



UNIVERSIDAD
NACIONAL DE
SAN MARTÍN



INSTITUTO DE
ALTOS ESTUDIOS
SOCIALES

Especialización energética y financiarización: estrategias, desempeño y trayectoria de Pampa Energía (2004-2015)

Tesis para optar por el título de Magister en sociología económica

LEANDRO EZEQUIEL NAVARRO ROCHA

Director: Dr. Alejandro Gaggero

Co director: Dr. Esteban Serrani

Octubre 2019

Agradecimientos

Esta tesis no hubiese sido posible sin el apoyo financiero brindado por la Universidad de Buenos Aires y el Estado nacional mediante el otorgamiento de una beca doctoral. Promover la ciencia y la educación de calidad es una de nuestras tareas fundamentales en este camino.

La Universidad Nacional de San Martín, y en particular su Instituto de Altos Estudios Sociales también cumplieron un rol fundamental en el tránsito que lleva a la producción de esta tesis. La maestría en Sociología económica, su propuesta programática y quienes integran su cuerpo docente me permitieron completar la formación realizada durante la licenciatura en Sociología, motivaron la construcción de problemáticas y preguntas de investigación y sugirieron caminos a seguir, siempre con la mejor predisposición.

La UNSAM también es parte fundamental de este recorrido por un motivo adicional, pero no menos importante: ser la sede del Centro de Estudios Sociales de la Economía. Las compañeras y compañeros, becarios e investigadores que lo integran, en particular quienes forman parte de la oficina 12 del campus Miguelete, se convirtieron a lo largo de este recorrido en una referencia clave para las dudas que surgieron, así como para el aliento en los momentos que la escritura se hacía cuesta arriba.

Agradezco a mis directores Alejandro Gaggero y Esteban Serrani por el camino compartido juntos, por haber estado abiertos a mis dudas y preguntas, incluso a los desacuerdos, menores, pero que existieron. A diferencia de las condiciones en las que muchas veces se escriben las tesis, el trato cercano que tuvimos a lo largo de todo el camino resultó clave para enfrentar las dificultades que son inherentes a todo proceso de investigación.

En “Una invitación a la sociología reflexiva”, Pierre Bourdieu destaca que, si nuestra tarea como científicos sociales consiste en traducir problemas altamente abstractos en operaciones científicas totalmente prácticas, no hay manera de

dominar los principios de la práctica científica, que la de practicarlos junto a un guía que nos dé seguridad y tranquilidad, que establezca ejemplos y nos corrija. Tanto Alejandro como Esteban cumplieron este rol en la producción científica de la cual esta tesis es parte.

Agradezco también a quienes forman parte de la Facultad de Ciencias Sociales de la Universidad de Buenos Aires, mi primer hogar académico, donde no sólo realicé la licenciatura sino también hice mis primeras armas en la investigación allá por los años 2009-2010.

Agradezco a mi directora de beca doctoral, Ana Castellani, por haber aceptado dirigirme.

Agradezco a mis amigos y amigas, particularmente con quienes comparto la pasión por la sociología y las Ciencias Sociales: Martín, Joaquín, Andrés, Delfina, Lucía, Mariana, Julieta. Con ellas y ellos atravesé gran parte de la cursada de la carrera. Con la mayoría compartimos también el ser becarios. Todos y todas fueron un apoyo fundamental para haber llegado hasta acá, acompañando tanto las inquietudes como las dificultades y alegrías que trae el ser becarios y becarias de investigación.

Agradezco a mi padre y a mi madre, Isabel y Juan, y a mi hermana, Salomé, quienes pese a no entender todavía muy bien a qué me dedico, apoyaron todas mis decisiones, se alegraron enormemente cuando conseguí una beca doctoral y siguieron cada paso de la escritura de la tesis.

Agradezco por último a Silvina, primera lectora de todos mis borradores, rigurosa correctora e inquisidora profunda de cada línea de esta tesis, pero sobre todo quién me acompañó en cada paso de esta investigación con profundo cariño, entusiasmo, confianza y amor.

Buenos Aires, 28 de septiembre de 2019

Resumen

Los cambios macroeconómicos e institucionales que se produjeron tras el fin de la convertibilidad vigente hasta el año 2001 dieron lugar a una serie de transformaciones en la elite económica local. Si bien durante esta nueva etapa se profundizaron algunos de los rasgos característicos del período anterior, eso no impidió el surgimiento y/o la consolidación de nuevos grupos económicos nacionales, entre los que se encontró Pampa Energía.

El objetivo general de la tesis será analizar la conformación y la trayectoria del grupo Pampa Energía durante la posconvertibilidad. Los objetivos específicos serán: analizar las estrategias y la inserción sectorial del grupo Pampa Energía en el período 2004-2015 y examinar el desempeño que tuvieron el grupo y las empresas que controla.

Proponemos como hipótesis que durante la posconvertibilidad Pampa Energía se consolidó como grupo económico de cartera, especializado en el sector energético, en base a dinámicas de acumulación propias del mundo financiero.

La estrategia metodológica que se empleó combinó el uso de fuentes documentales junto a herramientas provenientes de la estadística descriptiva, realizando un estudio de caso. Las fuentes utilizadas fueron diarios de tirada nacional y prensa especializada, documentos elaborados por las entidades empresariales, información disponible en la autopista financiera de la Comisión Nacional de Valores e información bursátil procedente de Bolsas y Mercados Argentinos y la New York Stock Exchange.

Palabras claves: Grupos económicos, Estado, energía, financiarización

Índice

| | |
|---|-----------|
| Índice de cuadros y gráficos | 6 |
| Listado de siglas | 11 |
| INTRODUCCIÓN | 15 |
| CAPÍTULO I Los estudios sobre empresas y empresarios: perspectivas teóricas y analíticas | 23 |
| 1.1. La nueva sociología económica y los estudios sobre empresas y empresarios | 24 |
| 1.2. Periferia y grupos económicos | 26 |
| 1.3. La conformación de las estrategias empresariales | 30 |
| 1.4. Estado y empresas en la organización de los mercados | 33 |
| 1.5. Repensando la acción económica | 39 |
| 1.6. Financiarización de las empresas no financieras | 44 |
| 1.7. Conclusiones del capítulo | 45 |
| CAPÍTULO II El sector de energía eléctrica entre la convertibilidad y la posconvertibilidad: reconfiguración de la actividad e ingreso de nuevos actores | 48 |
| 2.1. Privatización y creación de un nuevo mercado de energía eléctrica..... | 48 |
| 2.1.1. El nuevo marco regulatorio del sector | 51 |
| 2.1.2. La comunidad de negocios en el sector de energía eléctrica | 57 |
| 2.1.3. La retirada de los grupos económicos locales y el fortalecimiento del capital extranjero | 61 |
| 2.2. El sector energético bajo el nuevo contexto institucional y macroeconómico | 64 |
| 2.2.1. Los cambios regulatorios..... | 65 |
| 2.2.2. Transferencia de capital y cambio de mano en las empresas de energía eléctrica | 67 |
| 2.2.2.1. La retirada (parcial) del capital extranjero | 68 |
| 2.2.2.2. La aparición de nuevos capitales locales..... | 73 |
| 2.2.3. Los cambios en la propiedad de las empresas durante la posconvertibilidad | 78 |
| 2.3. Conclusiones del capítulo | 82 |

| | |
|---|------------|
| CAPÍTULO III La apuesta por el sector de energía eléctrica. Surgimiento y consolidación de Pampa Energía | 84 |
| 3.1. La elite económica tras la salida del régimen de convertibilidad..... | 85 |
| 3.2. Pampa Energía, un nuevo actor en el sector de energía eléctrica..... | 91 |
| 3.2.1. De la generación a la distribución, el avance de Pampa Energía en el sector..... | 93 |
| 3.3. Entre lo político y lo económico: la elaboración de una estrategia corporativa | 112 |
| 3.4. Conclusiones del capítulo | 116 |
| CAPÍTULO IV Pampa Energía como grupo de cartera: control corporativo financiero y desempeño económico | 119 |
| 4.1. Grupo de cartera y financierización..... | 120 |
| 4.1.1. Renegociación de deudas y valorización patrimonial | 122 |
| 4.1.2. Control corporativo financiero | 124 |
| 4.1.3. Inversiones de capital e inversiones financieras..... | 132 |
| 4.2. Desempeño de Pampa Energía | 141 |
| 4.2.1. La participación en la cúpula empresarial..... | 144 |
| 4.2.2. El desempeño de las empresas del grupo..... | 147 |
| 4.3. Conclusiones del capítulo | 155 |
| CONCLUSIONES | 158 |
| ANEXO I. CUADROS Y GRÁFICOS | 168 |
| BIBLIOGRAFÍA | 183 |
| FUENTES..... | 199 |

Índice de cuadros y gráficos

| | |
|---|----|
| Cuadro II-1 Cambios en el sector de energía eléctrica entre los períodos previo y posterior a las reformas de mercado | 57 |
| Cuadro II-2 Participación de grupos económicos locales en la privatización del sector de energía eléctrica | 59 |
| Cuadro II-3 Participación de empresas de capital extranjero en la privatización del sector de energía eléctrica | 60 |
| Cuadro II-4 Participación de bancos y fondos de inversión en la privatización del sector de energía eléctrica | 61 |
| Cuadro II-5 Transferencias de capital realizadas por los principales grupos económicos locales en el sector de energía eléctrica, 1994-2001 | 64 |
| Cuadro II-6 Transferencias de capital realizadas por empresas extranjeros en el sector de energía eléctrica, 2001-2006 | 69 |
| Cuadro II-7 Participación de nuevos grupos locales en el sector de energía eléctrica durante la posconvertibilidad..... | 75 |
| Cuadro II-8 Distribución de las empresas de energía eléctrica y sus ventas al interior de la cúpula empresarial argentina* según tipo de accionista predominante** (1995, 1999, 2002, 2007, 2011, 2015) | 76 |
| Gráfico II-1 Evolución de la propiedad de las empresas de generación de energía eléctrica, años 2001-2015 | 79 |
| Cuadro II-9 Evolución de la propiedad de las empresas transportistas de energía eléctrica según accionista predominante, años 2001-2015..... | 80 |
| Gráfico II-2 Evolución de la propiedad de las empresas de distribución de energía eléctrica, años 2001-2015 | 81 |
| Gráfico III-1 Tasa anual acumulativa de los principales sectores económicos. En porcentajes. Períodos 1993-2001, 2002-2007, 2008-2015 | 86 |

| | |
|--|-----|
| Cuadro III-1 Distribución de las empresas, las ventas, las exportaciones y el saldo comercial de las firmas de la cúpula empresaria local* según el tipo de accionista predominante**, 2001, 2007 y 2014 (en valores absolutos, porcentajes y millones de dólares) | 89 |
| Cuadro III-2 Flujos de IED en la Argentina por sector, 1992-2015 (participación en porcentaje) | 90 |
| Cuadro III-3 Principales agentes privados en el segmento de distribución de energía según MWh de energía comprada en SPOT + MA y origen del capital, años 2002, 2005 y 2011..... | 99 |
| Cuadro III-4 Participación en el mercado de los principales agentes privados en el segmento de generación de energía según potencia instalada y origen del capital, años 2005 y 2011..... | 101 |
| Cuadro III-5 Producción de gas natural en MMm3 de Petrolera Pampa en relación a la producción total, años 2011-2014 | 104 |
| Gráfico III-2 Producción y reservas comprobadas de gas natural, años 1989, 2015, en millones de m3 | 105 |
| Cuadro III-6 Accionistas y empresas a las que distribuye gas TGS | 107 |
| Cuadro III-7 Empresas adquiridas por Pampa Energía -en millones de dólares- tipo de participación accionaria y año de adquisición | 109 |
| Cuadro III-8 Organigrama de Pampa Energía y sus empresas según sector | 110 |
| Gráfico IV-1 Patrimonio neto de Edenor y Transener. Años 2002-2007. (En millones de dólares corrientes)..... | 123 |
| Cuadro IV-1 Cargos y empresas donde se desempeñan los principales directivos del grupo Pampa Energía | 125 |
| Gráfico IV-2 Cotización de las empresas del grupo Pampa Energía, del sector de energía eléctrica, de las empresas de servicios públicos y del Índice Merval, en dólares, años 2006-2015 (base 100=2006)..... | 129 |

| | |
|---|-----|
| Cuadro IV-2 Distribución de dividendos y adquisición de acciones propias según patrimonio neto. Años 2007-2015 | 131 |
| Cuadro IV-3 Cantidad y monto de ON emitidas por Pampa Energía y sus empresas controladas, años 2006-2015 | 133 |
| Cuadro IV-4 Ratios de solvencia y endeudamiento de Pampa Energía, 2006-2015 | 135 |
| Gráfico IV-3 Evolución de la inversión de Pampa Energía, 2006-2015 en millones de dólares corrientes | 137 |
| Cuadro IV-5 Empresas de distribución de energía eléctrica vendidas por Pampa Energía..... | 140 |
| Gráfico IV-4 Distribución de ventas según segmento del grupo Pampa Energía | 142 |
| Cuadro IV-6 Evolución de las ventas, las utilidades y la rentabilidad sobre ventas del grupo Pampa Energía, del sector de energía eléctrica y de la cúpula empresarial 2006-2015, en millones de dólares corrientes y porcentajes | 143 |
| Gráfico IV-5 Participación de las empresas de energía eléctrica en la cúpula empresarial argentina*, 1993-2015 | 146 |
| Cuadro IV-7 Evolución de las empresas de los grupos Pampa Energía y SADESA en la cúpula empresarial, 2007-2015 | 147 |
| Cuadro IV-8 Rentabilidad según patrimonio (ROE) de Central Loma La Lata, Central Térmica Güemes y promedio del sector de generación de energía eléctrica, años 2007-2015 | 149 |
| Cuadro IV-9 Rentabilidad según patrimonio (ROE) de Edenor, de las distribuidoras del AMBA y del sector de distribución de energía eléctrica, años 2006-2015..... | 150 |
| Gráfico IV-6 Evolución de la tarifa de energía eléctrica de usuarios residenciales en dólares corrientes, para Edenor, Edemsa, Epe y Epec, años | 153 |
| Cuadro IV-10 Ventas, utilidades y rentabilidad según patrimonio (ROE) de Transener en dólares corrientes, años 2005-2015..... | 155 |

Anexo

| | |
|--|-----|
| Cuadro 0.1 Principales empresas de generación de energía eléctrica privatizadas | 168 |
| Cuadro 0.2 Evolución de la propiedad de las principales empresas de generación de energía eléctrica durante la posconvertibilidad | 170 |
| Cuadro 0.3 Privatización de empresas transportadoras de energía eléctrica | 171 |
| Cuadro 0.4 Evolución de la propiedad de las empresas transportadoras de energía durante la posconvertibilidad..... | 172 |
| Cuadro 0.5 Principales empresas de distribución de energía eléctrica privatizadas | 173 |
| Cuadro 0.6 Evolución de la propiedad de las empresas de distribución de energía eléctrica privatizadas durante la posconvertibilidad | 175 |
| Cuadro 0.7 Tipo de participación accionaria de los grupos económicos locales en las empresas privatizadas de energía eléctrica..... | 176 |
| Cuadro 0.8 Potencia instalada según tipo de generación, en MWh. Años 1992-2015 | 177 |
| Gráfico 0.1 Evolución del PBI y la demanda de energía eléctrica, años 2002-2015 | 178 |
| Gráfico 0.2 Precio medio anual y spot de la energía eléctrica, en U\$S/MWh | 178 |
| Gráfico 0.3 Evolución Longitudes de las líneas de alta tensión y distribución troncal, en porcentajes. (1994=100) | 179 |
| Gráfico 0.4 Capital accionario de Pampa Energía..... | 179 |
| Gráfico 0.5 Capital accionario de Edenor..... | 180 |
| Gráfico 0.6 Capital accionario de Transener | 180 |
| Gráfico 0.7 Capital accionario de TGS..... | 181 |

| | |
|--|-----|
| Cuadro 0.9 Evolución de los subsidios a la energía en millones de dólares corrientes. Años 2005-2015 | 182 |
|--|-----|

Listado de siglas

ADEERA – Asociación de Distribuidores de Energía Eléctrica de la República Argentina

AEI – Ashmore Energy International

AES – Applied Energy Services

ATEERA – Asociación de Transportistas de Energía Eléctrica de la República Argentina

BCBA – Bolsa de Comercio de Buenos Aires

CAMMESA – Compañía Administradora del Mercado Eléctrico Mayorista

CEADE – Cámara de Empresarios Argentinos de la Energía

CEDERA – Cámara de Energía de la República Argentina

CEPAL – Comisión Económica para América Latina

CFO – Chief Financial Officer

CIADI – Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones

CNDC – Comisión Nacional de Defensa de la Competencia

CNV – Comisión Nacional de Valores

DISTROCUYO S. A. – Empresa de Transporte de Energía Eléctrica por Distribución Troncal de Cuyo S. A.

EDESUR S.A. – Empresa Distribuidora Sur S. A.

EDENOR S.A. – Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A.

EDELAP – Empresa Distribuidora de La Plata S.A.

EDERSA – Empresa de Energía Rio Negro S.A.

EDET – Empresa de Distribución Eléctrica de Tucumán S.A.

EDESA – Empresa Distribuidora de Electricidad de Salta S.A.

EDESAL – Empresa Distribuidora de Energía de San Luis S.A.

EDESE – Empresa Distribuidora de Electricidad de Santiago del Estero

EDEMESA – Empresa Distribuidora de Energía de Mendoza S.A.

EDEN S.A. – Empresa Distribuidora de Energía Norte S.A.

EDES S.A. – Empresa Distribuidora de Energía Sur S.A.

EDEA S.A. – Empresa Distribuidora de Energía del Atlántico S.A.

EDEER S.A. – Empresa Distribuidora de Electricidad de Entre Ríos S.A.

EDELAR – Empresa Distribuidora de Electricidad de La Rioja S.A.

EDECAT – Empresa de Energía Catamarca

EDEFOR – Empresa Distribuidora de Electricidad de Formosa S.A.

EDF – Électricité de France International

ENARGAS – Ente Nacional Regulador del Gas

ENARSA – Energía Argentina S.A.

ENDESA – Empresa Nacional de Electricidad S.A.

