ke (YPF)	32%	32%	32%	96%
Ke (PAMPA)	0%	32%	32%	64%

Bajo este método, un potencial inversionista podría exigir un rendimiento mayor para YPF y unos pocos puntos porcentuales menos para PAMPA, en comparación con el método



CAPM. Este método APM puede representar dificultades en su cálculo siendo que la obtención de los datos de las variables λ pueden no encontrarse fácilmente, e incluso en caso de tomar los valores correctos de los factores externos sistemáticos, desvirtuaría el rendimiento esperado del inversionista con respecto al rentabilidad razonable de mercado.

5.5 Método del Flujo de Caja Libre

Si bien es cierto que, dentro de la estructura de esta tesis, no se utilizan datos internos de la compañía, sino como eje principal se trabajan con los valores bursátiles y demás indicadores macroeconómicos de fácil acceso, es importante mencionar este método como una alternativa para la toma de decisiones y evaluación de los rendimientos esperados de un inversionista ante una operación de M&A que se esté contemplando. Esto siempre y cuando se cuente con acceso a datos internos de la compañía.

Nuevamente el texto Fusiones-Aquisiciones y Valoración de empresas argumenta que:

“Para un inversor, un mecanismo a determinar si una futura operación de M&A puede resultar atractiva y no hacer la inversión en otro negocio, es justamente el cálculo que generaría el flujo de caja libre futuro. Considerando a la empresa como un activo netamente económico donde su valor y su razón de ser consiste en su capacidad de generar liquidez, su cálculo es fundamental para estimar el dinero que puede proporcionar a sus inversionistas en el largo plazo, luego hacer su actualización a través de la tasa de descuento y finalmente determinar su valor presente²³” (Perez-Iñigo, 2011, pág. 317).

Este método de flujo de caja libre es de alta relevancia para ver la viabilidad de la M&A siendo que en definitiva el valor que arroja es el efectivo libre final al cual los inversionistas tienen derecho como mecanismo de retribución, luego de hacer los pagos de obligaciones y reinversiones.

Al estructurar un estado resultado, el flujo de caja libre (FCL) se encuentra al final y es aquel que se obtiene luego de descontar costos operativos, costos financieros y demás partidas que hacen parte del estado resultado, así como el capital requerido para inversiones entre las cuales clasifican las operaciones de M&A. Este valor final es aquel

²³ Valor que tiene hoy en día un determinado flujo de dinero que recibiremos en el futuro.



que los inversionistas o accionistas esperan recibir a manera de la variable “Ke” explicado anteriormente.

La estructura para el cálculo del FCL se define como sigue:

No.	Estructura del Flujo de Caja Libre
1	Ingresos operativos
2	– Costes operativos
3	= Beneficio antes de Intereses, Impuestos y Amortizaciones (EBITDA)
4	– Amortizaciones
5	= Beneficio antes de Intereses e Impuestos (BAIT)
6	– Impuestos sobre el BAIT
7	= Beneficio antes de Intereses después de Impuestos (BAIDT)
8	+ Amortizaciones
9	= Flujo de Caja Bruto (FCB)

Luego de obtener el Flujo de caja Bruto (FCB), se determina la inversión que será requerida a futuro.

No.	Inversión Bruta
1	Aumento del capital circulante o fondo de rotación
2	+ Inversión en activo fijo
3	+ Inversión neta en otros activos
4	= inversión Bruta

Finalmente, teniendo los valores del FCB y la inversión Bruta se obtiene el FCL, que será en definitiva el valor a buscar para determinar si la inversión en este caso una posible M&A está generando valor a los accionistas.

No.	Flujo de Caja Libre (FCL)
1	Flujo de caja bruto (FCB)
2	– Inversión bruta (IB)
3	= Flujo de Caja Libre (FCL)



5.6 Consideraciones a la valoración por medio del FCL

Los casos descritos en el punto tres (3) y cuatro (4) para definir la viabilidad de llevar adelante operaciones de M&A, tuvieron también que analizarse con la utilización de datos internos y confidenciales bien sea de la empresa adquiriente como de la empresa potencialmente a ser adquirida. Sus estados financieros debieron servir como datos primarios para considerar si la empresa adquiriente contaba con recursos para hacer la inversión de M&A, o de lo contrario salir a tomar deuda para completar el valor requerido, tal y como sucedió con la compra de los activos de PETROBRAS por parte de CGC.

