

Artículo publicado en La Nación el 07 de mayo de 2012

La Operación Borges para obtener YPF

Por Nicolás Gadano

Alfonso Cortina, máximo ejecutivo de Repsol, viajó desde Madrid para visitar al presidente Carlos Menem con tres letras en su cabeza: YPF. El comunicado emitido por la petrolera española aquel 12 de septiembre de 1996 fue explícito: Cortina había manifestado "el gran interés de Repsol en la eventual adquisición de las acciones de YPF que todavía permanecen en manos del Estado argentino".

Repsol era entonces una empresa de tamaño similar a YPF, con muchos menos años de historia y con escasa experiencia en exploración y producción de hidrocarburos. Había llegado a la Argentina pocos meses antes de la visita de Cortina mediante la adquisición de acciones de Astra, una vieja compañía petrolera local.

Pero hacerse del control de YPF era mucho más difícil. Luego de la privatización de 1993, YPF se encontraba blindada frente a un intento de toma de control por parte de otra petrolera. El Estado nacional tenía el 20% de las acciones (cuya venta estaba prohibida por ley) y derecho a veto sobre un cambio de control. El estatuto de la empresa establecía que cualquier accionista que quisiera controlar más del 14,99% de las acciones debía realizar una oferta pública de adquisición por toda la empresa, a pagarse en efectivo y al precio más alto resultante de una serie de cálculos alternativos definidos en la propia norma.

Desde 1990, YPF era comandada por José "Pepe" Estenssoro, quien tenía trato directo con Menem y había conducido la reestructuración de la empresa, su privatización y su expansión internacional. Para hablar de YPF con el gobierno, antes había que hablar con Estenssoro.

Durante 1995, dos acontecimientos alimentaron las esperanzas de los españoles de quedarse con YPF. Como consecuencia del efecto Tequila, el oficialismo impulsó la sanción de la ley 24.474, que redujo a una sola acción el mínimo de participación accionaria del Estado en la empresa. Las acciones fueron asignadas al Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial -utilizado para respaldar a los bancos provinciales durante la crisis-, y la ley 24.623 autorizó al Ejecutivo a venderlas o disponer de ellas de cualquier otra forma.

El 5 de mayo de ese mismo año, Estenssoro viajaba a Ecuador acompañado por altos funcionarios de la petrolera chilena ENAP cuando sufrió un accidente de aviación que

le costó la vida. Luego de unos meses de transición, Roberto Monti fue designado al frente de YPF. La designación de Monti, un ingeniero argentino con una amplia y exitosa trayectoria internacional, fue bien recibida en los mercados financieros y en el mundo petrolero. El nuevo CEO, sin embargo, carecía de los contactos políticos locales que tenía Estenssoro y no hizo esfuerzos por cultivarlos.

El efecto Tequila pasó, y el Estado no llegó a vender las acciones. Pero la autorización legal estaba aprobada. Hacia fines de la década, la economía argentina comenzó a sufrir los embates de la crisis asiática, y Economía, a cargo de Roque Fernández, aceleró la venta de las participaciones accionarias del Estado para reforzar los alicaídos ingresos fiscales.

El trámite administrativo para la venta de las acciones de YPF se inició en la Subsecretaría de Bancos y Seguros del Ministerio de Economía el 17 de abril de 1998. El esquema fue planteado respetando la filosofía de la privatización de 1993: venta atomizada de las acciones en las principales bolsas del mundo, con el sistema de *book building*. Así, si bien el Estado se retiraba como accionista principal de YPF, se evitaba la toma de control por parte de un grupo petrolero local o extranjero.

Como en procesos similares, se resolvió contratar a una entidad financiera internacional para coordinar la venta de acciones. Economía invitó a 12 entidades de primer nivel a presentar propuestas y fueron preseleccionados seis consorcios. La invitación a cotizar establecía claramente la decisión de privilegiar las ofertas en la Bolsa local y que ningún inversor individual podría recibir más del 5% del total de las acciones puestas en venta.

La oferta más económica fue presentada por Salomon Smith Barney junto con los locales del Banco Francés, controlado por el banco español Bilbao Vizcaya. El proyecto de resolución ministerial para designar a Salomon como banco colocador recibió el visto bueno del área jurídica del ministerio el 3 de julio. Todo estaba listo para iniciar el *road show* por las bolsas del mundo para vender los 70 millones de acciones de YPF.

Pero el *road show* y la venta atomizada no llegarían a realizarse. En Madrid, Repsol había puesto a trabajar a sus principales ejecutivos en la Operación Borges, nombre en clave de un proyecto cuyo objetivo era quedarse con el control de YPF. El 21 de julio, cuando el barril de crudo WTI cotizaba 13,92 dólares y la acción de YPF valía 31, Repsol ofreció a Economía 38 dólares por acción, siempre y cuando la venta se realizara en bloque y Repsol pudiera hacerse con el control de la compañía.