ENEL – Ente nazionale per l'energia elettrica

ENRE – Ente Nacional Regulador de la Electricidad

EJESA – Empresa Jujeña de Energía S.A.

EPE – Empresa Provincial de la Energía de Santa Fe

EPEC – Empresa Provincial de Energía de Córdoba

FOCEDE – Fondo de Obras de Consolidación y Expansión de Distribución Eléctrica

GENELBA – Generación Eléctrica Buenos Aires

HIDRONOR – Hidroeléctrica Norpatagónica Sociedad Anónima

IED – Inversión Extranjera Directa

INDEC – Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

IRSA – Inversiones y Representaciones S.A.

MEM – Mercado Eléctrico Mayorista

MINPLAN – Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios

MMC – Mecanismo de Monitoreo de Costos

NYSE – The New York Stock Exchange

ON – Obligaciones negociables

Petrobras – Petróleos Brasileños

PUREE – Programa de Uso Racional de la Energía Eléctrica

ROE – Rentabilidad según patrimonio

RTI – Revisión Tarifaria Integral

SA – Sociedad Anónima

SADESA – Sociedad Argentina de Energía S.A.

SEC – Security and Exchange Commission

SEGBA – Servicios Eléctricos del Gran Buenos Aires

SIDE – Secretaría de Inteligencia del Estado

TBI – Tratados bilaterales de inversión

TGN – Transportadora de Gas del Norte

TGS – Transportadora de Gas del Sur

TRANSENER – Compañía de Transporte de Energía Eléctrica en Alta Tensión
Transener SA

TRANSNOA S. A. – Empresa de Transporte de Energía Eléctrica por Distribución Troncal del Noroeste Argentino S. A.

TRANSPA S.A. – Empresa de Transporte de Energía Eléctrica por Distribución Troncal de la Patagonia S. A.

TRANSNEA S.A. – Empresa de Transporte de Energía Eléctrica por Distribución Troncal del Noreste Argentino

TRANSBA S.A. – Empresa de Transporte de Energía Eléctrica por Distribución Troncal de la Provincia de Buenos Aires Transba S.A.

UNIREN – Unidad de Renegociación y Análisis de Contratos de Servicios Públicos

YPF – Yacimientos Petroleros Fiscales

INTRODUCCIÓN

El peso de los grandes grupos económicos en la historia argentina reciente los coloca como actores centrales para entender la dinámica política y económica del país. Su centralidad en la estructura productiva, los efectos macroeconómicos derivados de sus decisiones de inversión y sus vínculos con el poder político de turno, brindan algunas pautas acerca de la importancia de llevar adelante su estudio. La vinculación más reciente de estos grupos con tendencias globales como la financiarización de las empresas no financieras agrega un nuevo aliciente para adentrarnos en su investigación. Este último es un camino tan relevante como poco explorado.

El trabajo que sigue a continuación aborda el estudio de uno de estos grupos económicos, Pampa Energía, que pasó a ocupar un lugar central en los distintos segmentos de la actividad de energía eléctrica en Argentina durante el período 2004-2015. El contexto macroeconómico e institucional resultante tras el fin de la convertibilidad (capital extranjero en retirada, desindexación de tarifas y política pública favorable al ingreso de actores locales en los servicios públicos), brindó las condiciones para que Pampa Energía se transformara en uno de los representantes más destacados de la renovación de la elite empresaria. Este ascenso estuvo relacionado también con prácticas vinculadas al mundo financiero (compra-venta de empresas, búsqueda de apreciación de la acción bursátil a lo largo del tiempo, control corporativo financiero) que ocuparon un lugar central en las estrategias implementadas por el grupo. Entendemos que estas características no son sólo propiedad de Pampa Energía, sino que constituyen una puerta de entrada para analizar y comprender la dinámica actual de los grupos económicos en la Argentina.

El estudio de los grupos económicos en países periféricos ha tenido un importante desarrollo durante las últimas décadas¹ y Argentina no ha sido la

¹ Pese a las diferencias que podamos encontrar al momento de indagar en torno a las características de estas organizaciones, la literatura especializada coincide en que se trata de una particular forma de organización empresarial, predominante en economías periféricas, que presenta conglomeración productiva y escasa separación entre propiedad y control.

excepción. Se destacan en primer lugar, los estudios pioneros de Jorge Schvarzer (1977, 1978 y 1980), así como aquellos referidos al análisis de las consecuencias macroeconómicas de la última dictadura, el proceso de desindustrialización y la conformación de un nuevo bloque de poder a la salida del proceso dictatorial (Azpiazu, Basualdo y Khavisse, 2004). En segundo lugar se ubica el estudio de estas organizaciones durante el proceso de privatización durante los años '90 (Gaggero, 2008 y 2012; Azpiazu y Nochteff, 1994) junto a los vínculos y el lobby trazado con la administración estatal para orientar marcos regulatorios y construir una comunidad de negocios (Abeles, 1999), o sobre el rol que ocuparon durante la salida de la convertibilidad, la fractura al interior del bloque dominante y la puja entre los distintos integrantes de la gran burguesía (Castellani y Schorr, 2004; Basualdo, 2001; Cobe, 2009; Bonnet, 2007; Peralta Ramos, 2007, Cantamutto y Wainer, 2013).

Dentro del estudio de los grupos económicos también se encuentran aquellos que, desde la perspectiva de la historia económica, estudiaron el desarrollo de algunas firmas particulares como Arcor (Barbero et al., 2001; Schorr y Wainer, 2006), Aluar (Rougier, 2011), Siam (Rougier y Schvarzer, 2006) y Techint (Castro, 2008).

Más acá en el tiempo, un último grupo de trabajos se enfocó en el análisis del desarrollo de los grupos nacionales en la posconvertibilidad: se discutió el proceso de industrialización abierto, sus alcances y sus límites (Azpiazu y Schorr, 2010; CENDA, 2010; Herrera y Tavošnanska, 2011; Fernández Bugna y Porta, 2007), la concentración y extranjerización de la economía argentina (Wainer, 2011; Schorr y Wainer, 2014), así como las posiciones estructurales de las distintas fracciones de las clases dominantes (Ortiz y Schorr, 2007).

Partiendo de un esquema de ganadores y perdedores, dentro de esta serie de estudios se investigó la aparición de nuevos actores económicos dentro del panel de empresas líderes. En este sentido, se destacan un puñado de empresas que durante los 2000 pasaron a integrar la cúpula empresarial pero que durante la convertibilidad ocupaban un lugar menor o eran directamente inexistentes. En el

análisis de estos conglomerados se pueden diferenciar distintos tipos de inserción: organizaciones con presencia en la construcción, favorecidas por las desgravaciones impositivas vía regímenes de promoción industrial, o bien centradas en la obra pública y la energía, que terminaron siendo beneficiadas por la argentinización de la propiedad de empresas prestatarias de servicios públicos (Gaggero, Schorr y Wainer 2014). Entre estos nuevos grupos económicos que pasaron a integrar la cúpula empresarial se destaca Pampa Energía.

El *holding* surgió en 2004 como un desprendimiento de la empresa Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima (IRSA) y tuvo un destacado crecimiento en la posconvertibilidad a partir de su inserción en los sectores de generación, transmisión y distribución de energía eléctrica, y en menor medida en petróleo y gas. Pampa Energía buscó aprovechar la retirada parcial del capital extranjero tras el fin de la convertibilidad, comprando empresas con dificultades financieras pero que presentaban posibilidades de recomposición de ganancias a partir de futuros acuerdos tarifarios con el gobierno nacional. Por otro lado, la inserción en sectores no regulados, como la generación de energía eléctrica, se desarrolló al amparo de programas estatales de incentivo a la producción.

Esta estrategia se combinó con una política de distribución de dividendos y recompra de acciones propias para retener a los accionistas, el desarrollo de inversiones mediante endeudamiento apalancado y la compra-venta de empresas.

En efecto, estas cuestiones mencionadas nos van a permitir indagar, a partir de la trayectoria y el desempeño de Pampa Energía, algunas de las características que asumió la elite económica en la posconvertibilidad. Las preguntas que guiarán nuestro trabajo buscan examinar si nos encontramos frente al reemplazo de nuevos grupos que ocupan el espacio vacante dejado por los grupos económicos consolidados décadas atrás, o estamos frente a nuevas dinámicas de acumulación y nuevas formas de estructurar el mundo de los negocios, así como frente a un particular vínculo con el ámbito financiero.

Se busca entonces, realizar una contribución hacia dos áreas de vacancia dejadas por la literatura actual. En primer lugar, un análisis acerca de las

transformaciones al interior de la elite económica durante la posconvertibilidad con la presencia de nuevos grupos económicos, y en particular lo ocurrido en el sector de energía eléctrica.² En segundo lugar, un estudio acerca de la financiarización de las empresas no financieras, cuyo examen incipientemente está comenzando a ser recorrido por diversas disciplinas de las ciencias sociales en Argentina, encontrándose ausente una mirada desde la sociología económica.³

El trabajo aporta evidencia y contribuye al conjunto de investigaciones que, desde diversos campos como la sociología, la economía y la ciencia política han estudiado las relaciones entre Estado, empresas y empresarios.

El objetivo general de la tesis será analizar la conformación y la trayectoria del grupo Pampa Energía durante la posconvertibilidad. Los objetivos específicos buscan analizar las estrategias y la inserción sectorial del grupo Pampa Energía y examinar el desempeño que tuvieron el grupo y las empresas que controla en el período 2004-2015.

Propondremos como hipótesis de trabajo que durante la posconvertibilidad Pampa Energía se consolidó como grupo económico de cartera especializado en el sector energético en base a dinámicas de acumulación propias del mundo financiero.

² Si durante la década de 1990 el sector de energía eléctrica fue profundamente estudiado por los efectos de las privatizaciones en materia de reorganización del mercado (FIEL, 1998; Gerchunoff, Greco y Bondorevsky, 2002; Pistonesi, 2001; Vispo, 1999) y entrada de nuevos actores (Abeles, 1999; Azpiazu y Schorr, 2001; Azpiazu y Basualdo, 2004; Murillo, 2004), el análisis de lo ocurrido en la década siguiente careció de esta centralidad, con las salvedades de un incipiente examen sobre las empresas de distribución (Azpiazu y Bonofiglio, 2006), así como sobre la dinámica sectorial (Kozulj, 2015) y el déficit energético (Goldstein, Kulfas, Margulis, Zack, 2016; Muras, Melamud, Ortolani, Martínez de Vedia y Einstoss, 2015; Serrani y Barrera, 2018), tratándose en la mayoría de los casos de indagaciones de carácter más amplio que incluyen a los sectores petrolero y gasífero, y donde energía eléctrica pasa a tener un lugar secundario, así como estudios de carácter macroeconómico.

³ Podemos destacar los trabajos que han venido realizándose en el último tiempo desde la economía política (Abeles, 2018; Schorr y Wainer, 2018), la sociología urbana (Socoloff, 2015) y la sociología rural (Sosa Varroti y Frederico, 2018). El hecho de que sean todos de reciente publicación marca la relevancia que el tema viene adquiriendo en la agenda de las ciencias sociales.

La estrategia metodológica que se empleó combinó el uso de fuentes documentales junto a herramientas provenientes de la estadística descriptiva⁴, realizando un estudio de caso. Los grupos económicos son definidos operacionalmente como aquellos que controlan bajo una misma estructura de propiedad a seis o más empresas subsidiarias que actúan dentro del país en distintos sectores de actividad (Azpiazu, Basualdo y Khavisse, 2004). Cúpula empresarial es definida a su vez como el conjunto de las 200 empresas de mayor facturación del país, exceptuando las firmas financieras y agropecuarias, salvo las abocadas a la comercialización de granos.

Para llevar adelante el estudio sobre las estrategias y las formas de acción seguidas por Pampa Energía se realizó, mediante herramientas metodológicas cualitativas, un relevamiento de información en medios de comunicación de alcance nacional (Clarín, La Nación, Ámbito Financiero, Página/12 y Cronista Comercial) y se consultaron medios de la prensa especializada (Fortuna, Revista Mercado, Prensa Económica, Apertura).

El relevamiento de estos medios permitió indagar sobre los distintos discursos que estos grupos económicos construyeron, su circulación y sus efectos al momento de evaluar inversiones. Consideramos que las decisiones de los actores económicos son intencionalmente racionales, pero se producen en contextos de incertidumbre (Beckert, 2017).

Se consultó la información institucional del grupo elegido a partir de las respectivas páginas webs de las empresas, los *brochures* y los datos disponibles en la Autopista Financiera de la Comisión Nacional de Valores, junto a los informes y documentos producidos por los organismos estatales de control como el Ente Nacional Regulador de la Electricidad (ENRE), la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia (CNDC) y la Unidad de Renegociación y Análisis de Contratos de Servicios Públicos (UNIREN). Se examinaron también documentos elaborados por

⁴ Entendemos por estadística descriptiva al conjunto de herramientas y procedimientos vinculados a la descripción de colecciones de observaciones estadísticas, referidas tanto al total de la población como a una muestra de la misma (García Ferrando, 1989).

las propias entidades empresariales (memorias, anuarios, anales). A partir de estos informes y documentos analizamos la propia estructura del grupo, su dinámica interna, así como la de los mercados en los cuales interviene.

El relevamiento del Boletín Oficial de la República Argentina brindó la posibilidad de conocer los cambios del grupo económico desde su aspecto legal (compras, ventas, fusiones), así como indagar acerca de los sectores de actividad de las empresas que componen el grupo por medio de la información referida a regímenes especiales de promoción o facilidades financieras. Este análisis del Boletín Oficial nos permitió abordar también, mediante la triangulación metodológica, el tipo de accionar estatal desplegado en relación a Pampa Energía, las regulaciones estatales sobre los diferentes mercados y complementar el análisis sobre las estrategias empresariales.

El estudio del desempeño de este actor económico se llevó adelante mediante una metodología cuantitativa que incluye la sistematización de la información obtenida de memorias y balances de las principales empresas de los grupos económicos seleccionados, así como los rankings publicados por fuentes periodísticas especializadas (revistas Mercado y Prensa Económica) junto a la información de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y de la Securities and Exchange Commission (SEC).⁵

La elaboración de una base de datos con esta información relevada nos permitió analizar el tipo de perfil y la inserción sectorial de las empresas que integran el grupo económico bajo análisis (grado de concentración y diversificación), conocer su desempeño (rentabilidad, tasa de participación en la generación de las ventas y utilidades de la cúpula empresarial) y construir tipologías sobre los perfiles de cada empresa, el sector o rama de actividad en la que se desenvuelve y sus utilidades.

Para el análisis se utilizaron también los datos provenientes de la Encuesta Nacional a Grandes Empresas (ENGE) realizada anualmente por el INDEC, que

⁵ La SEC es la entidad del gobierno de Estados Unidos encargada de regular los mercados financieros de aquel país.

permitió analizar la evolución de la relación entre el capital nacional y el capital extranjero dentro del panel de empresas líderes, la inserción sectorial y el valor bruto de producción.

El uso de técnicas propias de la estadística descriptiva para estudiar la financiarización de Pampa Energía nos permitió indagar la evolución de endeudamiento del grupo, su ratio de solvencia, la distribución de dividendos y la cotización de las empresas del grupo, así como de empresas del sector. Las fuentes de datos que se utilizaron son: la CNV, la SEC e información bursátil procedente de Bolsas de y Mercados Argentinos (BYMA), Yahoo Finance y la New York Stock Exchange (NYSE).

La tesis está estructurada de la siguiente manera: en el capítulo I se presentan los principales antecedentes en el campo de estudios sobre empresas y empresarios y se da cuenta de la perspectiva teórica que se implementará durante el trabajo. Se revisitan los aportes brindados por la economía en sus diversos enfoques a partir de las críticas a la escuela neoclásica, la sociología del desarrollo y la nueva sociología económica.

En el capítulo II se analizan las transformaciones ocurridas en la elite económica tras la salida de la convertibilidad, atendiendo con especial énfasis la situación dentro del sector energético: la salida de las empresas extranjeras, los cambios regulatorios y el ingreso de capitales nacionales al sector. Se indaga en torno a cómo impactaron estos cambios en el sector en relación a la convertibilidad y las características que tuvieron los nuevos actores locales.

En el capítulo III se aborda el surgimiento del grupo Pampa Energía y su incursión en el sector eléctrico como una de las novedades más importantes de este fenómeno. Se estudian las estrategias elaboradas por los integrantes del grupo, las características que tuvo la inserción de Pampa Energía en los sectores de energía eléctrica, el proceso de compra de empresas y como se terminó configurando el *holding*, así como el rol jugado por las instituciones estatales que permitieron su ingreso y bloquearon el de capitales extranjeros.

En el capítulo IV se avanza en primer lugar en un análisis de Pampa Energía como un grupo de cartera, dando cuenta de las características asumidas por el holding en tanto empresa financierizada: el tipo de control corporativo, la relación entre la inversión productiva y la financiera, así como la política de distribución de dividendos y la compra-venta de empresas. En la segunda parte del capítulo se estudia el desempeño del grupo y sus empresas para el período 2004-2015, atendiendo a realizar un análisis sectorial.

Finalmente se presentan las conclusiones del trabajo, retomando la hipótesis de trabajo planteada, así como lo desarrollado a lo largo de los cuatro capítulos. Se presentan los aportes que la tesis busca efectuar y se bosqueja una agenda futura de investigación.

CAPÍTULO I

Los estudios sobre empresas y empresarios: perspectivas teóricas y analíticas

El estudio sobre la acción empresaria, la conformación de estrategias corporativas y la relación entre empresas y Estado, se configuró históricamente como un campo de análisis de la teoría económica. Esta situación comenzó a cambiar a fines de la década de 1970 y principalmente durante la década de 1980, a partir de la entrada de autores que abrevaban en otras disciplinas de las Ciencias Sociales que vinieron a ofrecer nuevas miradas y lecturas sobre los procesos económicos anteriormente mencionados.

En este capítulo daremos cuenta de algunas de estas discusiones en vías de construir nuestro marco teórico, partiendo principalmente de los aportes efectuados por la nueva sociología económica y la sociología del desarrollo.

Ambas perspectivas nos permitirán construir nuestras principales herramientas teóricas y complejizar la relación entre Estado y empresarios e introducir el estudio acerca de los grupos económicos. El mismo también incluirá la construcción del concepto de estrategia corporativa, una propuesta de acción económica y herramientas teóricas para pensar los procesos de financiarización de las empresas no financieras.