Posterior a la compra o fusión, esta misma estructura de FCL se utiliza como base para identificar si la operación da sus frutos en cuanto a incremento de ingresos y saldo positivo en el Flujo de efectivo.

De igual manera como ya fue mencionado es posible que, pasado las fechas del total de operaciones analizadas, y aunque no hayan acaparado de manera notable su *market share* dando el fenómeno de posible concentración de empresas en el sector, el flujo de efectivo libre pudo verse incrementado, aunque no se cuenten con valores internos oficiales debido al mayor volumen de producción y mayores ingresos brutos.

La fiabilidad del método FCL para el inversionista está en que debido a la disponibilidad y datos directos de las empresas bien sea la adquiriente como la empresa objetivo, permite identificar el valor del proyecto de M&A a través de la cantidad de liquidez que va a producir en el futuro. Inclusive durante el lapso al cual estudie la inversión, se podrá posteriormente ir modificando según vayan cambiando las condiciones que afecten la estructura de FCL, tales como la tasa de crecimiento, incremento de costos de producción, nuevas tasas impositivas, entre otros.



5.7 Conclusiones

En cuanto a los distintos métodos de evaluación expuestos en este capítulo y su relación con los casos mencionados, su aplicabilidad dependerá en definitiva de la información disponible, el poder que se tenga dentro de una organización para los datos sensitivos, o inclusive el propósito que se tenga para evaluar potenciales fusiones o adquisiciones corporativas. De igual manera, de acuerdo con los montos destinados de inversión, la complejidad del negocio, entre otros, se requerirá un análisis más exhaustivo para dar parámetros claros de lo que puede esperar un inversor a futuro.

Para aquellas empresas que toman la opción de tomar fondos a través de emisión de acciones, el método de CAPM tiende a ser habitual en los fondos de inversión, así como los análisis a través de las acciones ordinarias y preferentes. Del mismo modo, para las compañías que están en conversaciones, una operación M&A de manera más directa con otra empresa donde el valor de inversión total lo asumirá una sola empresa, probablemente será requerido llevar a cabo análisis más exhaustivos a través del FCL y el Costo de Capital.

Adicionalmente a las conclusiones obtenidas en el capítulo 5 y específicamente sobre los resultados de posicionamiento de mercado posterior a las operaciones M&A, la tesis presentada tuvo también como objetivo dar un panorama general del comportamiento de las principales empresas de Petróleo y Gas en el país, cuáles fueron sus principales movimientos en cuanto a M&A entre los periodos 2015-2017, las particularidades que las llevaron a proceder con una operación de este tipo, y en definitiva que impacto tuvieron estas operaciones en el tablero estratégico de la producción de los *commodities*, luego de un periodo de la primera mitad de la década del 2000 de sostenido crecimiento de la demanda energética y su posterior decisión de ser importador de gas natural y demás derivados del petróleo (Sbroiavacca, 2015).

A pesar de no encontrar resultados fehacientes que indiquen que las operaciones tuvieron como objetivo principal la reducir la competencia, siendo que no se pudo percibir una concentración considerable de la producción de las principales empresas en comparación a su posicionamiento antes del 2015, si se pudo detectar a través de distintos métodos, cuáles



de ellas terminaron generando valor al accionista y sinergia en sus operaciones una vez concluidos los M&A.

Conclusiones a la teoría abordada.

De manera transversal durante todo el desarrollo del presente trabajo, se mencionó en varias oportunidades sobre como el valor de la empresa podría expresarse mejor en función de su activo intangible, por el cual al momento de las operaciones de M&A se debe pagar una prima adicional al valor reportado de manera contable. También se hizo un análisis sobre como muchas veces estas operaciones no son suficientes para alcanzar los objetivos planteados inicialmente por razones de disonancia cultural entre las personas, códigos de conducta, y los métodos de trabajo de ambas organizaciones, sin considerar aquellas relacionadas con el capital intelectual (Ruiz Palomino, 2012). Otro aspecto fundamental que quedan durante los análisis de las distintas operaciones de M&A cubiertas en este trabajo, es la de comprender cuales son las áreas de conocimiento decisivas que contribuyan a la obtención de los objetivos estratégicos luego de la fusión o adquisición, y cuales lo son para añadir valor a los accionistas. En definitiva, el proceso de M&A puede mejorarse siempre y cuando la nueva o fusión que resulte o la empresa adquiriente mantenga el valioso activo del conocimiento y logre potenciarlo de caras al futuro.