Una semana después, trascendió a la prensa local que Repsol estaba interesada en comprar YPF, y que para eso había contratado al estudio de Roberto Dromi. A fines de julio, la Subsecretaría de Bancos y Seguros corrigió la resolución para adjudicar la contratación del banco coordinador e incluyó un cambio crítico: ahora la venta podía realizarse "mediante aquella modalidad que este ministerio considere más

conveniente". Quedaba abierta la posibilidad de abandonar la venta atomizada para vender las acciones en bloque, como pretendía Repsol.

Con la contratación de Salomon BBV aprobada, pasaron varias semanas en las que el expediente no registró ninguna actividad dirigida a avanzar en la venta. Los precios del petróleo seguían en descenso, deteriorando el valor de YPF en la Bolsa. Pero Repsol insistió, y el 22 de octubre su propuesta para YPF fue presentada al Gabinete en la Casa Rosada. "El rey Juan Carlos me llama cada dos por tres por este tema", dijo en la reunión el presidente Menem, según la crónica periodística publicada al día siguiente.

El 16 de noviembre, Economía comunicó a Monti que el Gabinete nacional había resuelto vender las acciones de YPF en bloque, decisión que sin embargo no constaba en ningún documento formal. El procedimiento elegido era singular: primero se vendía el 14,99% a una compañía energética; luego el Estado acordaba apoyar una moción del comprador para flexibilizar el estatuto de YPF, a fin de permitir la compra con acciones, y también comprometía su autorización para una eventual toma de control. El Estado ya no sólo vendía las acciones de YPF, sino también su voto como titular de la acción de oro, a favor del cambio de control.

El único objetivo era maximizar los ingresos de la venta. El impacto que podía tener en el sector energético el desplazamiento del control a una petrolera internacional no fue siquiera evaluado. Economía sólo parecía estar pensando en las metas trimestrales del programa fiscal acordado con el FMI, cuyo cumplimiento se complicaba en el contexto de la incipiente recesión.

La conducción de YPF, liderada por Roberto Monti, intentó resistir la venta. Para Monti, mediante las promesas de cambiar el estatuto para facilitar una toma de control, Economía pretendía mejorar el valor de la venta a expensas de los demás accionistas de YPF. Su valoración de Repsol como empresa petrolera era pobre. En una reunión con los empleados de YPF en el garaje de la histórica sede central de la avenida Diagonal Norte, Monti afirmó desafiante: "Cuatro gallegos no me van a decir cómo manejar la compañía".

Se barajaron distintas alternativas. YPF analizó recomprar las acciones del Estado con fondos propios para evitar el ingreso de otra firma. Monti se reunió con Oscar Vicente, máximo ejecutivo de la petrolera Perez Companc, para explorar la posibilidad de comprar las acciones en el contexto de una fusión de ambas compañías, pero no llegaron a un acuerdo. Asesores del CS First Boston desembarcaron en Buenos Aires recomendando acciones defensivas habituales en los manuales *anti*- takeover del mercado americano, pero descabelladas en el contexto político argentino.

A fines de noviembre, Economía invitó a cotizar a 16 empresas petroleras. Pese a la complejidad del contrato de venta, que incluía el compromiso de los votos del Estado,

sólo se otorgaron dos semanas para manifestar interés en el proceso, y tan sólo cinco compañías quedaron en carrera.

El 5 de enero de 1999 se estableció un precio base de 38 dólares por acción. En esos días, el barril de crudo WTI había caído a 12 dólares, y la acción de YPF valía 29 dólares. Aunque Salomon Smith Barney sugirió un rango inferior de precios, Economía decidió mantener el valor de 38 dólares por acción que había ofrecido Repsol.

El procedimiento de apertura de ofertas quedó claramente detallado en una resolución ministerial. Los representantes de las cinco empresas autorizadas para cotizar debían concurrir al ministerio, en donde representantes del Gobierno escribirían el nombre de cada oferente en un papel que sería colocado dentro de un sobre sellado e introducido en una urna. Luego se irían retirando al azar los sobres de la urna, para que las empresas entregaran en ese orden los sobres con su oferta económica.

La apertura de ofertas fue fijada para el 20 de enero de 1999. Una semana antes, Brasil había cedido a la presión de los mercados con una devaluación de su moneda, agravando las perspectivas económicas de la Argentina.