La presentación de los conceptos que componen nuestro marco teórico se realizará a partir de mostrar un contrapunto con la propuesta de la teoría neoclásica. Daremos cuenta también de los matices introducidos por sus críticos dentro de esta corriente como fueron la teoría de los costos de transacción y la nueva economía institucional, con su modelo de racionalidad limitada, así como el evolucionismo, que destaca la importancia de procesos como rutina y aprendizaje para pensar la acción económica.

1.1. La nueva sociología económica y los estudios sobre empresas y empresarios

La nueva sociología económica surgida a comienzos de los años '80 revitalizó el interés por los estudios sociales de la economía dentro de las Ciencias Sociales, ofreciendo una respuesta a la expansión del análisis neoclásico hacia campos lejanos de sus objetos de estudio habituales, que venía sucediendo desde los años 60' a partir de autores como Gary Becker. De manera amplia podemos definir a este campo de estudio como *“la aplicación de los marcos de referencia, las variables y los modelos explicativos de la sociología a ese complejo de actividades relacionadas con la producción, distribución, intercambio y consumo de bienes y servicios escasos”* (Smelser y Swedberg, 2005: 3, traducción propia).

El campo se encuadra en una tradición de largo alcance dentro de la disciplina que se remonta a los clásicos como Karl Marx, Max Weber y Emile Durkheim, pasando por los aportes de autores fuera de la disciplina como Joseph Schumpeter y Karl Polanyi. El impulso definitivo lo recibió con la aparición del trabajo clave de Granovetter (1985): “Acción económica y estructura social: el problema de la incrustación”.⁶

El punto de partida de la sociología económica fue la crítica al marco teórico de la economía neoclásica, cambiando el foco de análisis de los individuos a los grupos sociales e instituciones, y diferenciándose en el concepto de acción económica, su alcance y constreñimiento (Smelser y Swedberg, 2005).

La sociología económica buscó ir más allá de la incrustación institucional y los acuerdos sociales que conllevan la existencia del mercado, y se propuso abrir la caja negra del intercambio, la competencia y la producción (Fligstein y Dauter (2007).

⁶ Como antecedente de la obra de Granovetter, se encuentra el trabajo de White (1981), donde el autor propone integrar la teoría neoclásica de la empresa con una visión sociológica de los mercados, entendiendo a los mismos como estructuras sociales que se reproducen a sí mismas.

Bajo esta perspectiva de análisis, se enfatiza la imprecisión de la relación entre las acciones de las empresas y sus resultados, en los términos propuestos por los modelos económicos, donde la misma se presenta como automática e instantánea. El vínculo entre acción y resultado también es cuestionado en el sentido de que los *managers* no pueden identificar de manera confiable las relaciones que producen los resultados que observan, siendo incapaces de generar las respuestas apropiadas: *“la complejidad de los eventos en las grandes empresas hace que la asignación de las causas a los mismos sea extremadamente problemática, incluso imposible”* (Fligstein y Dauber, 1989: 83).

La propuesta de la sociología económica para entender la acción empresarial tiene dos enfoques, uno normativo (DiMaggio y Powell, 1983; Fligstein, 1985) y uno basado en relaciones de poder (Palmer et al 1987; Perrow, 1981). En el primero de ellos, la acción es posible gracias a las rutinas organizacionales (procedimientos rutinizados, formas estandarizadas de interpretar los eventos del entorno). La complejidad es artificialmente reducida dentro de estructuras de creencias y prácticas. En el segundo enfoque, se enfatiza el poder de los distintos actores para construir un determinado curso de acción e imponerlo a los demás.

Los enfoques sociológicos destacan las dificultades del cambio organizacional, el rol jugado por el poder en el mantenimiento o cambio de las formas organizativas y la necesidad de definir el entorno (Fligstein y Dauber, 1989). Enfatizan también la centralidad del Estado y sus intervenciones en la creación y mantenimiento de los mercados.

A la par de estas discusiones, se consolidó durante esta misma época, la sociología del desarrollo con el aporte de autores como Peter Evans, Vivek Chibber, Alice Amsden y Robert Wade.

Partiendo de los aportes de las teorías sobre el desarrollo, el estructuralismo latinoamericano y la sociología clásica, los autores que se encuadran dentro de esta perspectiva buscan dar cuenta de las particularidades que adquirió la organización económica en los países de industrialización tardía. Esta corriente teórica pretende discutir algunos de los supuestos propios de la teoría económica sobre los procesos

de desarrollo. En particular aborda el estudio de los grupos económicos, en tanto forma distintiva de organización empresarial, predominante en los países periféricos, y diferente del modelo clásico de empresa, así como la relación de estos con el Estado, a la luz de la experiencia histórica centralmente en Asia y América Latina. Se busca, en este sentido, recuperar tanto las nociones marxistas acerca de la autonomía relativa estatal para analizar la relación entre Estado y capital, como los planteos weberianos con respecto a las capacidades burocráticas estatales como dimensión para analizar la acción empresaria y las dinámicas de acumulación. En este sentido, la sociología del desarrollo busca discutir tanto la idea del *mainstream* económico acerca de una única racionalidad económica destinada a la maximización de beneficios, sosteniendo que la misma no puede encontrarse por fuera de los marcos estatales y las relaciones sociales dentro de las que se encuentran, así como el lugar asignado a las instituciones, en especial el Estado, en la conformación del mercado y la acción empresaria (Serrani, 2012).

1.2. Periferia y grupos económicos

El estudio de los grupos económicos ha sido el eje de una variada gama de investigaciones enfocadas en los países periféricos de industrialización tardía (Amsden, 1998; Guillén, 2000; Granovetter, 1994; Khanna y Palepu, 1997; Leff, 1979).

Entre las conceptualizaciones desplegadas, la nueva sociología económica nos brinda un primer acercamiento, al entender a los grupos económicos *“como el conjunto de empresas legalmente independientes ligadas por persistentes lazos que pueden ser tanto formales como informales”* (Granovetter, 2005: 429). Los grupos se ubican en el medio entre dos tipos de organizaciones: las empresas vinculadas exclusivamente por alianzas estratégicas de corto plazo y aquellas consolidadas como una única entidad. Si bien existe una amplia variedad de formas organizativas y las empresas que integran un grupo son legalmente independientes, muchas de ellas tienen un propietario en común. Esta propiedad puede mantenerse

directamente por los accionistas o por intermedio de otras compañías que controlen acciones de las mismas (Granovetter, 1995).

De este modo podemos distinguir dos dimensiones que nos permiten abordar el estudio de estas organizaciones: la *estructura de autoridad* hacia su interior y las *estrategias corporativas*.

La estructura de autoridad del grupo refiere a la pregunta de cómo se toman las decisiones al interior de la organización y a la relación que se establece entre las distintas firmas. Dentro de una variedad de situaciones podemos encontrar dos polos opuestos: por un lado, grupos fuertemente coordinados por compañías de tipo *holding*⁷ y por otro, grupos integrados por firmas vinculadas por relaciones más horizontales entre ellas, que cuentan con importantes niveles de autonomía (Granovetter, 1995).

Analizar la toma de decisiones al interior de los grupos económicos y las relaciones establecidas entre sus empresas, implica considerar la lucha al interior de estas organizaciones para definir un rumbo y dotarlo de una visión coherente. Así, “*los actores que ganan imponen su diseño organizativo y su cultura en la empresa*” (Fligstein, 1996: 664, traducción propia), son aquellos que estarán habilitados a definir, analizar y resolver los problemas en sus propios términos.

Las estrategias corporativas son la segunda dimensión central para el análisis de los grupos económicos. Entendemos que las mismas implican, por un lado, las estrategias microeconómicas como la diversificación, especialización, integración y por otro, las estrategias de intervención en el sistema político que disputan el establecimiento de determinadas reglas y regulaciones, lo cual introduce la dimensión de la estatalidad y las políticas públicas en el análisis, o dicho de otra manera; cómo las acciones del Estado favorecen (o inhiben), tanto intencional como involuntariamente, los diferentes patrones de evolución de los grupos económicos (Schneider, 2009).

⁷ Se entiende por holding una forma societaria cuya función es controlar o administrar la propiedad de otras firmas

Para algunos autores (Leff, 1979; Guillén, 2000; Schneider, 2009), el surgimiento de grupos económicos en economías emergentes es producto de condiciones políticas y económicas que le permiten a los mismos “*adquirir y mantener la capacidad de combinar insumos, procesos y acceso al mercado externo e interno para ingresar repetidamente en nuevas industrias*” (Guillén, 2000: 364, traducción propia).

Las capacidades para combinar estos recursos e ingresar a nuevos sectores son genéricas⁸, ya que no son específicas de una industria en particular y son difíciles de comerciar, en tanto están incorporadas en los propietarios, los gerentes y las rutinas de la organización. Para que las mismas se mantengan en el tiempo como un activo poco común, valioso e inimitable son necesarias ciertas restricciones a la competencia brindadas por condiciones asimétricas de comercio e inversión (Guillén, 2000).

Schneider (2009) realiza la construcción de una tipología para abordar el estudio de los grupos económicos, a partir de definirlos como *orgánicos*, de *cartera* o *políticamente inducidos*. Los *grupos orgánicos* están basados en la explotación de un conjunto de bienes, verticalmente integrados y con una fuerte sinergia organizacional. Las nuevas inversiones que llevan adelante suelen ser del tipo *greenfield*⁹. Por su parte, los *grupos de cartera* se encuentran destinados a la adquisición y venta de empresas en tanto activos financieros, centralmente en sectores o países volátiles, por lo que sus estrategias están más destinadas a la compra de empresas que a su constitución. En tanto estas adquisiciones se suelen realizar en sectores completamente desvinculados del *core business* del grupo, el mismo presenta una baja integración en su gestión. Por último, los grupos *políticamente inducidos* surgen al calor de los incentivos gubernamentales, que

⁸ Estas capacidades genéricas consisten “en un conjunto de habilidades que facilitan la realización de estudios de factibilidad, obtención de licencias del estado, organización de paquetes financieros, aseguramiento de tecnología y conocimiento, instalación de plantas, contratación y capacitación de fuerzas de trabajo, y establecimiento de suministros y canales de distribución” (Guillén, 2000: 365).

⁹ Una inversión de tipo *greenfield* supone la realización de un proyecto desde cero, como puede ser la inversión en la construcción de una nueva fábrica.

pueden incluir desde la promoción industrial hasta la privatización de empresas públicas. Dentro de esta última categoría, Schneider también ubica a los *grupos patrimoniales*, entendidos como aquellos que surgen principalmente bajo gobiernos dictatoriales y donde desde el propio Estado se define la estructura del grupo a partir de concesiones a familiares, amigos y seguidores. La inserción sectorial depende de las rentas creadas por el gobierno antes que cualquier lógica de mercado.

Pese a esta construcción de tipos ideales diferenciados en términos analíticos, los grupos económicos pueden incorporar elementos de cada una de estas categorías bajo las cuales son clasificados. Los grupos orgánicos pueden combinar un conjunto de subsidiarias junto a inversiones de cartera, así como los grupos de cartera pueden ingresar a nuevos sectores al ser inducidos por políticas particulares. De esta forma, “*con el tiempo, los grupos individuales pueden cambiar su estrategia predominante*” (Schneider, 2009: 12).

Entendemos entonces al grupo económico como una forma particular de organización empresarial, predominante en los países con industrialización tardía, diferente del modelo clásico de empresas insertas en una actividad central, y que, pese a sus variaciones en tamaño, estructura interna y estrategia, tiene como características particulares: la conglomeración productiva, la escasa separación entre propiedad y control y la integración al sector financiero¹⁰. El grupo económico como tal no suele tener correlato jurídico en el derecho económico (Gaggero, 2012).

La conglomeración productiva refiere al hecho de que el grupo tenga participación mayoritaria en algunas empresas (es decir que ejerza como grupo de control) y tenga participación minoritaria en otras, llegando a tener incluso el co-control. La diferenciación entre los intereses del propietario y los de la empresa, así como la exigencia de una organización tecnocrática al interior de la misma, presente en las teorías clásicas (Chandler, 1990; Galbraith, 1984), suele presentar algunos matices en el caso de los grupos económicos, con situaciones donde se está ante

¹⁰ Granovetter (1995) destaca el vínculo con las instituciones financieras y la internalización de funciones bancarias en el crecimiento de los grupos económicos.

la presencia de un propietario absoluto, una gestión directa de la firma que impide que la misma sea asumida por una tecnocracia y una distribución del capital que no alienta el control interno de los accionistas mayoritarios, y otras situaciones con creciente convivencia entre el control familiar y la administración de gerentes ajenos a la familia. Esto puede generar conductas orientadas “*a maximizar el beneficio y la seguridad de los mayores propietarios, mediante estrategias que utilizan a las empresas como ‘rehenes’ antes que como agentes activos más o menos autónomos*” (Schvarzer, 1994: 17).

1.3. La conformación de las estrategias empresariales

El estudio de la acción empresarial y del rol ocupado por los grupos económicos no puede desarrollarse sin una indagación en torno al proceso de elaboración y despliegue de las estrategias corporativas. Andrews (1997) realiza un primer aporte para entenderlas, estableciendo que las mismas pueden ser definidas como:

El patrón de decisiones en una compañía que determina y revela sus objetivos o metas, produce las principales políticas y planes para lograr esos objetivos o metas, y define la gama de negocios que la empresa va a perseguir, el tipo de organización humana y económica que es o intenta ser, y la naturaleza de la contribución económica o no económica que intenta brindar a sus propietarios, empleados, clientes y comunidades (Andrews, 1997: 52).

En esta lectura se encuentran ausentes cuestiones vinculadas al poder, la relación con el Estado y otros actores económicos, ya que está centrada en una mirada interna de la lógica organizacional.

Nos encontramos entonces con que es necesario ir más allá de entender que el mercado y la lógica de la producción condicionan exclusivamente las estrategias y el accionar de las empresas. En este sentido, en la definición de las estrategias empresariales es necesario tener en cuenta el vínculo entre aspectos políticos y económicos. Fligstein (1996) propone indagar en esta relación a partir de entender que hay dos tipos de estrategias elaboradas por las empresas: por un lado, aquellas económicas, destinadas a cooperar con sus competidores estableciendo controles

de precios, creando barreras para la entrada de otras firmas, limitando la producción, o llevando adelante procesos de integración o diversificación; por otro lado, las estrategias políticas, que conllevan la intervención estatal y el establecimiento de determinadas regulaciones que reflejan a menudo los intereses organizados de un conjunto de empresas¹¹, cuyas acciones están destinadas a garantizar la supervivencia de la firma en dicho mercado. Desde esta perspectiva, *“ningún actor puede determinar qué comportamientos maximizarán las ganancias (ya sea a priori o post hoc) y, por lo tanto, la acción está dirigida hacia la creación de mundos estables”* (Fligstein, 1996: 659 traducción propia). Aunque los intentos de generar estabilidad no son siempre exitosos, eso no implica que las empresas dejen de intentarlo.

Para Bourdieu (2002) también es necesario considerar el vínculo entre lo económico y lo político al momento de estudiar las estrategias empresariales, ya que las mismas se encuentran sujetas tanto a las relaciones al interior de la empresa, como a los vínculos con otras firmas y con las exterioridades del campo económico como la competencia por el poder del Estado. Las estrategias empresariales dependen tanto de la posición que cada empresa ocupe en la estructura del campo económico, como de la estructura de poder constitutiva del gobierno interno de cada firma y del conjunto de disposiciones socialmente construidas de los directivos que actúan bajo las restricciones del campo de poder.

Este enfoque también lo podemos observar en el análisis que realiza Granovetter (2005) de los grupos económicos, para quien al indagar sobre el accionar empresario es preciso considerar las fuentes de solidaridad al interior del grupo, las formas de propiedad, la estructura de autoridad y toma de decisiones, el vínculo con las instituciones financieras y la relación con el Estado, ya que:

¹¹ Aquí entra el debate sobre la autonomía relativa del Estado. Si bien en muchas oportunidades existió y existe una captura de la decisión estatal por parte de las grandes empresas, que se han visto beneficiadas por las políticas implementadas, el Estado conserva capacidad de actuar como mediador entre los intereses de los distintos actores y sus propios intereses. En última instancia, definir qué es lo que está sucediendo en cada situación se trata de un problema empírico (Fligstein, 1990).

Una comprensión clara de cómo funcionan los grupos económicos requiere un abordaje más amplio. Especialmente a partir del hecho de que son familias las que dominan los grupos económicos en la mayoría de los países, nuestro análisis de cómo operan tiene que considerar en un solo marco tanto sus metas económicas como las no económicas (Granovetter, 2005: 442).

Siguiendo esta propuesta, Acuña (1994) sostiene que, si bien los factores estructurales fijan los límites dentro de los cuales las empresas toman sus decisiones de inversión y realizan sus intereses, no definen las estrategias de los actores y sus movimientos específicos. Así, *“los límites estructural-económicos nos permiten comprender por qué los capitalistas no actuaron de manera a o b, pero no permiten explicar por qué lo hicieron de manera c o d”* (Acuña, 1994: 61). Acuña agrega que la lógica de mercado no es previa a las instituciones políticas, sino que las acciones del Estado, de otros actores, de las instituciones y las reglamentaciones del gobierno, son factores que co-constituyen al mercado. Por lo tanto, un análisis de las estrategias empresariales conlleva indagar tanto la articulación de lo estructural con lo político institucional, como de lo ideológico, en tanto dichas estrategias dependen también de la percepción de los límites de factibilidad en la persecución de diferentes objetivos.

En este sentido, Fairfield (2015) aporta algunas herramientas a la hora de pensar la implementación de estrategias empresariales en su análisis acerca del poder instrumental, entendido el mismo como la capacidad para llevar adelante acciones políticas deliberadas, como el lobby, el financiamiento de campañas electorales o la participación en el diseño de políticas públicas. Dicho poder instrumental se puede construir a partir de diversas relaciones entre empresarios y políticos: los vínculos partidarios, la consulta institucionalizada (consulta del Ejecutivo a asociaciones empresariales), el reclutamiento (participación directa de las elites en la formulación de políticas) y los lazos informales (más débiles y contingentes que el reclutamiento y dependientes de las características del entorno institucional).