En términos generales, las operaciones de M&A dependiendo de su volumen de desembolso, y de su impacto en el funcionamiento de la empresa adquiriente en caso de adquisición o de la empresa resultante en caso de fusión, representará un hito importante para el éxito de las futuras operaciones que fomenten una disciplina superior, enfoque y liderazgo. Por el contrario, Con bases en algunos de los casos mencionados durante la tesis, la historia de este tipo de operaciones ha mostrado, que las empresas poco preparadas para hacer M&A han posteriormente fracasado en sus resultados, aunque hayan sido afectados también por factores externos. Por tal razón, los procesos de evaluación de riesgos y recompensas son esenciales en las *due dilligence* antes de proceder con una de estas operaciones (Tauli, 2012).

Aunque las investigaciones sobre las fusiones y adquisiciones son abundantes y se han estudiado múltiples cuestiones desde una gran variedad de perspectivas, uno de los objetivos en este texto ha sido entender el resultado de estas operaciones con respecto al



posicionamiento de producción de petróleo y gas en Argentina. Aquí, se ha centrado más hacia los resultados de las M&A que en sus proceso y métodos para llevarlas a cabo. Es decir, el objeto de relacionar las bases de creación de valor desde el punto de vista del precio bursátil posterior a la adquisición.

Los procesos de integración en una adquisición pueden estar definido por la determinación tanto del *nivel de integración* y el *tipo de integración*. El *nivel de integración* se basa en el grado de interacción de las empresas (activos y personal) hacia el número de funciones y sistemas que son integrados. Mientras que el *tipo de integración* está basado en el dominio de una de las empresas para hacer las mismas actividades de manera más robusta y aprovechar la integración para ampliar la cadena de valor. Dicho lo anterior, la presente tesis demostró que el *nivel de integración* en las adquisiciones no mostró un nuevo panorama drástico que cambiaran el *market share* de producción a nivel nacional.

Además del resultado posterior a la adquisición, se presentó la particularidad que los casos tratados en la investigación tuvieron las características de “adquisiciones por absorción”, es decir han aquellas en las que prevalece la visión de la adquirente, y no tanto hacia el resultado de las “adquisiciones simbióticas” las cuales se definen como aquellas en las que no predomina la visión de la empresa absorbente (C. Dolz & Iborra, 2005) .

Posterior a las operaciones de M&A, la nueva compañía que resulta luego de la fusión podrá utilizar las políticas de la empresa tomada, las de la empresa tomadora, o bien genera una nueva política para integrar sus funciones. Aunque la literatura revisada para la tesis argumenta que el nivel de integración de las “adquisiciones simbióticas” se da por la necesidad de autonomía organizativa para preservar las capacidades, los resultados de los casos estudiados indica que la transferencia de capacidades y conocimientos involucra la integración de gran parte de sistemas y funciones (elevado nivel de integración) hacia una perspectiva de dominación (Tinoco, 2019). A su vez, las adquisiciones simbióticas parecen representar el proceso más complejo al de los que fueron analizados tanto por lo que respecta a su duración y a su flexibilidad, como al ajuste que genera en los recursos humanos. En este sentido, las adquisiciones simbióticas presentan los mayores problemas en cuanto al clima generado con los trabajadores y los directivos, así como los mayores problemas de comunicación, al no tener definido una nueva visión corporativa predominante.



Una mayor complejidad asociada a los mayores niveles de conflicto se puede relacionar tanto con la pérdida de cuota de mercado como con el mayor nivel de paralización de la toma de decisiones en la nueva compañía (Katz, 1998).