Ese miércoles 20 resultó un día de suerte para Repsol. No sólo se encontró con la ausencia total de competidores, sino que el sorteo previsto la favoreció ubicándola en el último lugar en la lista de presentación de ofertas. Así, la empresa pudo saber que su oferta sería la única antes de presentarla. Naturalmente, Repsol se limitó a ofrecer el precio base de 38 dólares. Años después, todavía se comentaba en los pasillos de la sede del Paseo de la Castellana que había otro sobre con una oferta mayor pensada para un escenario de competencia, y que ese "golpe de suerte" en el orden de prelación les ahorró a los españoles unos cuantos cientos de millones de dólares.

La falta de competidores y el mecanismo de presentación de ofertas levantaron todo tipo de sospechas, y la operación quedó ensombrecida por denuncias de corrupción. María Eugenia Estenssoro, hija del histórico presidente de YPF, caracterizó a la venta como "el último gran acto de corrupción de la gestión menemista". Las sospechas se extendieron al otro lado del Atlántico. En octubre de 2004, cuando Antonio Brufau desplazó a Cortina de la presidencia de Repsol, el diario El Mundo, de Madrid, señaló que para convencer a Cortina de retirarse sin dar pelea fue necesario "sacar a relucir determinada documentación comprometedor relacionada, al parecer, con la compra de YPF".

Lo cierto es que Repsol ya era el dueño del 14,99% de las acciones de YPF. Ahora necesitaba hacerse con el control de la empresa, y rápido. La Operación Borges se desarrolló con tres líneas de trabajo: un escenario de acuerdo amistoso con la cúpula de YPF; el segundo, en el que se lograba imponer un cambio de estatuto y se tomaba el control de la compañía mediante un intercambio de acciones, y el escenario menos conveniente en el que para controlar YPF, Repsol debía respetar los estatutos vigentes y

ofertar por toda la compañía. En este último caso, Repsol requería de un fuerte endeudamiento para financiar la operación.

Con la ayuda del Ministerio de Economía -la insólita designación de Cortina como representante del Estado argentino en YPF-, Repsol se hizo presente en la reunión del directorio del 2 de febrero. Cuando llegaron al 8° piso de la sede central, recibieron señales claras de que no eran bienvenidos: fueron obligados a apagar sus cigarrillos para respetar la prohibición de fumar.

Cortina se tomó varias horas para presentar su propuesta de integración "amistosa", incluido el proyecto de modificación de los estatutos para posibilitar un intercambio de acciones. El ofrecimiento incluía el nombramiento de Monti en el Consejo de Administración de Repsol, pero fue rechazado en forma tajante por el CEO de YPF y por los directores representantes de las acciones cotizando en la Bolsa. El directorio de YPF condicionó cualquier trabajo conjunto con Repsol a la firma de un acuerdo en el que ambas firmas se comprometieran recíprocamente a no intentar una toma de control sobre la otra durante dos años y medio, acuerdo que los españoles no podían firmar.

Repsol desplegó sus contactos locales e internacionales para presionar a los directores de YPF, a fin de alcanzar la mayoría para que se aceptase la propuesta de cambio de estatuto. Pero Monti, quizá convencido de que Repsol no iba a conseguir el financiamiento para ofertar por toda la empresa, logró abroquelar al directorio en torno al rechazo de la propuesta.

El 27 de abril se realizó la Asamblea Anual de YPF y no hubo cambios al estatuto. La acción cotizaba alrededor de los 35 dólares, por debajo del precio pagado al Estado en enero. Los escenarios más benignos para Repsol se habían cerrado, y sólo quedaba abierta la opción de ofertar por toda la empresa.

El 30 de abril de 1999, Repsol anunció la oferta pública de adquisición por el total de acciones de YPF a un precio unitario de 44,78 dólares por acción, de acuerdo con lo exigido en el estatuto de la empresa. Prácticamente todos los accionistas de YPF locales e internacionales, incluidos el Estado nacional con el 5% remanente, y la provincia de Santa Cruz, aceptaron la oferta y vendieron sus acciones. A un costo de 15.000 millones de dólares, la Operación Borges había sido completada. La imposibilidad de modificar el estatuto había provocado un endeudamiento excesivo, que condicionaría las decisiones de inversión de Repsol durante varios años.

A 92 años de su creación, YPF había caído bajo el control una petrolera internacional, y las oficinas de las posiciones gerenciales más importantes fueron poblándose de directivos españoles.

La etapa Repsol en YPF duraría casi trece años. En la mañana del lunes 16 de abril de 2012, con más pena que gloria, los directivos españoles serían bruscamente desalojados de la nueva sede central de YPF en Puerto Madero, mientras el gobierno argentino anunciaba la expropiación de sus acciones y la inmediata intervención de la empresa.

© La Nacion