A partir de todo lo revisado anteriormente, podemos afirmar que una indagación sobre las estrategias y la acción empresaria necesita atender a toda una serie de cuestiones ausentes en la mayoría de los enfoques de la teoría económica,

focalizados en las empresas como agentes maximizadores de información completa y racionalidad perfecta, pero con dificultades para dar cuenta de procesos como la diversificación o la integración vertical. Es por esto que para analizar las estrategias empresariales debemos considerar tanto el tipo de inserción sectorial desplegado por las empresas como la relación establecida entre las estrategias de inversión, de carácter microeconómico, y la intervención en el sistema político, o estrategias políticas. Esto supone considerar que la implementación de una estrategia empresarial es un proceso complejo que conlleva una particular lectura de la situación de la empresa y una proyección a mediano plazo de la misma, identificando oportunidades y peligros de acuerdo a los recursos con los que cuenta.

1.4. Estado y empresas en la organización de los mercados

La nueva sociología económica comienza su análisis sobre la organización de los mercados con una crítica al funcionamiento de los mismos propuesta por la teoría neoclásica, tanto en su vertiente de ortodoxia de libro de texto (Winter, 1991), es decir firmas dotadas de racionalidad perfecta –que realizan siempre las elecciones correctas-, guiadas únicamente por la maximización de beneficios y negociando en mercados homogéneos, como la teoría de los costos de transacción y la Nueva Economía Institucional.

Esta última perspectiva buscó ir más allá de la ortodoxia clásica y planteó que no siempre el mercado, mediante el mecanismo de precios, es el coordinador de la actividad económica, en determinadas ocasiones, este rol lo ocupa el empresario (Coase, 1937). De acuerdo a Williamson (1988), los agentes están dotados de racionalidad limitada¹² y son dados al oportunismo, a la búsqueda del interés

¹² Esta situación provoca que las empresas elijan no la mejor opción posible, sino la que consideran mejor, desarrollando comportamientos de satisfacción más que de optimización (López, 2006).

propio.¹³ Ambos supuestos de comportamiento aumentan los costos de transacción y deben combinarse para estudiar la organización económica.

La perspectiva de Coase y Williamson parte de la existencia de fricciones en las relaciones de las empresas tanto internas como externas. Las internas pueden producirse en los mecanismos de toma de decisiones, generación o implementación de estrategias. La forma organizativa que adquiere la firma impacta sobre la reducción de los costos de transacción. También existen costos de transacción externos, es decir surgidos a partir de relaciones de la empresa con el entorno.

North (1993) retomó algunas de estas cuestiones desde la Nueva Economía Institucional, indicando que esta corriente busca incorporar una teoría de las instituciones a la teoría económica, sin reemplazar a la teoría neoclásica, sino elaborando un marco teórico a partir de la misma. Para North, las instituciones permiten reducir la incertidumbre de los intercambios y determinar el sistema de incentivos que les permite a los individuos elegir aquellas actividades donde resulta más rentable especializarse.

Este corpus teórico fue criticado por la nueva sociología económica por autores como Granovetter (1985) y Fligstein y Dauber (1989). Estos últimos sostuvieron que:

En todas las teorías económicas que hemos considerado, el juicio sobre la respuesta adecuada a las condiciones cambiantes no es problemático. Esto es cierto incluso si, como en la teoría de los costos de las transacciones, el cambio en sí mismo tiene consecuencias que no podrían anticiparse debido a la racionalidad limitada. Por lo tanto, existe una curiosa discrepancia entre la capacidad limitada de los actores para obtener y evaluar información sobre los intercambios en los que están involucrados, y su capacidad prodigiosa para diseñar la respuesta óptima a los problemas de racionalidad limitada inherentes a esos intercambios (Fligstein y Dauber, 1989, citado por Gaggero, 2011).

¹³ . Esto implica que no necesariamente respetan sus compromisos y buscan sacar ventaja de nuevas situaciones.

Granovetter (1985), por su parte, afirmó que los economistas enrolados en la nueva economía institucional parten de una concepción *infrasocializada* de la acción.

En la revisión que realiza acerca del desarrollo teórico de Williamson, Granovetter indica que este análisis mezcla supuestos *infra* y *sobresocializados* ya presentes en el *Leviatán* de Hobbes. Por un lado, la excesiva valoración del poder jerárquico dentro de una empresa para evitar el oportunismo se parece a la idea de Estado soberano. Por otra parte, el mercado se parece al estado de naturaleza. Un mercado atomizado y anónimo que parte de una concepción infrasocializada que menosprecia “*el papel de las relaciones sociales entre los individuos en las diferentes empresas para proporcionar orden en la vida económica*” (Granovetter, 1985: 495).

Desde la nueva sociología económica, Fligstein (1996) propone un acercamiento de tipo *político-cultural*, entendiendo que la existencia de los mercados depende de instituciones sociales que los hagan posibles. Dichas instituciones refieren a un conjunto de reglas compartidas (derechos de propiedad, estructuras de gobierno, concepciones de control o leyes de intercambio), que permiten que los actores se organicen, compitan y cooperen. Dichas instituciones sociales son una precondition para la existencia de los mercados y el Estado ocupa un lugar central en su conformación, mantenimiento o cambio. Los derechos de propiedad definen quiénes pueden disputar los beneficios de las empresas. Son un proceso continuo que involucra a empresarios, trabajadores, agencias estatales y partidos políticos. Las estructuras de gobierno definen las formas legales e ilegales que puede tomar la competencia dentro de un mercado determinado. Las concepciones de control refieren al marco interpretativo que tienen los actores acerca del funcionamiento del mercado en el cual intervienen. Las reglas de intercambio, por último, son entendidas como las normativas que definen quién puede negociar con quién, y bajo qué condiciones se lleva a cabo dicho intercambio.

En un sentido similar, Granovetter y McGuire (1998) sostienen, al analizar el surgimiento del mercado eléctrico en Estados Unidos, que la forma adoptada por el

mismo fue sólo una de las tantas posibles, y ni siquiera se trató de las más eficientes desde el punto de vista técnico o económico:

Su forma particular surgió debido a que un conjunto de actores poderosos accedió a ciertas técnicas y las aplicaron de manera altamente visible y rentable. Esas técnicas resultaron de los entendimientos personales compartidos, las conexiones sociales, las condiciones organizativas y las oportunidades históricas disponibles para estos actores (Granovetter y McGuire, 1998: 149).

La lectura de Granovetter es heredada del desarrollo teórico de Berger y Luckmann (1966), para quienes las instituciones económicas son construidas socialmente. Esta mirada tiene eje en lo dinámico, en contraste con los trabajos neoclásicos que enfatizan la búsqueda de estados de equilibrio (Granovetter, 1992).

Una lectura similar realiza Fligstein (1996), al indicar que los mercados tienen tres fases: emergencia, estabilidad y crisis, encontrándose continuamente siendo organizados y desestabilizados. En esta permanente reorganización, se expresan no solo los distintos intereses de los actores que son parte del mismo, sino ante todo el accionar estatal, que proporciona las condiciones bajo las cuales las empresas se organizan, compiten y cooperan. Dichas condiciones pueden generar derechos de propiedad, estructuras de gobierno y reglas de intercambio. La aplicación de estas reglamentaciones no es neutral, ya que las mismas favorecen a determinados grupos de empresas y por lo tanto se convierten en un terreno de disputa. La principal herramienta del Estado para generar estabilidad en un mercado es restringir la competencia, ya sea limitando la competencia predatoria entre empresas o levantando barreras de entrada al ingreso de nuevos competidores. En este sentido, cada Estado tiene diferentes capacidades de intervención que dependen tanto de la naturaleza de la situación como de la propia historia institucional del mismo. Según el autor es posible distinguir dos polos de involucramiento del Estado en los mercados, que se referencian con dos procesos históricos particulares: la intervención directa, propia del modelo de desarrollo seguido por Francia y la regulación, cuyo modelo tiene como principal exponente a Estados Unidos.

La importancia otorgada al Estado en la creación y organización de los mercados también es destacada por Dobbin (1997), al analizar las distintas estrategias de desarrollo implementadas por Estados Unidos, Gran Bretaña y Francia. En su análisis sobre la política ferroviaria de estos tres países, el autor enfatiza la centralidad de la cultura en delinear la forma en que las naciones perciben y responden a los problemas, y en la configuración de las estrategias de política industrial:

Las estrategias industriales nacionales crecieron en la industria ferroviaria en torno a los esfuerzos para abordar los problemas percibidos en cuatro áreas funcionales. Las naciones abordaron una variedad de problemas percibidos en planificación, finanzas, coordinación técnica y de gestión, y precios y competencia. En cada país, las nuevas políticas industriales replicaban, en el ámbito industrial, los procesos y prácticas que se habían construido como constitutivos del orden político (Dobbin, 1997: 23).

Los análisis políticos, agrega Dobbin, suelen afirmar que el diseño de las políticas refleja la voluntad de grupos sociales en competencia que cuentan con intereses materiales divergentes. Sin embargo, para el autor, al igual que lo habíamos visto con Fligstein, dichos grupos fueron el resultado, en gran medida, del accionar estatal y sus instituciones.

Desde de otra perspectiva, pero también dentro del campo de la sociología económica, Bourdieu (2002) indaga acerca de la estructura del campo económico¹⁴, la posición ocupada en el mismo por las diferentes firmas y conglomerados empresarios y las disputas entre las mismas dentro de este espacio de relaciones de poder, que terminan constituyendo ciertas regularidades y reglas de juego específicas. Reglas de juego que definen ciertas relaciones con el exterior del campo, donde se libra *“una competencia por el poder sobre el poder del Estado – en especial sobre el poder de reglamentación y los derechos de propiedad- y por*

¹⁴ Fligstein también desarrolla una teoría de los campos, entendiendo a los mismos como un espacio de disputa y de acción estratégica. La diferencia entre ambos planteos está, antes que nada, vinculada a la tradición teórica en la que cada uno abrevia: Fligstein con una impronta más vinculada al interaccionismo y Bourdieu al estructuralismo y al marxismo.

las ventajas aseguradas por las diferentes intervenciones estatales” (Bourdieu, 2002: 232).

La sociología del desarrollo aporta evidencia histórica para pensar esta articulación entre Estado, empresarios y mercado, a partir de lo sucedido en distintos países de la periferia.

Evans (1996), indaga en la conformación de los Estados denominados “desarrollistas”, caracterizados por fomentar perspectivas empresariales de largo plazo en las elites privadas, el carácter selectivo de sus intervenciones y el reclutamiento meritocrático de sus integrantes, lo que permite crear una burocracia cohesionada (de tipo weberiana), con importantes capacidades administrativas y con una identidad grupal que es la base para la constitución de redes informales tanto internas como externas. La construcción de estas redes público-privadas, que combinan aislamiento burocrático e inmersión en la estructura social, da lugar a lo que Evans denomina como *autonomía enraizada*, una “*situación en la cual los burócratas mantienen lazos estrechos con las empresas, pero aun así son capaces de formular sus preferencias en forma autónoma y de actuar en consecuencia*” (Schneider, 1999: 49)¹⁵.

A partir de las investigaciones de Amsden (1992) sobre Corea, Schneider (1999) agrega otro concepto para pensar la autonomía enraizada, como es la *reciprocidad*. Esta implica una relación entre Estado y empresarios, donde estos últimos realizan un uso productivo de los beneficios otorgados por los programas de promoción estatal. Para poder efectuar un análisis de los efectos y el alcance de la reciprocidad, Schneider propone distinguir cuatro elementos: las normas de desempeño, la supervisión, las sanciones y las acciones tendientes a asegurar la probidad del Estado. El enraizamiento permite entonces evaluar, controlar y moldear las reacciones privadas ante las iniciativas públicas, “*amplia la inteligencia del Estado y vuelve más probable la concreción de sus medidas*” (Evans, 1996: 29).

¹⁵ Otros elementos de la autonomía enraizada son el intercambio de información, la flexibilidad y la renegociación.

Sobre esto viene a dar cuenta Schneider cuando indaga la forma en la que tanto Amsden como Evans analizaron e indagaron acerca del rol de los grupos empresariales en los proyectos de industrialización en el sudeste asiático, particularmente en Corea. Para ambos autores el grupo empresarial diversificado es la forma de organización empresarial que mejor favorece el vínculo con los burócratas weberianos. Partiendo de que la implementación de cualquier política beneficia a unos sectores en desmedro de otros, *“las empresas que poseen todos sus activos en un solo sector serán más proclives a oponerse a todo cambio de prioridades, mientras que los conglomerados multisectoriales abarcativos pueden trasladar sus recursos dentro de sus grupos”* (Schneider, 1999: 61).

Retomando la experiencia de Corea del Sur, así como lo ocurrido en India, Turquía y Brasil, Chibber (2005) discute los procesos de desarrollo del siglo XX y la relación entre Estado y empresarios, en busca de encontrar algunas claves para pensar estas cuestiones en el nuevo siglo. Las preguntas principales que guiaron su trabajo fueron: cómo se puede explicar la debilidad de los Estados en relación a las tareas que debían llevar adelante y por qué la calidad de la intervención estatal estuvo tan por debajo de lo necesario que no permitió impulsar la industria local hacia la frontera tecnológica. La hipótesis que desarrolló ante estas cuestiones sostiene que las elites políticas fallaron al equipar a sus Estados con los instrumentos adecuados de elaboración de políticas debido a la resistencia de las propias burguesías nacionales.

1.5. Repensando la acción económica

Un análisis de las estrategias empresariales requiere incorporar una noción de acción económica que, atendiendo a las complejidades mencionadas, vaya más allá del modelo provisto por la teoría económica que entiende a los actores provistos de información completa, bajo competencia perfecta y cálculo racional, pero es incapaz de atender a la complejidad y a la aparición de eventos novedosos, es decir situaciones en las cuales no existe una interpretación adecuada entre medios y fines. Esto se debe a que *“la complejidad transforma en incertidumbre a los*

parámetros de las decisiones y sus interconexiones [por lo que] es imposible para los actores elegir medios racionalmente porque falta la base del cálculo racional” (Beckert, 2017: 19). Esto abre la pregunta acerca de cómo los actores toman decisiones sin tener un conocimiento probabilístico de las consecuencias que acarrearán las mismas, es decir, cómo reducen la incertidumbre y estabilizan interacciones altamente contingentes para maximizar beneficios.

La propuesta de Beckert (2017) sostiene que la acción económica debe ser caracterizada como *intencionalmente racional*, en tanto los actores quieren mejorar su bienestar. El enfoque seguido es tributario de Weber (2002), para quien *“una acción debe llamarse ‘económicamente orientada’ en la medida en que su sentido subjetivo esté orientado por el deseo de obtener ciertas utilidades”* (Weber, 2002: 46). El concepto de utilidad de Weber hace hincapié en la oportunidad económica de los actores para aumentar sus beneficios (Beckert, 2017).

La oportunidad introduce la idea de *incertidumbre* ya que no se pueden anticipar completamente los resultados, por lo que las decisiones pasan a depender de la definición de la situación que hagan los actores y no de la selección entre opciones óptimas. La interpretación de situaciones para decidir un curso de acción se basa en juicios sobre condiciones materiales, relaciones causales y acciones futuras esperadas de los demás actores. La interpretación se convierte entonces en un proceso social, en juicios basados en expectativas compartidas intersubjetivamente. Tal como señala Nemiña (2017) comentando a Beckert *“lo que determina la acción no es la estructura objetiva de la situación, sino la interpretación que se hace de ella, la cual forma parte de la situación y debe ser incluida en cualquier reflexión sobre posibles estrategias”* (Nemiña, 2017: 117). Los procesos de interpretación implican entonces la interrelación entre agencia y estructura.

Para analizar estos procesos de interpretación Beckert recurre a dos conceptos: *rutina* y *reconstrucción*. Partiendo de una perspectiva pragmatista, el autor sostiene que la intencionalidad de la acción se constituye a partir de un conocimiento práctico y de la relación del actor con el entorno. La acción se basa en rutinas no reflexionadas que en tanto alcancen los resultados esperados no son modificadas.

Sin embargo, solo en raras excepciones las situaciones son totalmente idénticas a las experiencias previas. Cuando hay discrepancia entre la percepción de un problema y las soluciones que ofrece la rutina, se produce una reconsideración de la misma. Aparece aquí una distancia reflexiva respecto a los cursos habituales de acción que exige para la reconstrucción de una rutina de imaginación y creatividad. Esta instancia de crisis y reflexividad, donde los posibles estados futuros y las formas de llegar a ellos son examinados, se resuelve mediante la experimentación y la innovación: cambios en procesos de trabajo u estructuras organizacionales, nuevas tecnologías o nuevos diseños de productos.

En los conceptos de rutina y reconstrucción podemos encontrar la resonancia de la propuesta teórica evolucionista (Nelson y Winter, 2002), una perspectiva que plantea desde la economía críticas al enfoque neoclásico tradicional.¹⁶ Los autores de esta corriente recurren a la biología para realizar su abordaje conceptual pivotando sobre tres conceptos centrales: competencia, aprendizaje y rutina. La firma pasa a ser entendida como un nodo de competencias organizacionales coordinados por rutinas, en tanto patrones de conducta regulares que fundan su comportamiento.

Las rutinas son producto de procesos de aprendizaje que dan lugar a respuestas casi automáticas. Las mismas configuran la memoria organizacional que orienta la toma de decisiones de las empresas (López, 2006). Los agentes no están dotados de ninguna racionalidad a priori, sino que su comportamiento es un proceso, resultado del aprendizaje realizado. El cambio de las rutinas se da lentamente a lo largo del tiempo. La persistencia de las rutinas no solo se debe a una resistencia al cambio, sino también a problemas vinculados a los costos de acceder y almacenar conocimiento

¹⁶ Según esta corriente, *“el tipo de racionalidad que los economistas suelen incorporar en sus teorías implica, o al menos connota, una deliberación cuidadosa y un intento de previsión. Los actores reales, sin embargo, simplemente no tienen los amplios poderes computacionales y cognitivos que se les imputan en las teorías basadas en la optimización. Los procesos de decisión organizacional, en particular, a menudo muestran características que parecen desafiar los principios básicos de la racionalidad y, a veces, bordean lo extraño”* (Nelson y Winter, 2002: 29, traducción propia).