Conclusiones al entorno argentino

Las conclusiones descritas, deben ser tomadas con ciertas reservas debido al número limitado de operaciones analizadas del sector. Sin embargo, se puede considerar que este trabajo contribuye parcialmente, a entender la situación del sector energético en Argentina y la fuerza de acción de las principales operadoras, a pesar de las dificultades encontradas para analizar en detalle las complejas estrategias corporativas de M&A, con un limitado acceso a la información primaria por parte de las empresas involucradas.

Los cambios políticos que llegaron durante este periodo y que generaron una apertura hacia la inversión extranjera, actualización de precios y libre acceso a las divisas, reactivaron las alternativas de M&A para aprovechar las amplias reservas de hidrocarburos en argentina (Frontons, 2015). Sin embargo, posteriormente los desbalances macroeconómicos como la recaudación fiscal, gasto excesivo del estado, ineficiencia en el gasto público, alza en el indicador de riesgo país, y la imposibilidad de generar los dólares necesarios para mantener una inflación en un dígito, terminaron por quitarle el impulso de los primeros dos años (2015-2016) al sector.

Con estos resultados mencionados, los gobiernos futuros podrán tomar como referencias no solo las lecciones aprendidas de argentina, sino también entender las distintas estrategias que se han implementado en otros países ricos en recursos naturales y con dificultades financieras similares o inclusive más críticas, pero que dieron resultados positivos. Esto con el propósito que la inversión extranjera pueda detectar un incentivo sólido y a largo plazo para operar en el país, bien sea de manera independiente o través de los mecanismos de M&A descrito a lo largo de esta tesis.

Como marco de referencia, se puede mencionar la estrategia implementada en Iraq a partir del 2004, la cual consistió principalmente en permitir que las principales empresas de Oil & Gas a nivel internacional, encontraran un interés a largo plazo para invertir en el país y renovar su estructura petrolera y gasífera. Para esto, se buscó crear como base principal la asociación de empresas privadas extranjeras y públicas nacionales principalmente con



beneficios fiscales y estabilidad jurídica. Esta combinación permitió el desarrollo a través de transferencia de tecnología y capital de trabajo desde las principales multinacionales hacia las empresas locales, y estas últimas por su parte aportarían mano de obra directa y el *know how* local tales como productividad, perfiles de cargos disponibles, manejo de las leyes nacionales y sobre todo la gestión de las comunidades. Cabe resaltar, que la estructura financiera que hizo posible estos acuerdos fue la definición de los porcentajes de distribución de las reservas de petróleo extraídas por reservas concedidas, así como también sobre un plan de distribución de utilidades según la capacidad de producción interna y las condiciones del mercado internacional.

Los altos precios del barril durante la primera década de este milenio, permitió que acuerdos de M&A dieran un impulso a la obsoleta estructura petrolera y reactivar los niveles de producción previos al conflicto.

Con ejemplos de países más cercanos y aun en desarrollo como Brasil y Colombia, se vienen también implementando estrategias de asociaciones público-privadas y M&A para el desarrollo de nuevos proyectos que garanticen el abastecimiento interno de petróleo y gas y permitan exportar a otros mercados el excedente de producción. Estas políticas de Estado se enfocan principalmente para generar nuevas iniciativas *offshore*, donde se requiere no solo un alto volumen de capital que solo pocas empresas del sector tienen, sino además el manejo y experiencia en nuevas tecnologías.

Finalmente y como aplicabilidad en Argentina, a pesar de las grandes dificultades estructurales que imposibilitan que una de las reservas no convencionales más grandes del mundo como la existente en la provincia de Neuquén no pueda aun ser explotada como merece, es de esperar que en el corto plazo se puedan tomar las medidas adecuadas para atraer de nuevo empresas extranjeras con nueva tecnología y experiencia, así como el fortalecimiento de las empresas locales que a través de alternativas como las fusiones y adquisiciones puedan genuinamente crear valor para la industria, ingresos a las empresas, y en consecuencia un desarrollo integral de sector de petróleo y gas.



