



**EL FRACASO DE LA COMBINACION ENTRE  
EXTRANJERIZACION Y ARGENTINIZACION  
YPF - REPSOL**

**Historia de un vaciamiento  
Comentarios sobre el balance de la empresa**

**Claudio Lozano  
Diputado Nacional**

De los algo más de 33 millones de metros cúbicos de producción anual de petróleo, YPF representa el **34%**, seguido por Pan American Energy con el 20% y Petrobras con el 7%. Y de los más de 45 millones de metros cúbicos de producción anual de gas, YPF representa el **23%**, por detrás de Total Austral con el 30% y por encima de Pan American con el 12%. Además, YPF representa el 20% de los activos de Repsol al 31/12/11.

Analizaremos la evolución del balance y estado de resultados de YPF desde el 2007 (último año de control “puro” de Repsol) hasta el 2011 (período de ingreso de nuevos accionistas). En el período analizado las producciones de petróleo y gas total cayeron un 12%.

**BALANCE SIMPLIFICADO DE YPF  
(EN MILLONES DE U\$S)**

<b>EJERCICIO</b>	<b>ACTIVO TOT</b>	<b>PASIVO TOT</b>	<b>PATRIMONIO NETO</b>
2007	12020	3799	8221
2008	11262	5396	5866
2009	10518	5588	4930
2010	11618	6870	4748
2011	12824	8487	4337

**ESTADO DE RESULTADOS DE YPF  
(EN MILLONES DE U\$S)**

<b>EJERCICIO</b>	<b>VENTAS</b>	<b>GANANCIA</b>	<b>DIVIDENDOS PAG</b>
2007	9181	1289	744
2008	10050	1049	2676
2009	8961	910	1279
2010	11013	1444	1109
2011	13124	1226	1288

La ganancia es después de impuestos. Del 2008 en adelante se pagaron entre 700 y 800 millones de U\$S de Imp. Ganancias

Las primeras conclusiones que se pueden sacar de estos números son las siguientes:

- 1) entre 2008 y 2011 las ventas de YPF subieron un 43% a pesar de la importante caída en la producción. Esto por el incremento del precio internacional del petróleo como el del precio interno de la nafta.
- 2) Las ganancias de la empresa se mantuvieron relativamente constantes pese al aumento de las ventas. Sí hubo un incremento del pago de dividendos (por los acuerdos de la compra de acciones por parte de Petersen). El acuerdo de ingreso del Grupo Petersen obligaba a YPF a distribuir al menos el 90% de las ganancias netas declaradas por 10 años.
- 3) El patrimonio neto en 2011 cae a casi la mitad que en 2008, básicamente por el exponencial aumento del endeudamiento. Mientras el activo total aumentó en el período el 6,7%, el pasivo total lo hizo en un 123%. Y el patrimonio neto representa la mitad del pasivo, siendo un caso singular de empresa petrolera en el mundo con ese ratio. A valores de hoy (U\$S 14 la acción) el pasivo representa el 154% de la capitalización bursátil.

Hay que mencionar que entre 2000 y 2007, previo al ingreso del socio local, YPF distribuyó dividendos por casi U\$S 7900 millones, con una utilidad en el período de U\$S 10724 millones. O sea que casi un 74% de de las utilidades contables se remitieron a Repsol en efectivo. Tras el ingreso de Petersen en 2008 la política de dividendos se intensificó tanto por la necesidad del grupo minoritario de pagar sus acciones con dividendos como de Repsol de reducir su exposición (además de vender a Eskenazi el 25,46% de la compañía en dos tramos vendió entre 2010 y 2011 más del 17% en el mercado). En el período 2008-2011 las utilidades fueron de U\$S 4629 millones, y los dividendos pagados de U\$S 6352 millones, o sea una relación del **137%**. Si se analiza el período total (2000-2011) la relación dividendos/utilidades alcanza al **92%**, bien por encima de los dividendos pagados por compañías similares en el mercado de capitales (un 30%). Si bien el vaciamiento se aceleró los últimos años, el fenómeno se reproduce desde el origen.

Como vimos, desde el 2007 el patrimonio neto se redujo un 47,5%, principalmente por el aumento del endeudamiento de corto tomado para hacer frente a la caja requerida para pagar el monto de dividendos acordados. Esa necesidad de efectivo implicó un deterioro en la relación activo corriente/pasivo corriente, que pasó de 1,59 en el 2007 a 0,65 en 2011, mostrando que la compañía debe afrontar deudas de corto plazo superiores al activo disponible.

El capital social de YPF está representado por 393.312.793 acciones de valor nominal \$10 y con derecho a un voto. Cotizan en New York y en la Bolsa de Comercio de Bs.As. Al día de hoy la cotización es de **U\$S 14**, por lo que la empresa vale en el mercado U\$S 5500 millones, y el 51% destinado a control estatal U\$S 2800 millones. Para tener una idea de valor, la pretensión de Repsol al valuar su participación en U\$S 10500 millones equivale a un precio de la acción de **U\$S 46,55**.

En 2008, para adquirir el 14,9% de YPF los Eskenazi aportaron U\$S 100 millones y se valieron de un préstamo bancario y otro de Repsol para adquirir ese porcentaje, valuado en U\$S 2235 millones. Según los datos aportados en su momento a la CNV y a la SEC, Petersen Energía, con sede en Australia, recibió un préstamo<sup>1</sup> de U\$S 1018 millones por parte de un pool de bancos (Crédit Suisse, Goldman Sachs, BNP Paribas y Banco Itaú Europa) y otro de U\$S 1015 millones por parte de Repsol. En 2011 el grupo Petersen compra otro 10,56% por U\$S 1400 millones con un esquema similar: U\$S 670 aportados por un pool de bancos (Itaú, Standard Bank, Crédit Suisse, Citi y Santander) y unos U\$S 630 millones de Repsol. Los vencimientos de capital e intereses de estos préstamos se fueron cancelando con la agresiva política de dividendos de la empresa. En mayo de 2012 vence la última cuota del primer préstamo del pool de bancos por U\$S 400 millones y de los intereses del segundo, que tiene vencimiento en el 2016. La deuda actual de Petersen con los bancos es entonces de unos U\$S 1100 millones, y con Repsol de unos U\$S 1800 millones. Los acreedores saben que las acciones en poder de Eskenazi valen hoy menos de la mitad de la deuda.