Junto a las rutinas también se encuentra un principio de variación o mutación: comportamientos en búsqueda de innovaciones u oportunidades tecnológicas, producto de competencias acumuladas, que pueden llevar a resultados no previsibles. En este sentido, el cambio es endógeno, a contramano de lo que sostiene la teoría neoclásica. Sin embargo, las transformaciones también pueden ser producto de la reacción de las empresas a modificaciones en su entorno, definido como complejo y no estacionario. En este punto cobra relevancia el concepto de *path-dependence*: las decisiones adoptadas por una empresa están condicionadas por sus capacidades y experiencias previas.

La existencia de entornos selectivos y el hecho de que los agentes puedan manipular el ambiente para hacerlo más favorable a su supervivencia, conlleva la ausencia de mecanismos de selección de las firmas más eficientes. Por el contrario, los ambientes selectivos pueden elegir conductas empresariales “improductivas” e incluso llevar adelante un cambio en los mismos puede revestir dificultad, en tanto *“los agentes económicos que se benefician con sus reglas tienen el poder suficiente para bloquear las modificaciones necesarias”* (López, 2006: 17).¹⁷

Esta conceptualización sobre la acción económica también tiene consecuencias en la relación que se establece entre medios y fines. Incorporando el planteo de Dewey sobre *finen-en-vista*, Beckert sostiene que los mismos son formados y revisados en el proceso de acción, adquiriendo un carácter experimental y provisional, al igual que los medios. De esta manera, los objetivos de la acción están fusionados con los medios, las instituciones y otros actores, y se convierten en puntos de orientación en busca de alternativas a distintas situaciones: *“los fines proporcionan un significado para la actividad actual y son, en este sentido, un medio para la acción”* (Beckert, 2017: 29).

¹⁷ Una posible crítica a este enfoque tiene que incluir la pregunta en torno al conflicto y las relaciones de poder al interior de las firmas. La generación de rutinas incluye no solo búsquedas sino diversos conflictos en la imposición de determinado orden: *“¿Se puede hacer abstracción del rol de estos conflictos? ¿Se pueden definir los conceptos de competencias organizacionales y de firma sin tener en cuenta los conflictos de los cuales ellos son la expresión?”* (López, 1996: 11).

La noción de acción intencionalmente racional de Beckert, mediada por procesos de interpretación, reinserta en el campo de los estudios sobre los procesos económicos la relación entre agencia y estructura: *“lo que está concebido como racional no se puede concluir de forma independiente de las interpretaciones contingentes de los actores, y estas mismas interpretaciones se convierten en parámetros de la situación”* (Beckert, 2017: 26). Al retomar los conceptos de rutina y reconstrucción de la perspectiva pragmatista, la acción económica pasa a ser leída en términos procesuales y permanentemente tensionada entre producción y reproducción.

Para la conceptualización de una teoría de la acción partimos desde una mirada que critica el enfoque construido desde la teoría económica: la asunción de la existencia de un actor que dado un set de opciones estables escoge un curso de acción para maximizar sus beneficios (Smelser y Swedberg, 2005). No descartamos el hecho de que la acción económica esté centrada en la utilidad y la oportunidad de obtener beneficios, sino que al introducir la idea de oportunidad aparece la incertidumbre, la imposibilidad de anticipar completamente los resultados y por lo tanto de identificar la estrategia más óptima para cada situación. Esto conlleva que para definir cursos de acción se vuelve necesario para los actores realizar una tarea de interpretación de las situaciones, tarea que se vuelve un proceso colectivo a partir de experiencias compartidas intersubjetivamente.

Weber (2002) aporta dos elementos más para pensar la acción económica, por un lado, lo referido al sentido “mentado y subjetivo” de la misma y por otro, la dimensión del poder. En relación al primer aspecto, señala que el sentido de la acción económica está históricamente construido y por lo tanto debe ser estudiado empíricamente, no pudiendo ser derivado de supuestos o circunstancias externas. En relación al segundo aspecto, mientras la economía tiende a concebir las relaciones económicas como un intercambio entre iguales, donde ningún actor puede incidir en el precio o la producción (Galbraith 1973, citado por Smelser y Swedberg, 2005), en la mirada de la sociología económica que venimos desplegando *“no puede faltar la característica del poder dispositivo, ya que, por lo*

menos, la economía lucrativa se realiza completamente por medio de contratos de cambio, o sea de adquisiciones planeadas de poderes de disposición” (Weber, 2002:49).

1.6. Financiarización de las empresas no financieras

El análisis acerca de las estrategias y la acción económica empresarial no puede ser pensado al margen de los procesos de financiarización que han atravesado a las empresas no financieras durante las últimas décadas. Si bien las investigaciones al interior de este campo tienen sus orígenes en el estudio las fusiones y adquisiciones de las grandes empresas norteamericanas de las décadas de 1980 y 1990, la crisis financiera de 2008 trajo nuevos bríos a esta discusión que ha contado con aportes que van desde la economía heterodoxa a la nueva sociología económica.

Como gran eje ordenador, los autores que abordan este tema sostienen que existe una primacía de la lógica financiera sobre la economía real, existiendo diferencias en el punto donde ponen el énfasis, ya se trate de un patrón de acumulación mediante mecanismos financieros en detrimento de canales productivos (Arrighi, 1994; Krippner, 2005), un modelo de gobernanza empresarial basado en crear valor para el accionista (Fligstein, 1989; Froud, 2006; Lazonick y O’Sullivan, 2000), una destacada presencia de la figura del rentista, cuyos beneficios financieros se producen a expensas de los beneficios industriales (Epstein, 2005), o la generalización del trading financiero y la proliferación de instrumentos financieros como los derivados (Henwood, 1997; Tickell, 1999).

La diversidad de enfoques y perspectivas teóricas abren al abordaje de un conjunto amplio de problemáticas vinculadas a la financiarización. A los fines de este trabajo el eje estará puesto en los procesos de financiarización de las empresas no financieras, entendido como un tipo particular de control corporativo marcado por la colocación de capital a corto plazo, el crecimiento por medio de fusiones y adquisiciones, y valuación de la empresa como un activo financiero (Fligstein, 1990).

Esta forma de gobernanza corporativa está enfocada en la valorización de las acciones bursátiles de las empresas bajo la figura de creación de valor para el accionista. Es decir, un cambio en la asignación de recursos que pasa de retener los beneficios para reinvertirlos, a distribuirlos entre sus accionistas vía dividendos o recompra de acciones (Lazonick y O'Sullivan, 2006).

El correlato de esta estrategia empresarial es un cambio en las modalidades de inversión, marcado por la adquisición de activos mediante endeudamiento y un financiamiento obtenido no ya mediante los bancos, sino a través de los mercados de bonos y las bolsas de valores (Lapavistsas, 2009).¹⁸

Si bien en América Latina la financiarización encuentra algunos límites marcados por la propiedad familiar de muchas de las empresas, la existencia en su mayoría de acciones sin derecho a voto y la divergencia entre propiedad económica - derechos de flujo de efectivo- y control -derecho a voto- (Torija Zane y Gottschalk, 2018), consideramos, y así buscaremos mostrarlo en esta tesis, que estos fenómenos constituyen un campo problemático a desarrollar e indagar.¹⁹

1.7. Conclusiones del capítulo

A lo largo de este capítulo hemos introducido distintas perspectivas teóricas que nos permitieron abordar cuestiones vinculadas a entender la acción empresarial, las formas de organización y la relación entre estas, el mercado y el Estado, así como el proceso de conformación de las estrategias corporativas.

¹⁸ El distanciamiento y la menor dependencia mutua entre empresas y bancos, lleva a una redefinición del rol de los mismos en la economía hacia el comercio en los mercados financieros abiertos y con los hogares. Individuos y hogares se ven involucrados en la financiarización mediante el endeudamiento (créditos al consumo e hipotecarios) y a través de la posesión de activos (participando en fondos de pensión y seguros) (Lapavitsas, 2016).

¹⁹ Una diferencia importante al momento de analizar los alcances de la financiarización está vinculada al rol ocupado por los inversores institucionales (fondos de pensión y compañías de seguro) como accionistas en empresas europeas y estadounidenses, quienes votan en los concejos directivos siguiendo exclusivamente criterios de rentabilidad o flujos de caja disponibles de esas empresas, pero sin otros vínculos con las mismas y detentando un gran poder de veto (Auvray y Rabinovich, 2018).

Comenzamos definiendo a los grupos económicos, dando cuenta de los límites que tiene la teoría económica al momento de analizarlos y proponiendo un marco teórico que abreva en la tradición de la nueva sociología económica. Introdujimos también, bajo este marco teórico, los conceptos de estrategia y acción económica.

La introducción de la sociología del desarrollo nos permitió abordar estas cuestiones analizando las particularidades de los países de industrialización tardía, pensando a partir de coordenadas políticas y económicas más cercanas a nuestra propia realidad. La principal cuestión que esta perspectiva analítica nos ofrece es un marco para repensar la relación entre las empresas y el Estado, qué tipo de vínculos se pueden construir y la importancia de la acción estatal en la creación y organización de los mercados en los procesos de desarrollo.

Esta cuestión también resultó ser uno de los ejes trabajados en la presentación que realizamos de la nueva sociología económica. En particular, los aportes de Fligstein (1996) y Dobbin (1997) van a reponer el lugar de la estatalidad para pensar la conformación de los mercados, su permanencia y su puesta en crisis, así como el hecho de que los mismos son posibles en tanto existe un entramado de relaciones e instituciones que generan las condiciones de posibilidad para su existencia, pero que no son ni las más eficientes ni las únicas posibles. Este enfoque nos permite articular lo microeconómico con lo político-institucional, al momento de analizar el diseño y la elaboración de las estrategias empresariales. Por otro lado, esta mirada también introduce una crítica al modelo de acción económica racional, al afirmar que la misma no tiende exclusivamente a la maximización de beneficios sino ante todo a la creación de mundos estables. Asegurar las condiciones bajo las cuales se desempeña la competencia junto a los restantes actores dentro de un mercado es más importante que la búsqueda de maximización de beneficios.

La nueva sociología económica también nos permitió retomar el concepto de *concepciones de control* (Fligstein, 1990), entendido como la mirada que las firmas tienen sobre otras empresas y que comportamientos se consideran apropiados en dicho mercado. En este aspecto, el Estado tiene un lugar central ya que contribuye al mantenimiento o no de determinadas concepciones de control. El cambio es una

respuesta a la compleja interacción entre las grandes empresas, quienes la dirigen y el Estado.

El capítulo también introdujo la discusión sobre estas cuestiones que se dieron al interior de distintas miradas de la teoría económica, cuyo eje es buscar cuestionar o superar los supuestos neoclásicos de mercados completos, competencia atomística y contratos perfectos. La Nueva Economía Institucional y la corriente evolucionista nos brindaron algunas herramientas teóricas a partir del cuestionamiento a esta tríada de conceptos, ofreciendo un análisis donde los agentes son intencionalmente racionales, pero dicha racionalidad es limitada. El evolucionismo fue más allá, al plantear que dicha racionalidad tiene un carácter procesual, como resultado de los procesos de aprendizaje, concepto central junto al de competencia y rutina. Para esta teoría el cambio puede ser tanto endógeno (búsqueda de innovaciones tecnológicas), como exógeno, por relación con el entorno. Lo que existe, en última instancia, es una heterogeneidad de situaciones y posibilidades para las empresas, donde las mismas realizan apuestas innovadoras con resultados inciertos. Esta perspectiva abandona la idea de firma representativa, presente en la teoría neoclásica y permite complejizar este entramado de relaciones, dando cuenta de la incertidumbre y apuesta que significan para las empresas la puesta en práctica de las distintas estrategias que van diseñando.

CAPÍTULO II

El sector de energía eléctrica entre la convertibilidad y la posconvertibilidad: reconfiguración de la actividad e ingreso de nuevos actores

En este capítulo indagaremos las transformaciones del sector de energía eléctrica durante el período privatizador de la década de 1990 y los cambios suscitados tras el fin de la convertibilidad. La introducción de estas cuestiones nos brindará el marco necesario para el análisis que llevaremos adelante en los próximos capítulos sobre el grupo Pampa Energía.

En el capítulo daremos cuenta del marco regulatorio sancionado en el año 1991, la nueva composición del sector y los actores que ingresan al mismo, estudiando cómo operó en este caso la relación entre capital extranjero, grupos económicos locales y bancos privados, que pasó de una participación conjunta en las nuevas empresas privatizadas a un retiro del capital local y el avance de las firmas extranjeras, así como el nuevo rol que pasó a tener el Estado al interior de la actividad de energía eléctrica, de su función como Estado-empresario a uno de regulación mediante la Secretaría de Energía y el ENRE.

La segunda parte del capítulo abordará los cambios suscitados durante la posconvertibilidad: el congelamiento de las tarifas en pesos y la renegociación de los contratos de las prestadoras vía la UNIREN, junto al nuevo mapa de actores que comenzó a formarse tras la retracción del capital extranjero y la entrada de nuevos grupos locales.

2.1. Privatización y creación de un nuevo mercado de energía eléctrica

El proceso privatizador comenzó a partir de las sanciones de la Ley N.º 23.696 de Reforma del Estado y la Ley N.º 23.697 de Emergencia Económica en el año 1989. Sin embargo, en dicho período no se incluyó la enajenación de activos del mercado de energía eléctrica. La adjudicación a privados de estos bienes se realizó durante el segundo ciclo de privatizaciones, abierto tras la sanción del Plan de

Convertibilidad del año 1991 y la absorción por parte del ministro de Economía, Domingo Cavallo, de la cartera de Obras Públicas.

Esta etapa tuvo algunas diferencias con la anterior, que implicó en primer lugar, una segmentación de las unidades de negocios con anterioridad a su transferencia al sector privado, que en el caso del sector de energía eléctrica llevó a una división en tres tipos de actividades distintas: producción, transporte y distribución. En segundo lugar, un desplazamiento en la forma de pago, que pasó de priorizar la capitalización de títulos de deuda al desembolso en efectivo como estrategia para resolver los problemas fiscales, aunque sin abandonar dichos títulos en la forma de pago. En tercer lugar, se le dio espacio a la creación de marcos regulatorios y entes de control con anterioridad al proceso de transferencia de las empresas (Azpiazu, 2002).

El diagnóstico oficial para llevar adelante este proceso contemplaba que era necesario:

Revertir la tendencia declinante de la calidad del servicio eléctrico, el déficit progresivo y acelerado de las empresas estatales prestatarias y la insatisfacción creciente de los usuarios. El sector eléctrico estaba desfinanciado, el Tesoro Nacional había agotado sus posibilidades de asistirlo y la discontinuidad crónica del gerenciamiento estatal había provocado gravísimos desaciertos en las decisiones de corto, mediano y largo plazo. El sistema había colapsado y debía ser reemplazado (ENRE, 1993: 9).

Podemos encontrar tres motivaciones distintas para llevar adelante la reestructuración del sector: una motivación fiscal, una motivación de eficiencia y una motivación política.

Bajo la motivación fiscal se englobaron aquellos argumentos que focalizaban en el déficit fiscal que generaban las empresas y la necesidad de fondos frescos para hacer frente ante todo al pago de la deuda externa que debía afrontar el país.

Las motivaciones que enfatizaban la eficiencia indicaban que se buscaba, *“mediante la introducción de la competencia donde fuera posible, promover la participación del capital privado y proteger los intereses de los usuarios, regulando*

los mercados que tuvieran las características de monopolios naturales” (Pistonesi, 2001:46). Una justificación que se encuentra en sintonía con lo sostenido para avanzar con las privatizaciones en el resto de las actividades económicas, cuya idea rectora a favor de las mismas era que la magnitud de las inversiones necesarias para volver eficientes a las compañías era imposible de ser llevada adelante con fondos públicos dada la denominada *quiebra del Estado* de mediados de los años '80 (Azpiazu y Basualdo, 2004).

Por último, pero no menos importante, se encontraban las motivaciones políticas que operaron detrás de todo el programa privatizador. La implementación del mismo contó con el apoyo simultáneo de los grandes grupos económicos locales, del capital extranjero y de los acreedores externos, y permitió consolidar el programa económico y el proyecto político del presidente Carlos Menem (Abeles 1999; Azpiazu, 2002; Beltrán, 2011; Castellani y Serrani, 2011; Gerchunoff, Greco y Bondorevsky, 2002). Se desarrolló entonces una triple alianza que incluyó a los grupos económicos locales más importantes, que aportaron capacidad gerencial administrativa y *lobbying*, junto a su conocimiento de la infraestructura nacional; empresas transnacionales, que aportaron experiencia tecnológica y de gestión (fundamentalmente por el hecho de desempeñarse como operadoras de servicios públicos); y por último, bancos extranjeros y locales, que aportaron gran parte de los títulos de deuda pública argentina que serían capitalizados. Cobró forma, de esta manera, la asociación entre el capital local y el extranjero, poco presente en la economía argentina hasta ese momento.²⁰

²⁰ Mientras para el conjunto de investigadores tributarios de la perspectiva de economía política de la FLACSO (Azpiazu y Basualdo, 2004; Azpiazu y Schorr, 2001) la articulación entre los diferentes actores terminó por conformar una comunidad de negocios que aumentó su influencia sobre el desempeño macroeconómico y redujo los grados de autonomía del sistema político (Azpiazu y Basualdo, 2004), para otros autores (Etchemendy, 2001) la participación de los grupos económicos locales en el programa privatizador al lado del capital extranjero fue ante todo producto de negociaciones más o menos formales y acuerdos entre dichos actores y el Estado, que los llevó a ser parte de una coalición reformista. Ambas perspectivas enfatizan que quienes salieron fortalecidos de estas reformas eran quienes al momento de las mismas eran actores poderosos tanto económica como organizacionalmente.