6. REFERENCIAS

1. ABECEB. (2017). *La macroeconomía argentina: Balance 2017 y perspectiva 2018*. Buenos Aires: ABECEB.
2. ADRIL. (2017). *Factor de Riesgo en Retenciones del Capital Humano*. Buenos Aires.
3. Alvarez, S. (2019). *Geopolítica financiera y petróleo*. Ciudad De Mexico: Fondo de cultura económica.
4. Ambito Financiero. (2015). CGC Compra activos de Petrobras en Santa Cruz por U\$S 101 M. *Ambito Financiero*, pág. 2.
5. Ander-Egg, e. (1993). *Como elaborar un proyecto*.
6. Banco Central de la republica de Argentina. (Diciembre de 2018). Obtenido de <http://www.bcra.gov.ar/>
7. Barbeito, M. (2015). *Inversión extranjera directa en Argentina (2003-2014): ¿el camino hacia la diversificación productiva?* Buenos Aires: Torcuato Di Tella.
8. Bruner, R. (2004). *Applied mergers and acquisitions*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
9. C. Dolz, D., & Iborra, J. (2005). La integración en las fusiones y adquisiciones. Una perspectiva basada en los recursos. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 05-28.
10. Cabot, D. (22 de Julio de 2015). Perez Companc compró los activos de Skanska en 900 millones de pesos. *La Nación*.
11. Cachanosky, I. (25 de Febrero de 2015). <https://panampost.com/>. Obtenido de <https://panampost.com/>: <https://panampost.com/ivan-cachanosky/2015/02/25/el-cepo-cambiario-en-argentina-ysus-consecuencias-negativas/>
12. Centro de Estudios Opinión Publica. (22 de abril de 2012). *Más del 70% de los argentinos, a favor de la expropiación de YPF*. Buenos Aires: CEOP edición.
13. *Clarín*. (04 de Mayo de 2011). Obtenido de https://www.clarin.com/economia/Eskenazi-compraron-YPF-US_0_SyEmbkX6wml.html
14. Consultora Transactional Track Record. (2017). *Fusiones y Adquisiciones en Latinoamerica 2017. Transactional Track Record*.
15. Cristian Traut. (2019). *first capital group*.
16. Del Rio, J. (03 de Julio de 2016). Obtenido de *La Nación*: <https://www.lanacion.com.ar/economia/la-vuelta-de-las-fusiones-y-adquisiciones-a-la-argentina-nid1914695/>
17. *Diario El Litoral*. (02 de Febrero de 2012). Obtenido de https://www.ellitoral.com/nacionales/suspenden-beneficios-fiscales-petroleras_0_5Z61iBn9TG.html
18. *Diario Rio Negro*. (05 de Octubre de 2014). Obtenido de https://www.rionegro.com.ar/pluspetrol-suma-areas-locales-BORN_4720001/
19. Donato, V. (2016). *Informe 2015-2016. Evolución reciente, situación actual y desafíos para 2017*. Buenos Aires: Fundación observatorio Pyme.
20. Durán, J., & Alvarez, M. (2008). *Indicadores de comercio exterior y política comercial: mediciones de posición y dinamismo comercial*. Buenos Aires: Publicación de las Naciones Unidas.
21. *El Clarín*. (03 de Octubre de 2014). Obtenido de https://www.clarin.com/economia/argentina-pluspetrol-apco-us-millones_0_rkR7bF5Dme.html
22. Energía, S. d. (22 de Enero de 2009). *Argentina Ambiental*. Obtenido de <https://argentinambiental.com/legislacion/nacional/resolucion-7009-programa-gas-plus/>
23. Espinosa, A. (1999). Fusión y escisión de sociedades. *Anales del derecho*, 9-26.
24. *Europapress*. (12 de Enero de 2012). Obtenido de <https://www.europapress.es/economia/noticia-gobierno-argentino-denuncia-ypf-possible-pacto-precios-20120116182355.html>
25. Lizana, C., Pavic, L (2002). *Control preventivo de fusiones y adquisiciones frente a la legislación antimonopolios*. Publicado por la revista Chile de Derecho.
26. Fama, E., & French, K. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance* 47, No.2, 427-465.
27. Fassio, A., Pascual, L., & Suarez, F. (2002). *Introducción a la metodología de la investigación aplicada*.
28. Fernandez, P. (1989). *Fusiones, adquisiciones y control de las empresas*. Madrid: IESE.
29. Fernandez, P. (2012). *Valoración de una expropiación: YPF y REPSOL en Argentina*. Madrid: IESE Business School.