La estructura accionaria de YPF a fines de 2011 mostraba un 57,43% de Repsol, un 25,46% de Petersen, un 0,02% del Estado Argentino y un 17,11% de floating.

Este floating (% que cotiza en mercados secundarios) tiene su origen a fines del 2010, cuando Repsol decide reducir su exposición y ciertos fondos de inversión (Lazard Asset Management con un 3,20%, Eton Park Capital<sup>2</sup> con el 2,5%, Wellington Management con el 1,25%, Highfields Capital con el 1,01% entre los principales<sup>3</sup>) compran un porcentaje de su participación (alrededor del 9%) entre diciembre de 2010 y abril de 2011. Luego hubo otra colocación por parte de Repsol de un 8%. Luego de todo este proceso, la participación de Repsol en YPF bajó del 75% al 57%. En ese momento la acción llegó a valer U\$S 57,58. Con los U\$S 14 de hoy, la descapitalización bursátil desde los máximos alcanza a U\$S 17140 millones.

---

<sup>1</sup> El costo financiero habría alcanzado el 8,6% anual, tasa ridículamente alta.

<sup>2</sup> Tenedor del 7% de Pampa Energía. También quiso quedarse –no pudo- con el 50% de Transener en el 2006.

<sup>3</sup> Hasta el fondo de George Soros tiene más de 860000 acciones de YPF.

Cobra especial interés el destino del paquete en manos de Petersen, ya que sus acciones están caucionadas a favor de los acreedores (el pool de bancos y Repsol). Hoy ese paquete apenas vale en el mercado unos U\$S 1400 millones, menos del 50% de la deuda que debe afrontar. El acuerdo, además de dejar las acciones en garantía a favor de los acreedores, le da prioridad de cobro a los bancos, por lo que la posición de Repsol pasa a ser más comprometida respecto a la deuda de U\$S 1800 millones que Eskenazi tiene con aquella.

Más allá de la información conocida públicamente, las posiciones en YPF de los fondos de inversión en el exterior alcanzan a 16,84%. Si se dice que el floating es del 17,11%, significa que en la Bolsa Argentina cotiza sólo el 0,27% de las acciones de la empresa. Como esto no parece razonable, la conclusión es que Repsol contaría con menos porcentaje que el 57,43% que se declara.

Por otra parte, de acuerdo al estatuto de la empresa cualquier comprador que desee más del 15% de la empresa debe realizar una OPA (Oferta Pública de Adquisición) por el 100% de las acciones. Esto se plantea para respetar los intereses de los accionistas minoritarios en caso de una toma hostil de control. No es el caso del proyecto de estatización, que sólo contempla las acciones de Repsol, no quedando en claro el futuro del paquete de Petersen y el de los accionistas de bolsa. Y esta operación tiene un antecedente: cuando el Grupo Petersen compró el 14,9% de YPF en 2008, tuvo que lanzar una OPA para quedarse con la totalidad de la compañía. Pero como el único accionista era Repsol, simplemente fue un paso formal. En este contexto es distinto por la atomización del paquete accionario.

El hecho de mantener la estructura de sociedad anónima en la empresa post-estatización no es neutro en términos operativos: las acciones que “flotan” en el mercado determinan la obligación por parte de la empresa de informar trimestralmente la situación y movimientos con balances auditados. Y los controles en la SEC son estrictos en cuanto a la consistencia de los datos. Además, el precio de esas acciones mostrará la percepción del mercado sobre el desempeño a mediano plazo de la petrolera.

Respecto a las deudas de YPF, se observa un aumento exponencial los dos últimos años en el tramo corto. Los préstamos de bancos de capital nacional y extranjero alcanzan los U\$S 3000 millones. El problema es que las deudas contraídas tienen una cláusula gatillo (covenant) que prevé que ante un cambio material adverso en la naturaleza accionaria de la empresa, esta debe acelerar la cancelación de los préstamos. Y estos covenants<sup>4</sup> no sólo figuran en las deudas bancarias sino en los prospectos de la Obligaciones Negociables.

---

<sup>4</sup> Un acuerdo entre un prestamista que ofrece recursos financieros a un deudor y por el cual este se compromete a ejecutar determinados actos estipulados.

Según números del BCRA, YPF mantiene una deuda con el banco Nación de \$840 millones, con el Macro y el Galicia en conjunto de \$1000 millones, Con el Francés de \$400 millones y con el Santander Río de \$374 millones. Hasta el Hipotecario es acreedor de \$200 millones. No todos los préstamos con la banca tienen la misma naturaleza. Los cross-border son gestionados por una entidad local y desembolsados por la matriz. Como la tasa de interés que se cobra por el préstamo está sujeta al impuesto a las ganancias, el tomador debe pagar tasa y alícuota del impuesto. En el caso de préstamo de entidad local, sólo debe pagar la tasa de interés.

En el caso de las ON la cláusula dice que en caso de cambio de control de la empresa, esta debe reintegrar el dinero de TODAS las emisiones realizadas. El tenedor de bonos tendrá el derecho de requerir el rescate total o parcial de su tenencia en ON a un precio de rescate igual al 101% de su valor nominal más los intereses devengados e impagos.