2.1.1. El nuevo marco regulatorio del sector

Mediante la reglamentación de la Ley N.º 24.065, del régimen de la energía eléctrica, sancionada en diciembre de 1991, el decreto reglamentario N.º 1.398/92 y el decreto sobre inversiones extranjeras N.º 1.853/93, se creó un nuevo marco regulatorio cuyo lema era “*competencia cuando es posible, regulación cuando es necesaria*” (ENRE, 1998: 11), que contenía como principales novedades la separación en segmentos de actividad y la relegación del rol del Estado empresario a uno de regulación y policía vía la Secretaría de Energía y el Ente Nacional Regulador de la Electricidad (ENRE), cuya creación se encontraba contemplada en la ley. Entre las nuevas funciones que tenían la Secretaría de Energía y el ENRE se encontraban: la promoción de la competitividad en generación de energía y el aliento de inversiones, garantizar el libre acceso y la no discriminación de los servicios de transporte y distribución, asegurar que las tarifas que se apliquen sean justas y razonables, así como la protección de los derechos de los usuarios y la convocatoria a audiencias públicas para la participación en la toma de decisiones y el control ambiental de la actividad.

La sanción de esta normativa desarticuló el lugar que el Estado había venido ocupando en la organización de la actividad desde la década de 1940²¹ cuando se buscó aumentar la capacidad de generación de energía a través de centrales hidroeléctricas para hacer frente al aumento de la demanda y se efectivizó la construcción de un sistema interconectado a nivel nacional.²²

²¹ Este rol jugado por las políticas estatales se profundizó a partir de la década de 1950 con la creación de la Dirección de Electricidad y Mecánica de Buenos Aires (DEMBA) y la Dirección de Energía de Buenos Aires (DEBA), con sus planes de electrificación y obras eléctricas (La Scaleia, 2007 y 2015) y la acción de los Estado provinciales de Santa Fe (Lanciotti, 2008) y Córdoba (Solveira, 2009).

²² En este marco, se crearon la Dirección Nacional de Energía y Agua y Energía Eléctrica en 1943, la Dirección Nacional de Contralor Energético en 1956, Servicios Eléctricos del Gran Buenos Aires (SEGBA) en 1958, e Hidroeléctrica Norpatagónica Sociedad Anónima (HIDRONOR) en 1967 (La Scaleia, 2007). A partir de la etapa abierta con el golpe militar de 1976, si bien se concretaron algunos proyectos hidroeléctricos (Salto Grande) y comenzaron algunos de energía nuclear (Atucha II), el período se caracterizó por falta de inversiones y problemas de abastecimiento que culminaron en la crisis energética de 1988/89 (La Scaleia, 2007).

El nuevo ordenamiento del mercado de energía eléctrica promovió discursivamente la desintegración vertical de la actividad, que pasó a estar conformada por tres segmentos diferenciados: generación, transporte y distribución.²³ Esto dio lugar al surgimiento de nuevos actores dentro de la actividad:

- ❖ Las generadoras: actúan dentro del Mercado Eléctrico Mayorista (MEM) y desarrollan su actividad en un régimen de competencia, celebrando contratos de suministros pactados libremente con distribuidoras y grandes usuarios.
- ❖ Las transportistas: se trata de un monopolio natural, donde los agentes transportan energía entre las generadoras y las distribuidoras o los grandes usuarios, cobrando por esta actividad una tarifa de peaje. La actividad quedó separada de la generación y distribución, teniendo prohibido los transportistas comprar o vender electricidad.
- ❖ Las distribuidoras: abastecen a los usuarios finales que no puedan contratar el suministro de forma independiente. Se trata de una actividad de carácter monopólico, con reserva zonal de mercado.
- ❖ Los grandes usuarios: son aquellos que contratan el suministro de energía directamente en el MEM, pactando el precio con las generadoras. Los grandes usuarios se encuentran, a su vez, divididos en tres tipos: grandes usuarios mayores, grandes usuarios menores y grandes usuarios particulares.

La privatización de la década de 1990 se llevó adelante creando unidades productivas jurídicamente independientes a partir de las centrales en manos SEGBA, Hidronor, y Agua y Energía Eléctrica. En el caso de la distribución eléctrica

²³ La segmentación de las empresas públicas en unidades de negocios diferentes también se aplicó en el resto de la cadena energética, atendiendo a las particularidades de cada caso. En gas natural, la empresa estatal Gas del Estado se dividió en dos firmas transportistas (Norte y Sur) y en ocho de distribución (Metropolitana, Buenos Aires Norte, Central, Cuyana, Litoral, Noroeste, Pampeana y Sur), bajo argumentos similares a los de energía eléctrica, que indicaban que la desintegración vertical y horizontal introduciría presiones competitivas y evitaría prácticas abusivas (Azpiazu y Schorr, 2001). Por otra parte, la privatización de YPF se instrumentó a partir de la concesión al capital privado de áreas de explotación, oleoductos y refinerías. El objetivo declarado pasaba por un acoplamiento de los precios locales a los precios internacionales que funcionasen como los incentivos necesarios para garantizar inversiones de riesgo (Castellani y Serrani, 2011; Serrani y Barrera, 2018).

del área metropolitana, en manos de SEGBA, se crearon tres áreas de concesión que dieron lugar a las empresas Edenor²⁴, Edesur²⁵ y Edelap.²⁶ El transporte de alta tensión pasó a estar a cargo de una única compañía regulada, Transener²⁷, mientras la distribución troncal quedó a cargo de seis empresas distintas.²⁸

La concesión de los servicios se estableció en los 95 años, con exclusividad zonal, siendo adjudicada la empresa a la mejor oferta económica.

La Ley N.º 24.065 creó también el MEM al que concurren generadores (con libre acceso para ofrecer su producción), distribuidores, transportistas y grandes usuarios de energía. El MEM pasó a ser administrado por la Compañía Administradora del Mercado Eléctrico Mayorista (CAMMESA). La creación del MEM llevó a la puesta en función de un mercado spot y un mercado a término.²⁹

²⁴ Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A. (Edenor) presta servicio en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y en dieciséis partidos de la provincia de Buenos Aires: Morón, Ituzaingó, Hurlingham, Merlo, Marcos Paz, Las Heras, La Matanza, San Fernando, Tigre, Escobar, Malvinas Argentinas, San Miguel, José C. Paz, Pilar, Moreno y General Rodríguez. El área de concesión es de 4.637 km² y tiene 2.900.000 clientes (ENRE, 1998 y Secretaría de Energía y Minería, 2016).

²⁵ Empresa Distribuidora Sur S.A. (Edesur) presta servicio en la zona sur de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y en doce partidos de la provincia de Buenos Aires: Almirante Brown, Avellaneda, Berazategui, Cañuelas, Esteban Echeverría, Ezeiza, Florencio Varela, Lanús, Lomas de Zamora, presidente Perón, Quilmes y San Vicente. El área de concesión es de 3.304 km² y tiene 2.500.000 clientes (ENRE, 1998 y Secretaría de Energía y Minería, 2016).

²⁶ Empresa Distribuidora La Plata S.A (Edelap) presta servicio en las ciudades de La Plata, Berisso, Ensenada, Brandsen, Magdalena y Punta Indio. El área de concesión es de 5.700 km² y tiene 355.000 clientes (ENRE, 1998 y Secretaría de Energía y Minería, 2016).

²⁷ Compañía de Transporte de Energía Eléctrica en Alta Tensión Transener S.A. (Transener), es la empresa de transporte de energía eléctrica en extra alta tensión. Opera 12.400 km de líneas de transmisión. (ENRE, 1998)

²⁸ Las empresas que integran la red de transporte son: Transnea, Transba, Transpa, Transcomahue, Distrocuyo y Transnoa.

²⁹ En el mercado spot el precio se encuentra en función de la demanda y la disponibilidad de los equipos. Se realiza por orden de precios hasta cubrir la demanda. En el mercado a término existe un precio fijado con anterioridad entre una empresa generadora y una distribuidora por medio de un contrato celebrado entre las partes.

Legalmente, la generación fue definida como un servicio de interés general, que opera en un mercado de competencia³⁰ y donde la regulación se encuentra más atenuada.³¹ El transporte y la distribución fueron definidos como mercados cautivos, dadas sus características técnicas, sujetos a regulaciones de control de precios y calidad de servicio. Entre las restricciones establecidas se encuentran la imposibilidad por parte de los transportistas de comprar o vender energía, así como de ser propietarios de paquetes mayoritarios de generación o distribución. Para el caso de los operadores en el segmento de generación, existe un límite del 10% de la capacidad instalada en manos de una empresa.³² Por otra parte, dentro del segmento de distribución, los clientes considerados grandes usuarios pueden elegir contratar su abastecimiento directamente con generadores o comercializadores del MEM, debiendo para esto pagar un peaje a la empresa distribuidora por el uso de sus instalaciones.

Las actividades de generación y transporte pasaron a estar reguladas por el ENRE, mientras la distribución pasó a estar regulada por las distintas autoridades provinciales. El ENRE únicamente tuvo competencia en el caso de las distribuidoras que pasaron a actuar en las localidades correspondientes a la ex SEGBA: Edenor, Edesur y Edelap.

³⁰ Esta competencia queda excluida cuando se producen contratos a término entre empresas generadoras y distribuidoras o grandes usuarios. Si bien los precios de referencia utilizados suelen ser los sugeridos por los entes de control, en última instancia rigen los valores acordados entre las partes, generándose de esta manera nichos de mercado y posiciones privilegiadas para determinados actores (Ramírez, 2016). Ejemplos de esta situación lo constituyen los contratos de suministro entre Edenor y Edesur con las Centrales Costanera y Puerto, así como los de Edelap con la Central San Nicolás.

³¹ La reestructuración del segmento de generación de energía fue definida como una de las experiencias más exitosas, medida a partir del incremento de la capacidad instalada y la realización de inversiones que tuvo como consecuencia una reducción de los índices de indisponibilidad del parque térmico (Gerchunoff, Greco y Bondorevsky, 2002; FIEL, 1998). Este tipo de inversiones, capaces de generar un rápido retorno con bajo riesgo, fueron cuestionadas debido a los crecientes requisitos en materia de gas natural que demandan (Kozulj, 2015).

³² Esta regulación fue incluida por la Secretaría de Energía tras la privatización de Central Puerto, adquirida por el grupo chileno Gener, ante la posibilidad de que el mismo grupo también adquiriese Central Costanera (Murillo, 2004).

El marco regulatorio buscó establecer una serie de limitaciones a la propiedad de las nuevas empresas eléctricas, indicando por ejemplo en el Artículo 30º que *“ningún generador, distribuidor, gran usuario ni empresa controlada por algunos de ellos o controlante de los mismos, podrá ser propietario o accionista mayoritario de una empresa transportista o de su controlante”* (Ley N.º 24.065), y como plantea en el Artículo 32º, que *“sólo mediante la expresa autorización del ente, dos o más transportistas, o dos o más distribuidores, podrán consolidarse en un mismo grupo empresario o fusionarse”* (Ley N.º 24.065). Esta serie de reglamentaciones contenidas en el articulado de la ley fueron flexibilizadas en el Decreto Reglamentario 1.398/92, que las tornó mucho más laxas. Así por ejemplo el ENRE, que debería haberse constituido dentro de los 60 días de sancionado el nuevo marco regulatorio, entró en vigencia con varios meses de retraso y una vez que ya habían sido concesionadas las áreas de distribución y transferidas las centrales de la ex SEGBA (Vispo, 1999). Por otro lado, en su Artículo 9º, el decreto reglamentario modificó los vínculos de propiedad entre empresas generadoras, distribuidoras y transportistas que pudiese haber, al indicar que:

El titular de una concesión de distribución no puede ser propietario de unidades de generación. De ser éste una forma societaria, sí pueden serlo sus accionistas, como personas físicas o constituyendo otra persona jurídica con ese objeto (Decreto N.º 1398/92).

Esta situación terminó por generar un mapa heterogéneo de empresas y actores, donde mientras a nivel federal existieron bajos niveles de concentración, en el AMBA, las nuevas empresas tendieron a estar vinculadas propietaria y comercialmente. Compañías como Applied Energy Services (AES), Pérez Companc, Chilectra y Endesa³³ se convirtieron en propietarios de empresas generadoras y distribuidoras al mismo tiempo (Murillo y Finchelstein, 2004; Ramírez, 2016), utilizando para ello distintas firmas subsidiarias como Inter-Rio Holding

³³ Entre los años 1997 y 2001, Endesa no solo tuvo participación en la generación y distribución de energía conjuntamente, sino que llegó incluso a participar en las dos distribuidoras energéticas del área metropolitana. A partir de 1997, con la absorción de Enersis, la empresa española, que ya controlaba Edenor, suma a Edesur. El expediente abierto por el ENRE se abrió con posterioridad a la toma de posesión y el desprendimiento de activos, en este caso Edenor, sucedió recién en 2001.

Establishment y Maipú Inversora en el caso de Pérez Companc, o Distribuidora Chilectra y Metropolitana Chilectra S.A, en el caso de Chilgener.

En síntesis, pese a buscar implementar cierta regulación a la concentración del mercado eléctrico y limitar la propiedad del capital, *“las imprecisiones, ‘debilidades’ e, incluso, las modificaciones introducidas respecto a la normativa original – sumadas a la escasa predisposición oficial por regular efectivamente en la materia– han ido desvirtuando los lineamientos originales”* (Azpiazu, 2001: 7).

El sistema de energía eléctrica que emergió de las privatizaciones vino acompañado no sólo de un nuevo marco regulatorio como hemos venido describiendo, sino también de modificaciones en el esquema tarifario vigente hasta ese entonces. El nuevo cuadro tarifario para el segmento regulado cobrado a los consumidores finales³⁴ contenía, por un lado, los costos originados en los segmentos anteriores de la cadena, vía *pass through*, y los costos específicos de la actividad de distribución, estos últimos ajustados según la evolución de la inflación estadounidense y los cambios estacionales (Pistonesi, 2001). Esta dolarización de las tarifas, que a los efectos prácticos terminó operando como un virtual seguro de cambio, se encontraba en oposición a lo indicado en la propia Ley de Convertibilidad.

A la normativa sancionada también hay que sumarle la adición de los derechos originados en los Tratados Bilaterales de Inversión (TBI) firmados por Argentina. Esta combinación de auto restricciones (normativa y tratados) tenía como objetivo minimizar la posibilidad de renegociación de los contratos, provocando que cualquier modificación tuviera un elevado costo³⁵ (Stanley, 2004).

³⁴ A lo largo de la década de 1990, los aumentos tarifarios implementados tuvieron un marcado sesgo que terminó por beneficiar a grandes usuarios, sean estos industriales u hogareños.

³⁵ Los límites de estos contratos se evidenciaron ante dos riesgos imposibles de contractualizar previamente, como fueron la alteración de los precios relativos entre Argentina y Estados Unidos y la devaluación (Stanley, 2004).

Cuadro II-1 Cambios en el sector de energía eléctrica entre los períodos previo y posterior a las reformas de mercado

| | Período pre reformas | Período post reformas |
|---|--|---|
| Marco jurídico | Ley N.º 15.336/60 | Ley N.º 24.065/91 y decretos N.º 1.398/92 y 1.853/93 |
| Tarifas | Fijada por el Poder Ejecutivo en base a principios de “lo justo y razonable” | Los usuarios finales abonan la totalidad de los costos de transporte ³⁶ y generación, así como los costos de distribución ³⁷ y una tasa de “rentabilidad razonable” |
| Rol del Estado | Control de la actividad por medio de empresas públicas nacionales y provinciales ³⁸ | Regulación de la actividad por intermedio de la Secretaría de Energía y el ENRE |
| Inversión y ampliación de la red | A cargo del Consejo Federal de la Energía Eléctrica y con aportes del Fondo Nacional de la Energía Eléctrica | Sin planificación global. Obras a cargo del Estado y de los operadores privados ³⁹ |
| Definición del servicio | De servicio público | De servicio público para el transporte y la distribución, de interés general para la generación |

Fuente: Elaboración propia en base a leyes N.º 15.336/60 y 24.065/91, y decreto N.º 1.398/92 y N.º 1.853/93

2.1.2. La comunidad de negocios en el sector de energía eléctrica

La privatización de las distintas unidades de negocios que componían a las empresas públicas se extendió entre los años 1992 y 1998, aunque para 1994 la

³⁶ Se ajustan trimestralmente según el precio spot estacional del mercado mayorista.

³⁷ Se ajustan según índice de precios de Estados Unidos.

³⁸ La única empresa privada que operó durante el período fue la Compañía Ítalo Argentina de Electricidad, teniendo cada vez una menor importancia en la generación total de energía. La empresa fue estatizada durante la última dictadura militar, en una operación fraudulenta debido a que el pago realizado no se correspondía con el valor de los bienes adquiridos.

³⁹ El Estado pasó a llevar adelante las grandes obras en materia de generación (energía hidráulica y atómica) mientras los propietarios privados implementaron obras principalmente de ampliación de centrales térmicas o de ciclo combinado, de mucha menor envergadura.

mayoría de las nuevas empresas ya habían sido adjudicadas.⁴⁰ La creación de las nuevas empresas generadoras abrió oportunidades de inversión a partir de la instalación de centrales térmicas (dependientes de combustibles fósiles) aprovechando la baja *hidraulicidad* y la abundancia de gas, debido a las elevadas reservas descubiertas por la YPF estatal, que mantuvieron el precio de este insumo por debajo de su cotización internacional⁴¹ (Serrani y Barrera, 2018). En materia de transmisión, las inversiones estuvieron vinculadas a la creciente demanda de energía por parte del sur de Brasil (Kulfas, Porta y Ramos, 2002).

Todo este proceso contó con una activa participación de grupos económicos locales asociados a empresas extranjeras y bancos, teniendo un alcance de carácter nacional.⁴² La inclusión de los grupos locales se desarrolló en el marco de la aplicación de dos tipos de estrategias diferentes, pero no siempre contrapuestas: por un lado, estrategias de consolidación en sus actividades centrales, fortaleciendo posiciones en sectores estratégicos para el conglomerado, y por otro, estrategias de diversificación, complementarias a la consolidación en su *core business* (Gaggero, 2012). Esta participación de los grupos locales en las privatizaciones estuvo condicionada también por las propias características que adquirió el proceso: exigencias patrimoniales mínimas, requisitos técnicos, celeridad e importancia del poder de *lobbying* doméstico (Azpiazu y Basualdo, 2004).