30. Figueroa, E. (2006). *El comportamiento económico del mercado del petróleo*. Madrid: Diaz de Santos.
31. First Corporation Finance Advisor . (2016).
32. Frontons, G. (2015). Nota sobre la inversión extranjera y el comercio internacional en la economía argentina. *Invenio: revista de investigación académica*, 29-50.
33. Gasalla, J. (29 de Abril de 2019). Argentina multiplica por cuatro el Riesgo País de sus pares de la región. *INFOBAE*, pág. 4.
34. Gelis, A. (2015). *Fusiones y adquisiciones en argentina entre 2008 y 2015*. Mendoza: Universidad del Cuyo - FCE facultad de ciencias economicas.
35. Giannetti, A. (2016 de junio de 2016). Obtenido de www.vacamuerta.com.ar:
<https://www.vacamuerta.com.ar/habra-mas-fusiones-y-adquisiciones-en-el-mercado-petrolero-local/>
36. Gomes, I., & Brandt, R. (2016). *Unconventional Gas in Argentina: Will it become a Game Changer?* Oxford: The Oxford institute for energy studies.
37. Herrera, B. (2011). Fusiones y adquisiciones: Un enfoque alternativo. *Quipukamayo - revista de la facultad de ciencias contables*, 125-134.
38. Hitt, M., Harrison, J., & Ireland, D. (2001). *Mergers and Acquisitions ,A guide to creating value for staeholders*. Oxford: Oxford University Press.
39. Iborra, M. (1997). *Las fusiones y adquisiciones como proceso* . Madrid: CEPADE.
40. INDEC. (2017). Datos estadísticos de crecimiento por sector. *Instituto Nacional de Estadística y Censo*, 17.
41. *Informe de Fusiones & Adquisiciones trimestral (M&A)*.(2013). Buenos Aires: Orlando J Ferreres & Asociados s.a.
42. *Investing*. (30 de Diciembre de 2015). Obtenido de <https://es.investing.com/equities/apache-corp-chart>
43. *Investing*. (30 de Diciembre de 2015). Obtenido de <https://es.investing.com/equities/ypf-sociedad>
44. Katz, P. (1998). *Algunas claves prácticas sobre fusiones y adquisiciones* . La rioja: Deusto.
45. Koehler, C. (2009). *Procesos de fusion y adquisicion: una ampliacion de arquetipo*. Londres: Universidad de Londres.
46. KPMG. (2019). *Industria del Petróleo y Gas: Tendencias para 2019*. Buenos Aires: KPMG.
47. Kulfa, M. (2000). *El impacto que han tenido el proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas de capital local*. Buenos Aires: NU. CEPAL. Oficina de Buenos Aires .
48. Lehn, K., Poulsen, A (1989). *Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions*. The Journal of the American finance association.
49. Lizana, C., & Pavic, L. (2002). *Control preventivo de fusiones y adquisiciones fernte a la legislacion antimonopolios*. Santiago de Chile: Revista Chilena de Derecho.
50. Lopez, F. (2005). Fusiones adquisiciones. Un ejemplo de valoraciones empresariales. *Estrategia financiera*, No. 217, 16-23.
51. Marín, J., & Ketelhohn, N. (2009). *Determinantes de éxito en fusiones y adquisiciones*. San Jose: INCAE.
52. Martin, J., & Goddard, A. (1997). Cultura organizacional en fusiones y adquisiciones empresariales. *Serie estudios - instituto universitario de la empresa*, 1-26.
53. Mascareñas, J. (2013). *Las Oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas: Analisis retrospectivo comparado*. Madrid: Revista universitaria.
54. McCann, J., & Gilkey, R. (1990). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*.
55. Mckinsey & Company. (2017). Management Consulting Group - segundo trimestre 2017. *Management Consulting Group*.
56. Mercer. (2016). *Riesgo del capital Humano en transacciones M6A*. Buenos Aires: Mercer.
57. Ministerio de econmía . (02 de julio de 2002). *Ministerio de econmía*. Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/resoluci%C3%B3n-142-2002-75686>
58. Ministerio de economía. (19 de 04 de 2002). *Ministerio de economía*. Obtenido de <http://mepriv.mecon.gov.ar/Normas/652-02.htm>
59. *Ministerio de Economía*. (01 de Diciembre de 2011). Obtenido de <https://www.economia.gob.ar/datos/>