Como parte de quienes llevaron adelante estrategias de consolidación, apuntalando su integración vertical “aguas arriba”, para el sector de energía eléctrica se destacan el grupo Madanes, dueño de Aluar, que tuvo participación en los consorcios que adquirieron la Central Hidroeléctrica de Futaleufú y la

⁴⁰ Entre 1995 y 1998 se privatizó el grueso de la distribución de electricidad provincial mediante la creación de nuevas empresas, bajo jurisdicción y control de las propias provincias. En el caso de la provincia de Buenos Aires se crearon tres nuevas empresas provinciales: Eden, Edea y Edes.

⁴¹ La estrategia implementada por el oligopolio energético sobreexplotó los yacimientos heredados de la YPF estatal, dejando de lado la exploración y búsqueda de nuevas reservas (Serrani y Barrera, 2018).

⁴² La distribución de energía eléctrica fue privatizada en 14 de las 24 jurisdicciones, alcanzado al 60% de los usuarios residenciales (ENRE, 2001).

transportadora Transpa,⁴³ y Acindar, con la adjudicación de la Central Pedro de Mendoza. Dentro de quienes implementaron estrategias de diversificación resaltan: la participación del grupo Pérez Companc en el consorcio adquirente de Edesur, Transener y Central Costanera, el grupo Astra en Edenor, Techint en Edelap y Soldati en Transener y Central Güemes.

Cuadro II-2 Participación de grupos económicos locales en la privatización del sector de energía eléctrica

| Grupo | Segmento | | | Estrategia |
|----------------------|-------------------|-------------------|---------------------|-------------------|
| | Generación | Transporte | Distribución | |
| Pérez Companc | * | * | * | Diversificación |
| Techint | * | | * | Diversificación |
| Astra | | | * | Diversificación |
| Acindar | * | | | Consolidación |
| Loma Negra | * | | | Diversificación |
| Madanes | * | * | | Consolidación |
| Soldati | * | * | | Diversificación |

Fuente: Elaboración propia en base a Azpiazu y Basualdo (2004) y ENRE.

Las estrategias de los grupos locales incidieron en el tipo de participación que tuvieron en las nuevas unidades de negocios creadas. Mientras que los grupos que profundizaron su integración vertical, Madanes y Acindar, adquirieron participaciones mayoritarias en las empresas, quienes llevaron adelante una estrategia de diversificación, en su mayoría fueron tenedores de paquetes minoritarios de acciones. La participación de empresas de capital extranjero tuvo como protagonistas principales a firmas que ya se desempeñaban a nivel mundial como prestadoras de servicios en el sector eléctrico, pero que no tenían presencia en la Argentina. Las privatizaciones les permitieron el desarrollo de una estrategia de inversión de búsqueda de mercados domésticos, en la mayoría de los casos cautivos y con condiciones de explotación monopólica, así como con altísimas barreras de entrada a potenciales interesados (Kulfas, Ramos y Porta, 2002).

⁴³ Empresa de Transporte de Energía por Distribución Troncal de la Patagonia (Transpa), brinda servicio de distribución troncal de energía eléctrica en la Patagonia.

Fundamentalmente se trató de empresas europeas como Endesa (España), Électricité de France International (Francia), Camuzzi Gazometri (Italia), y National Grid (Reino Unido), y de capitales estadounidenses⁴⁴ (AES Corporation). Sobresale también la participación de tres empresas de origen chileno: Chilectra S.A., Enersis S.A. y Chilgener.⁴⁵

Cuadro II-3 Participación de empresas de capital extranjero en la privatización del sector de energía eléctrica

| Grupo | Segmento | | |
|--|-------------------|-------------------|---------------------|
| | Generación | Transporte | Distribución |
| Endesa | * | | * |
| Électricité de France International | * | | * |
| Camuzzi Gazometri | * | * | * |
| National Grid | | * | |
| AES Corporation | * | | * |
| Chilectra S. A | * | | * |
| Enersis S. A | | | * |
| Chilgener | * | | * |

Fuente: Elaboración propia en base a ENRE

El tercer actor involucrado en el proceso privatizador fueron los bancos, tanto de origen local como extranjero. JP Morgan integró el consorcio que adquirió Edenor, mientras el Banco Galicia formó parte de los consorcios que se hicieron cargo de Edeer, Hidroeléctrica Los Nihuiles, Hidroeléctrica Diamante y Distrocuyo. En ambas situaciones se trató de unidades de negocios que incluyeron en su privatización, junto a un monto en efectivo, la capitalización de títulos de deuda aportados por las propias instituciones financieras.

Un último caso para destacar lo constituyen los fondos de inversión, cuya presencia en el proceso privatizador da cuenta de una de las principales novedades

⁴⁴ También tuvieron participación otras empresas de capitales estadounidenses como Duke Energy y CMS Generation Co.

⁴⁵ Chilectra S.A. actualmente es controlada por la empresa italiana Enel, mientras que Chilgener es una filial del grupo AES.

en relación a las modalidades de inversión por parte del capital extranjero a nivel global.⁴⁶ En el caso del sector de energía eléctrica, entre los que sobresalen se encuentra el CEI Citicorp Holdings⁴⁷ -compuesto principalmente por el grupo local República y el Citibank-, con participación en diversos procesos privatizadores (gasífero, telefónico, siderúrgico), y que en el caso de la energía eléctrica se insertó en la generación (Central Piedra buena) y la distribución (Edersa).

Cuadro II-4 Participación de bancos y fondos de inversión en la privatización del sector de energía eléctrica

| Grupo | Segmento | | |
|----------------------------------|------------|------------|--------------|
| | Generación | Transporte | Distribución |
| JP Morgan | | | * |
| Banco Galicia | * | * | |
| CEI Citicorp Holdings | * | | * |
| CI Investments | * | | |
| Bisa | * | | |
| The Argentine Investment Company | * | | |
| The Exxel Group | | | * |

Fuente: Elaboración propia en base a ENRE y Kulfas (2001)

2.1.3. La retirada de los grupos económicos locales y el fortalecimiento del capital extranjero

La articulación entre grupos económicos locales y empresas extranjeras que había originado una *comunidad de negocios* al comienzo del proceso privatizador, comenzó a cambiar a mediados de la década de 1990, con una pérdida de presencia del capital local y un avance del capital extranjero, coincidente con un

⁴⁶ Desde el punto de vista de la captación de los fondos se comportan como inversiones de cartera, mientras la colocación de dichos fondos los acerca a las inversiones directas (CEPAL, 1998). Otra característica asumida por estos fondos es el aporte de management propio y el involucramiento en el gerenciamiento de las empresas.

⁴⁷ Podemos agregar al fondo CI Investments de origen canadiense, que integró el consorcio Hidroinvest S.A, adjudicatario de Hidroeléctrica El Chocón; el fondo Bisa (Hidroeléctrica Alicurá); The Argentine Investment Company (Central Térmica Güemes) y The Exxel Group (Edesal).

aumento del flujo de Inversión Extranjera Directa (IED) en toda la región que se prolongará entre los años 1995 y 2000, para luego sufrir una importa desaceleración (CEPAL, 2002). Por otra parte, concluidas las privatizaciones, las reformas estructurales implementadas le habían quitado al Estado nacional las herramientas que tradicionalmente había utilizado para proteger a los grupos económicos locales (regímenes arancelarios y de promoción industrial, líneas de financiamiento preferencial), y aquellas que aún tenía disponible –como la obra pública- no podían ser utilizadas debido a la magnitud de la crisis fiscal de los últimos años de la convertibilidad (Gaggero, 2012).

La retirada parcial de los grupos locales en el marco de un acelerado proceso de fusiones y adquisiciones que comenzó a desarrollarse en la segunda mitad de los años 1990 habilitó en algunos casos la generación de ganancias patrimoniales para los grupos involucrados (Basualdo, 2006; Kulfas, 2001), producto de la acelerada revaluación patrimonial de los activos adquiridos, debido a su bajo precio inicial y su creciente rentabilidad. La compraventa de estas empresas implicó:

Para el adquirente, acceder a activos que arrojan una ganancia particularmente elevada en términos internacionales y para el vendedor, realizar una ganancia patrimonial sustrayéndose al riesgo que un incremento de la competencia o un cambio en los marcos regulatorios disminuya el monto de su activo (Arceo y Basualdo, 1999 citado por Kulfas, 2001 :57).

En otros casos las ventas efectuadas por los grupos económicos locales se efectuaron bajo una estrategia de especialización, venta forzosa en el marco de una situación de crisis económica, alto endeudamiento y exposición externa, o una retirada oportuna (Gaggero, 2012).

Dentro de este panorama general se produjo una marcada desnacionalización del entramado empresario, donde el capital extranjero no contribuyó con avances significativos ni en la expansión del acervo de capital ni en la especialización productiva: la IED durante esta etapa se caracterizó por la adquisición de empresas de origen nacional, habilitando un proceso de centralización económica, que dejó a

principios del siglo XXI al capital extranjero ocupando un lugar central en la dinámica de acumulación⁴⁸ (Azpiazu, Manzanelli y Schorr, 2011).

En el sector de energía eléctrica esta cuestión se expresó bajo dos modalidades: el capital local desplegó por un lado una serie de ventas de activos en las principales empresas del sector, y por otro, algunas compras en empresas de menor relevancia. En este desprendimiento de activos por parte de los grupos locales es preciso tener en cuenta las estrategias desarrolladas al momento de la adquisición de las antiguas empresas públicas. En particular, la venta de empresas estuvo liderada por los grupos que habían seguido a comienzos de la década estrategias de diversificación.⁴⁹ Grupos como Astra y Soldati perdieron relevancia en el sector a la par que lo hacían también al interior de la cúpula empresarial.⁵⁰ Techint y Pérez Companc se desprendieron de activos importantes dentro del sector, pero realizaron compras de menor relevancia, dentro de la generación y transmisión de electricidad.

⁴⁸ Entre otras características, la misma implicó un creciente giro de renta al exterior por parte de las empresas extranjeras residentes. Del total remitido durante el período 1992-2001, 19.000 millones de dólares, 3.700 millones correspondieron a firmas insertas en los servicios de electricidad, gas y agua, representando un 19% del mismo (CEPAL, 2002).

⁴⁹ En el caso de los grupos que siguieron una estrategia de integración vertical, el grupo Madanes mantuvo la central Hidroeléctrica de Futaleufú, mientras Acidar liquidó la Central Pedro de Mendoza durante el año 1997.

⁵⁰ Mientras Astra atravesó exitosamente la primera parte de la década de 1990, en la segunda mitad se desprendió de gran parte de sus activos realizando ventas de oportunidad. En el caso de Soldati los problemas financieros y el elevado nivel de endeudamiento llevaron a que el grupo tenga que desprenderse de diferentes empresas (Gaggero, 2011).

Cuadro II-5 Transferencias de capital realizadas por los principales grupos económicos locales en el sector de energía eléctrica, 1994-2001

| Empresas | Pérez Companc | | Techint | | Astra | | Soldati | |
|-------------------------|---------------|------|---------|------|-------|------|---------|------|
| | 1994 | 2001 | 1994 | 2001 | 1994 | 2001 | 1994 | 2001 |
| Central Costanera | ▲ | ○ | | | | | | |
| Edesur | ▲ | ○ | | | | | | |
| Transener | ▲ | ▲ | | | | | ▲ | ○ |
| Edelap | | | ▲ | ○ | | | | |
| Central Dique | | | ▲ | ○ | | | | |
| Edenor | | | | | ▲ | ○ | | |
| Edeersa | | | | | ▲ | ○ | | |
| Central Güemes | | | | | | | ▲ | ○ |
| Pichi Picún Leufú | | ▲ | | | | | | |
| Central térmica Genelba | | ▲ | | | | | | |
| Yacylec | | ▲ | | ▲ | | | | |
| Urugua-í | | | | ▲ | | | | ▲ |
| Litsa | | | | | | | | ▲ |

Fuente: Elaboración propia en base a informes anuales del ENRE (1998-2002) y Basualdo (2010)

▲ Indica tenencia accionaria de una empresa

○ Indica la venta de la participación accionaria

2.2. El sector energético bajo el nuevo contexto institucional y macroeconómico

Los cambios que venimos describiendo en las condiciones macroeconómicas e institucionales que trajo el fin de la convertibilidad dieron lugar a una serie de transformaciones en la dinámica del sector de energía eléctrica. A los cambios regulatorios, producto de la ley de Emergencia Económica, le siguió la retracción del capital extranjero de las posiciones que había avanzado desde mediados de la década del '90, dando lugar a un nuevo mapa de actores, potenciado por el surgimiento de nuevos grupos y empresas de capital local, entre las que se destaca Pampa Energía.

2.2.1. Los cambios regulatorios

La Ley N° 25.561 de Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario sancionada en el año 2002 ordenó desdolarizar y desindexar las tarifas de servicios públicos, estableciendo en la práctica un congelamiento de sus valores en pesos corrientes y llamando a una comisión de renegociación. Se conformó de esta manera la Comisión de Renegociación de Contratos de Obras y Servicios Públicos, que dio lugar posteriormente a la Unidad de Renegociación y Análisis de Contratos de Servicios Públicos (UNIREN).

La ley de Emergencia Pública no sólo desarmó cualquier mecanismo indexatorio de las tarifas en base a índices de precios de otros países, así como la paridad fija entre el peso y el dólar (Art. 8º), sino que también estableció que las prestadoras de servicios públicos no podían suspender o alterar el cumplimiento de sus obligaciones, y que la renegociación tarifaria debía considerar el impacto de las tarifas en la competitividad de la economía, la distribución del ingreso, la calidad del servicio, el interés de los usuarios y la rentabilidad de las empresas (Art. 10º).

La UNIREN, creada bajo el decreto N° 311/2003, tuvo vigencia desde julio de 2003 hasta su disolución en 2016. Sus tareas fueron la renegociación de los contratos⁵¹ de distintos servicios como transporte y distribución de energía eléctrica, agua potable y transporte y distribución de gas,⁵² así como efectuar recomendaciones en materia de adecuaciones de precios y contratos de obras.

⁵¹ La UNIREN también desempeñó las tareas de: “suscribir acuerdos con las empresas concesionarias y licenciatarias de servicios públicos ad referendum del Poder Ejecutivo Nacional, elevar proyectos normativos concernientes a posibles adecuaciones transitorias de precios y a cláusulas contractuales relativas a los servicios públicos, como también la de efectuar todas aquellas recomendaciones vinculadas a los contratos de obras y servicios públicos y al funcionamiento de los respectivos servicios” (Decreto N.º 1462/2005).

⁵² El listado completo de los contratos de servicio que debían negociarse vía la UNIREN incluía: agua potable y desagües cloacales, transporte y distribución de energía eléctrica, transporte y distribución de gas, telecomunicaciones de telefonía básica (fija), transporte público automotor y ferroviario de personas, de superficie y subterráneo, servicio ferroviario de cargas, Las concesiones viales con cobro a usuarios, incluidos los accesos a la Ciudad De Buenos Aires, el servicio portuario, las vías

El acta acuerdo que la UNIREN fue estableciendo con las distintas prestadoras de servicios incluyó, en el caso de la energía eléctrica, la celebración de un régimen tarifario de transición, ajustado por un índice de variación de costos calculado por el ENRE, un acta acuerdo con un plan de inversiones y régimen de calidad del servicio, así como el establecimiento de una futura revisión tarifaria integral (RTI), con fecha límite en diciembre de 2005 y entrada en vigencia en febrero de 2006. Este acuerdo alcanzaba únicamente a la actividad regulada y, dentro de la misma, a las distribuidoras del AMBA surgidas tras la privatización de SEGBA (Edenor, Edesur y Edelap), así como a Transener y las transportistas troncales.

Sin embargo, la revisión tarifaria pautada no se implementó durante este período⁵³, llevándose adelante distintos incrementos a partir del monitoreo de costos y del régimen de calidad del servicio, así como compensaciones por los créditos generados con CAMMESA.⁵⁴ Como contraparte, las distintas empresas transportistas y distribuidoras efectuaron sendos reclamos al Poder Ejecutivo para que implementase la RTI pautada.

Esto llevó a que durante el período 2002-2015 la situación del sector energético combinara ingresos parcialmente congelados (tarifas) y costos empresariales crecientes, donde se priorizó la accesibilidad de usuarios residenciales y la competitividad por sobre la rentabilidad del sector, y en donde el Estado habilitó un limitado ajuste tarifario y una serie de subsidios compensatorios (Rangugni, 2013). El resultado fue un *“progresivo y evidente deterioro del desempeño operativo y pérdida de liquidez lo cual a su vez provocó que numerosas empresas pospusieran*

fluviales por peaje, la concesión del servicio de la Terminal de Ómnibus de Retiro de la Ciudad De Buenos Aires, el servicio Postal, Monetario y de Telegrafía, el Sistema Nacional de Aeropuertos.

⁵³ A partir de las resoluciones N.º 66/2017 y 73/2017 del ENRE, Transener y Transba concluyeron su revisión tarifaria, con los nuevos cuadros tarifarios entrando en vigencia a partir de febrero de 2017. En los casos de Edenor y Edesur, vía resoluciones N.º 6/16 y 7/16 del ENRE se aprobó también el nuevo esquema tarifario.

⁵⁴ Las generadoras de energía tenían saldo acreedor con CAMMESA y la Secretaría de Energía por liquidaciones de ventas con fecha de vencimiento a definir.

nuevas inversiones en sus redes, afectando de esa manera la calidad de los servicios” (Muras, Melamud, Ortolani, Martínez de Vedia y Einstoss, 2015: 5).