60. *Observatorio Petrolero Sur*. (16 de Febrero de 2014). Obtenido de <https://opsur.org.ar/2014/02/16/la-petrolera-ypf-compra-la-operacion-de-apache-corporation-en-argentina-por-us-800-mil>
61. Orlando Ferreres & Asociados. (2014). *Informe de Fusiones & Adquisiciones (M&A)*. Buenos Aires: OJF.
62. Pamphilis, D. D. (2014). *Mergers and acquisitions and another restructuring activities*. Los Angeles: ELSEVIER.
63. Perez-Iñigo, J. M. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresa*. Madrid: Editorial del Economista.
64. Porter, M. (1987). *From competitive advantage to corporate strategy*. Boston: Harvard Business Review.
65. Presidencia de la nación. (25 de Julio de 2012). *Ministerio de Economía*. Obtenido de <http://mepriv.mecon.gov.ar/Normas2/1277-12.htm#:~:text=Que%20mediante%20el%20art%C3%ADculo%201,%2C%20industrializaci%C3%B3n%20transporte%20y%20comercializaci%C3%B3n>.
66. Dang, M., et al (2018). *Target Corporate Governance, Acquirers' Location Choices, and Partial Acquisitions*. Publicado por Pacif-Basin Finance Journal.
67. Barrera, M (2018). *Los efectos estructurales de la política energética en Argentina 1989-2014*. Editorial Universidad del Valle. Facultad de Ciencias Sociales y Económicas.
68. V. Mann, S (1991). *The Agency Costs of Free Cash Flow: Acquisition Activity and Equity Issues*. Publicado por The University of Chicago Press.
69. Vasco, M et al (2012). *Aplicación del modelo gravitacional al impacto del gobierno corporativo en las fusiones y adquisiciones en Latinoamérica*. Publicado por la Universidad EAFIT-Centro de Investigaciones Económicas y Financieras (CIEF).
70. *Producción de Petróleo y Gas Natural*.(2014). Buenos Aires: IAPG (Instituto Argentino de Petróleo y Gas).
71. Quetglas, R. (2018). *Manual de fusiones y adquisición de empresas*. Madrid: Wolters Kluwer España, S.A.
72. Carril, F., Paniagua, J (2018). *Crisis financieras e inversión extranjera. Un análisis de fusiones y adquisiciones*. Editorial Universidad de Valencia.
73. Reuters Staff. (31 de Mayo de 2011). *Reuters*. Obtenido de <https://www.reuters.com/article/latinoamerica-petroleo-bolivia-argentina-idLTASIE74U0P520110531>
74. Reuters Staff. (30 de Marzo de 2015). *Reuters*. Obtenido de <https://www.reuters.com/article/negocios-energia-argentina-cgc-idLTAKBN0MR03C20150331>
75. Galpin, T., Herndon, M (2001). *Guía completa sobre fusiones y adquisiciones*. Editoriales Diaz de Santos.
76. Rizzo, M. (2007). El capital de trabajo neto y el valor en las empresas. La importancia de la recomposición del capital de trabajo neto en las empresas que atraviesan o han atravesado crisis financieras . *Escuela de Administración de Negocios, No. 61*, 103-121.
77. Roitman, E. (2005). Las Trabas judiciales a las fusiones y adquisiciones en la república de argentina. *Unirioja*, 66-75.
78. Carril, F., Paniagua, J (2018). *Crisis financieras e inversión extranjera. Un análisis de fusiones y adquisiciones*. Editorial Universidad de Valencia.
79. Carril, F., Paniagua, J (2018). *Crisis financieras e inversión extranjera. Un análisis de fusiones y adquisiciones*. Editorial Universidad de Valencia.
80. Roitter, S. e. (2020). Modelos de participación sindical en subsidiarias de empresas multinacionales de Argentina. Un análisis sobre sus determinantes. *SaberEs vol.12, No1*, 87-108.
81. Ruiz Palomino, P. (2012). *Cultura organizacional ética y generación de valor sostenible*. Cuenca: Departamento de administración de empresas, Universidad de Castilla.
82. Lettay, M., Ludvigson, S (2001). *Resurrecting the (C)CAPM: A Cross-Sectional Test When Risk Premia Are Time-Varying*. Publicado por la Universidad de Chicago.
83. Sabbatella, I. (2012). *La política petrolera de la posconvertibilidad: de la herencia neoliberal a la expropiación de YPF*. Buenos Aires: Instituto de investigaciones Gino Germani, Facultad de ciencias sociales, UBA.



84. Sanchez, M., & Diaz, F. (2015). *Tendencias en Argentina - 2do trimestre 2020*. Buenos Aires: KPMG.
85. Garrido, C (2001). *Fusiones y adquisiciones transfronterizas en México durante los años noventa*. Publicaciones de las Naciones Unidas, Santiago de Chile.
86. Sbroiavacca, N. (2015). *Shale Oil y Shale Gas en Argentina. Estado de situación y prospectiva*. Buenos Aires: Cuadernos de investigación. Serie Economía.
87. Scholvin, S. (2019). Vaca Muerta. Perspectivas del desarrollo industrial en las redes globales de producción. *Fundación dialnet*, 81-96.
88. Secretaría de energía. (21 de junio de 2002). *Secretaría de energía*. Obtenido de <http://mepriv.mecon.gov.ar/Normas/166-02.htm>
89. Secretaría de energía. (19 de abril de 2002). *Secretaría de energía*. Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/decreto-645-2002-73692>
90. Secretaria de Energía. (30 de Enero de 2003). *Secretaria de Energía*. Obtenido de <https://www.argentina.gob.ar/normativa/nacional/resoluci%C3%B3n-85-2003-82196>
91. Bauguess, S., Stegemoller, M (2008). *Protective Governance Choices and The Value of Acquisition Activity*. Publicado por Journal of Corporate Finance
92. Taulli, T. (2012). *High-profit IPO strategies-Finding breakout IPOs for investors and traders*. New Jersey: John Wiley & Sons.
93. Kroll, M., Caples, S (1987). *Managing Acquisitions of Strategic Business Units with the Aid of the Arbitrage Pricing Model*. Academy of Management Review.
94. Tinoco, E. (2019). Transferencia inversa de conocimiento en empresas multinacionales en mercados emergentes. *Espacios Vol 40 (No.18)*, 11-24.
95. Top market report. (04 de Enero de 2017). *2016 Top market report upstream oil & gas equipment*. Obtenido de <https://www.goodreads.com/book/show/33910039-2016-top-markets-report-upstream-oil-and-gas-equipment>
96. Traut, C. (2017). Informe M&A. *First Capital Group*.
97. Vandenberghe, J. (2011). Repsol Meets YPF: Displaying Competence in Cross-Border M&A Press Releases. *Journal of business communication*, 373-392.
98. Vasco, M. (2014). *Journal of economics finance and administrative science. Mergers and acquisitions in Latin America, corporate governance and gravity model*. Madrid: Elsevier España S.L.
99. Vidal, G. (2001). *Privatizaciones, Fusiones y Adquisiciones: las grandes empresas en América Latina*. Iztapalapa. Ciudad de Mexico: Anthrops.
100. YPF . (12 de 2 de 2014). *YPF sala de prensa*. Obtenido de <https://www.ypf.com/YPFHoy/YPFSalaPrensa/Paginas/Noticias/YPF-adquiere-los-activos-de-Apache-.aspx#:~:text=Acuerdo%20con%20Apache,e!%20mayor%20productor%20de%20petr%C3%B3leo.>
101. YPF. (2014). *Acquisition of Apache Argentina*. Buenos Aires: YPF Corporation.
102. YPF. (2014). *YPF adquiere los activos de Apache y se convierte en líder de la producción de gas del país*. Buenos Aires: Prensa Corporativa YPF.