2.2.2. Transferencia de capital y cambio de mano en las empresas de energía eléctrica

Las transformaciones en la economía local afectaron la rentabilidad extraordinaria de las empresas, que comenzó a verse cuestionada por el deterioro de las condiciones de la demanda, los costos, el acceso al crédito y la modificación en la regulación de las tarifas que pasaron a estar pesificadas, pero con deudas contraídas en dólares. Esto llevó a que algunas firmas entraran en cesación de pagos. Tal fue el caso de Edenor, controlada por la Empresa Electricidad Argentina S.A. (EASA), perteneciente a Électricité de France International (EDF) y Edea⁵⁵, controlada por Inversora Eléctrica de Buenos Aires, perteneciente a United Utilities. Es preciso resaltar que las empresas de capital extranjero con mayores dificultades financieras fueron aquellas que más renta giraron al exterior hasta el año 2002. Según se indicaba en un informe de CEPAL de aquellos años:

El proceso de privatización está casi agotado y, además, a causa del desmejoramiento de la situación económica, varias ET [Empresas Transnacionales] están reduciendo sus planes de expansión, o congelando sus inversiones, o tratando de abandonar la subregión, o incluso declarándose en cesación de pagos. En efecto, tal como ha ocurrido en Argentina, las casas matrices han dejado, en general, de hacer aportes a sus filiales, y varias empresas entraron en cesación de pagos (CEPAL, 2002: 47)

De este modo, el avance del capital local en los servicios públicos se desarrolló con algunas características particulares cuando nos enfocamos en el sector de energía eléctrica. A diferencia de lo ocurrido, por ejemplo, en la provisión de agua y saneamiento, cobró relevancia durante este período la transferencia de paquetes

⁵⁵ Empresa Distribuidora de Energía Atlántica S.A. (Edea) presta servicio en 17 partidos del interior de la provincia de Buenos Aires, y en las ciudades de Mar del Plata, Miramar, Chascomús, Dolores, San Clemente del Tuyú y Santa Teresita. El área de concesión es de 105.000 km² y tiene 526.000 clientes (ENRE, 1998 y Secretaría de Energía y Minería, 2016).

accionarios entre empresas de capitales extranjeros o hacia capitales locales, en su mayoría fondos de inversión sin vínculos con el sector (Azpiazu y Bonofiglio, 2006), siendo menos relevante la reestatización de los servicios. Por otro lado, a lo largo de la década se fueron dando otros cambios de manos entre tenedores extranjeros y locales de los paquetes accionarios. La tendencia fue hacia una mayor presencia de grupos locales en los tres segmentos en los que se divide el sector.

2.2.2.1. La retirada (parcial) del capital extranjero

La retirada de firmas extranjeras estuvo acompañada en muchos casos de presentaciones ante el CIADI, el tribunal arbitral del Banco Mundial, por reclamos ante la desindexación y la pesificación de las tarifas.⁵⁶ Tales fueron los casos de EDF, por sus operaciones en Edenor y Edemsa⁵⁷; AES, por su participación en Edelap, Eden y Edes; así como en las generadoras de electricidad de San Nicolás y Alicurá y Camuzzi, por sus negocios en Edea y Edersa. Si bien las presentaciones implicaron demandas por los efectos de la ley de emergencia económica en los negocios regulados, también se incluyeron planteos vinculados a la participación de estas empresas en segmentos no regulados del mercado, ya sea en la generación eléctrica o el *upstream* en el caso del gas (Stanley, 2004).

Un último caso lo constituyó Transener, cuya presentación fue realizada ante la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional (UNCITRAL por sus siglas en inglés), debido al TBI que Argentina había firmado con Gran Bretaña. La demanda había sido iniciada por la empresa británica National Grid.

⁵⁶ Argentina recibió un total de 42 demandas ante el tribunal del Banco Mundial, por un total de pasivos cercanos a los 20.000, como reclamo por las leyes de emergencia sancionadas, en vigencia de los Tratados Bilaterales de Inversión suscriptos la década anterior.

⁵⁷ Empresa Distribuidora de Electricidad de Mendoza Sociedad Anónima (Edemsa), presta servicio en la provincia de Mendoza. Tiene 436.000 clientes. El área de concesión es de 109.000 km² (ENRE, 1998 y Secretaría de Energía y Minería, 2016).

Cuadro II-6 Transferencias de capital realizadas por empresas extranjeros en el sector de energía eléctrica, 2001-2006

| | EDF | | Endesa | | AES | | Camuzzi | | Petrobras | | CMS | | Duke Energy | |
|----------------------------------|------|------|--------|------|------|------|---------|------|-----------|------|------|------|-------------|------|
| | 2001 | 2006 | 2001 | 2006 | 2001 | 2006 | 2001 | 2006 | 2001 | 2006 | 2001 | 2006 | 2001 | 2006 |
| Edenor | ▲ | ○ | | | | | | | | | | | | |
| Edesur | | | ▲ | ▲ | | | | | ○ | ▲ | | | | |
| Edelap | | | | | ○ | ▲ | | | | | | | | |
| Transener | | | | | | | | | ○ | ▲ | | | ▲ | ○ |
| Central Costanera | | | ▲ | ▲ | | | | | | | | | | |
| Centrales Térmicas Mendoza | | | | | | | | | | | ▲ | ○ | | |
| Hidroeléctrica El Chocón | | | | | | | | | | | ▲ | ○ | | |
| Hidroeléctrica Diamante | ▲ | ○ | | | | | | | | | | | | |
| Hidroeléctrica Los Nihuiles | ▲ | ○ | | | | | | | | | | | | |
| Edeer | | | | | | | | | | | ▲ | ○ | | |
| Central Güemes | | | | | | | | | | | | | ▲ | ○ |
| Hidroeléctrica Piedra Del Águila | | | | | | | | | | | | | ▲ | ○ |

Fuente: Elaboración propia en base a informes anuales del ENRE (2001, 2006) y balances empresarios

▲ Indica tenencia accionaria de una empresa

○ Indica la venta de la participación accionaria

Las principales firmas extranjeras que siguieron un proceso de desinversión fueron la francesa EDF, la británica National Grid y las norteamericanas PSEG, GPU y CMS. La retirada de estas empresas extranjeras fue en algunos casos, como el de EDF, relativa, en tanto se quedaron con contratos de asistencia técnica por los próximos años.⁵⁸

EDF se convirtió durante la década de 1990 en una de las principales operadoras del sector tanto en Argentina como en Brasil. Su expansión internacional incluyó también inversiones en África, China y Europa, aprovechando la desregulación del mercado de aquel continente. Mientras en una primera etapa su participación estuvo vinculada a integrar los consorcios privatizadores junto a otros operadores como condición de posibilidad para el acceso a dichos activos, en un segundo momento, EDF aprovechó ciertas debilidades de sus socios para pasar a detentar posiciones de control en las distintas empresas, tal fue el caso de la puja con Endesa por la compra-venta de Edenor (CEPAL, 2004).⁵⁹ A partir de la crisis de los años 2002-2003, la firma francesa inició un proceso de retracción de sus inversiones en la región tras las crecientes dificultades financieras con las que comenzó a encontrarse.

La española Endesa si bien inició un proceso de venta de sus activos durante el período 2002/2003, posteriormente realizó un cambio de estrategia y volvió a invertir bajo la conducción de su nueva controlante, la firma de capitales italianos Enel, también controlante, entre otros activos, de Central Costanera, El Chocón y Edesur. Endesa fue durante el período privatizador uno de los principales actores del

⁵⁸ Tras vender su participación al grupo Dolphin, antecesor de Pampa Energía, EDF se quedó con un contrato de asesoramiento técnico que les permitió a sus nuevos propietarios tener acceso al know-how, experiencia y conocimientos técnicos en lo referido a la distribución y comercialización de energía. La duración del mismo fue de 5 años.

⁵⁹ En 1999 Endesa adquirió a la empresa de capitales chilenos, Enersis, controlante de Edesur, pasando de esta manera a ser accionista de forma conjunta de ambas distribuidoras del área metropolitana. Dicha acción generó un dictamen por parte de la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia (CNDC) obligando a Endesa a desinvertir en alguna de las dos empresas de energía eléctrica. Finalmente, dos años después, en febrero de 2001, Endesa se desprendió de su participación accionaria en Edenor, dejando a EDF como principal accionista con el 80% de la tenencia.

mercado local. Tras la liberalización del mercado eléctrico español a fines de los años '80, la empresa inició un proceso de internacionalización que tuvo como pivotes a Argentina, Portugal y Perú, para posteriormente diversificarse hacia las telecomunicaciones y la transmisión de gas. En América Latina, su presencia aumentó tras la compra del paquete controlante de Enersis, disputado con la empresa estadounidense Duke Energy, convirtiéndose de esta manera en el primer grupo eléctrico privado de la región (CEPAL, 2004). La situación delicada de algunas economías latinoamericanas durante comienzos del siglo XXI donde la empresa operaba (Argentina y Brasil, principalmente), llevó a un estancamiento de la firma española, que se expresó a partir de 2003 con el lanzamiento de un programa de fortalecimiento financiero que incluyó nuevos aportes de capital, el refinanciamiento de la deuda de Enersis y Endesa Chile y la venta de activos. Finalmente, desde el año 2007 Enel inició un proceso de ingreso en la compañía, a la que terminó por controlar en 2009.

Por otra parte, firmas como AES y Camuzzi profundizaron su inserción en el país, en una marcada centralización del capital en sus subsidiarias locales. La firma de capitales estadounidenses supo convertirse desde mediados de los años '90 en un jugador de peso a nivel global, controlando 110 plantas de generación de energía y 17 empresas de distribución, a lo largo de 27 países, aunque el epicentro de sus negocios se encuentra en América Latina, en particular en Argentina, Chile y Brasil, con un patrón de inserción sectorial que implicó fuerte presencia en la generación energética en los dos primeros países y distribución en centros urbanos e industriales del tercero (CEPAL, 2004). Al igual que ocurrió con Endesa, la delicada situación económica de los países de la región donde tenía presencia, llevó a AES a una fuerte pérdida de su capitalización bursátil y se abrió un proceso de reestructuración de deuda. Superada esta situación para el año 2004, el grupo

continuó su inserción en el sector. En Argentina eso implicó la adquisición a PSEG de Edelap, Eden⁶⁰ y Edes.⁶¹

Camuzzi, por su parte, aprovechó la retirada de United Utilities International Limited para adquirir la totalidad del paquete accionario de Edea en 2004. De esta maneja profundizó su inserción en el sector, donde ya contaba con presencia en Edersa, así como en la transmisión de energía eléctrica en la Patagonia mediante Transpa. La firma también está presente en la distribución de gas, a través de Camuzzi Gas Pampeana y Camuzzi Gas del Sur, y en la distribución de agua en las localidades bonaerenses de Laprida (Aguas de Laprida) y Balcarce (Aguas de Balcarce).

Entre los avances de firmas extranjeras de comienzos de la posconvertibilidad se destacó el de Petrobras, vinculado a la internacionalización de empresas brasileñas que utilizaron a Sudamérica como plataforma de consolidación de sus inversiones (Barrera, 2012). En el caso de Petrobras, su desembarco en Argentina se dio en el año 2002 a partir de la compra del 58% del paquete accionario de Pérez Companc⁶², que había iniciado un proceso de retirada y reconversión hacia el sector agroalimentario (Gaggero, 2012). Con esta adquisición, Petrobras⁶³ pasó a controlar la nave insignia del grupo, Pecom Energía, incorporando empresas del sector eléctrico en generación (Hidroeléctrica Pichi Picún Leufú y Central Termoeléctrica

⁶⁰ Empresa Distribuidora de Energía Norte S.A. (Eden), presta servicio en el norte de la provincia de Buenos Aires, dentro de las áreas correspondientes a San Nicolás, Chivilcoy, Arrefies, Mercedes, Campana, Lincoln, Junín y Carlos Casares. Tiene 360.000 clientes (ENRE, 1998 y Secretaría de Energía y Minería, 2016).

⁶¹ Empresa Distribuidora de Energía Sur SA (Edes), presta servicio en el sur de la provincia de Buenos Aires, en las localidades de Bahía Blanca, coronel Suárez, Saavedra, Laguna Alsina, General Lamadrid, Médanos, General Laprida, Carmen de Patagones, Carhué, Stroeder, Gauminí, Villalonga y Casbas. El área de concesión es de 76.500 km² y tiene 192.000 clientes (ENRE, 1998 y Secretaría de Energía y Minería, 2016).

⁶² Entre las causas de la venta sobresalen una capacidad de inversión por debajo de los competidores del sector petrolero y una deuda superior a los 2.000 millones de dólares con dificultades crecientes para ser refinanciadas en los mercados externos (Gaggero, 2008).

⁶³ En 2016 Petrobras inició su retirada de Argentina, siendo adquiridas sus empresas por Pampa Energía en una operación que se cerró en torno a los 900 millones de dólares.

Genelba), transmisión (Transener⁶⁴, Transba y Enecor) y distribución (Edesur), así como en el sector hidrocarburífero, donde priorizó una estrategia de baja inversión en exploración y sobreexplotación de yacimientos en producción, comportándose como lo venía haciendo el capital trasnacional en el sector (Barrera, 2012).

2.2.2.2. La aparición de nuevos capitales locales

Esta retirada del capital extranjero dio lugar a una mayor presencia de grupos locales en la propiedad de empresas del sector de energía eléctrica, generando un proceso que tuvo algunas características particulares. En primer lugar, se trató de un fenómeno que se desarrolló a lo largo de toda la década y no exclusivamente en los primeros años de la posconvertibilidad. En segundo lugar, quienes se hicieron cargo de las empresas eléctricas tenían un tamaño mucho menor a sus antiguos dueños, en su mayoría grandes operadores a nivel global. En tercer lugar, la estrategia del capital local estuvo vehiculizada en muchos casos por la figura de fondos de inversión, de distinto tamaño y sin experiencia previa en el sector.

Las distribuidoras del área metropolitana pasaron a manos de nuevos grupos como Pampa Energía (Edenor), Sadesa (Edesur) y Disvol Energía (Edelap). En los dos primeros casos el capital extranjero se quedó con una participación dentro de la empresa. En el caso de Edelap, la presencia del capital local se concretó recién en 2012, tras la venta por parte de AES que a comienzos de los 2000 había comprado la participación minoritaria de PSEG. El grupo titular de la empresa, Disvol, está dirigido por Alejandro Macfarlane, ex presidente de Edenor y actual presidente de Camuzzi Gas Pampeana y Camuzzi Gas del Sur. Disvol también avanzó en la compra de la distribuidora de energía de la costa atlántica (Edea).

⁶⁴ La inclusión de Transener en el paquete de compra involucró un futuro compromiso de venta con el Estado nacional por medio de la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia. La operación se concretó finalmente en 2007, con el ingreso de una sociedad compuesta por Energía Argentina S.A. (Enarsa) y Electroingeniería S.A.

Pampa Energía y Sociedad Argentina de Energía (Sadesa) constituyen dos de los casos más significativos de la nueva presencia del capital local dentro del sector de energía eléctrica argentino. El primero, liderado por Marcelo Mindlin, avanzó desde el año 2004 en una reintegración vertical y horizontal de la cadena, con participación de en los tres segmentos.

En el caso de Sadesa, cuyos accionistas principales son el grupo Miguens Bemberg, Guillermo Reca, la familia Escasany y la familia Caputo, las compras se dieron a partir de la retirada de la firma francesa Total y al desprendimiento de activos de Petrobras. De esta manera pasaron a controlar Central Puerto, la hidroeléctrica Piedra del Águila y La Plata Cogeneración S.A. Mediante estas dos últimas, Sadesa pasó a tener presencia en Edesur, a través de su controladora Distrilec Inversora S.A.

En este mapa de nuevos actores locales también se destaca el fondo de inversión Desarrollo y Gestión –liderado por Guillermo Stanley, Carlos Giovanelli y Chrystian Colombo- que adquirió el 50% de Edersa⁶⁵ en manos de la empresa chilena Sociedad Austral de Electricidad S.A. (SAESA), subsidiaria de PSEG. De esta manera, la empresa de Río Negro pasó a ser una asociación entre el capital extranjero, Camuzzi, y los nuevos integrantes locales.

Un último caso lo constituyen los ingresos de empresarios vinculados a distintas burguesías provinciales al manejo de empresas de distribución de energía eléctrica en sus respectivas jurisdicciones (Azpiazu y Bonofiglio, 2006). Aquí se destacan dos fenómenos: la salida de EDF en el manejo de Edemsa, vendiendo su participación a Inversora Andina Distribuidora Eléctrica (Iadesa), un grupo mendocino sin experiencia previa en el sector, vinculado al negocio inmobiliario y comercial donde sobresalen los empresarios Omar Álvarez, Jaques Matas y José Angulo, y con la

⁶⁵ Empresa de Energía Río Negro S.A. (Edersa), presta servicio en la provincia de Río Negro, con la excepción de San Carlos de Bariloche y el Departamento de Pichi Mahuida. El área de concesión es de 230.000 km² y tiene 200.000 clientes (ENRE, 1998 y Secretaría de Energía y Minería, 2016).

firma perteneciendo a un entramado off-shore que la vincula al ex funcionario menemista José Luis Manzano (Diario La Nación, 07/07/2004).

La otra empresa vinculada a una burguesía provincial es Edese⁶⁶, cuyo paquete accionario fue adquirido por parte de un grupo de empresarios locales de Santiago del Estero liderados por Gustavo y Néstor Ick (Grupo Ick), tras la retirada de Houston Energy Inc., quien controlaba a la distribuidora mediante Reliante Energy Santiago del Estero. En este caso, la familia Ick⁶⁷ se encuentra relacionada al ex gobernador Carlos Juárez, lo que le permitió ser parte de las privatizaciones durante la década de 1990.

Cuadro II-7 Participación de nuevos grupos locales en el sector de energía eléctrica durante la posconvertibilidad

| Grupo | Segmento | | |
|-----------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| | Generación | Transporte | Distribución |
| Pampa Energía | * | * | * |
| SADESA | * | | * |
| Disvol Energía | * | | * |
| Grupo Ick | * | | * |
| SIESA | | | * |
| Andes Energía | * | | * |
| CGE | * | | * |

Fuente: Elaboración propia en base a ENRE (varios años) y balances empresarios

En síntesis, la entrada de capitales de origen nacional estuvo vinculada a la presencia de fondos de inversión o a empresarios provinciales, en su mayoría sin ninguna experiencia en el sector ni en la operatoria de las firmas, pero con sólidos vínculos con el poder político local.

⁶⁶ Empresa Distribuidora de Electricidad de Santiago del Estero (Edese), presta servicio en las principales ciudades de la provincia de Santiago del Estero. El área de concesión es de 150.000 km² y tiene 266.000 usuarios (ENRE, 1998 y Secretaría de Energía y Minería, 2016).

⁶⁷ Junto a la empresa de energía eléctrica provincial, el grupo Ick controla medios de comunicación como El Liberal, el Banco de Santiago del Estero y tiene inserción en hotelería, turismo y servicios funerarios.

Cuadro II-8 Distribución de las empresas de energía eléctrica y sus ventas al interior de la cúpula empresarial argentina* según tipo de accionista predominante (1995, 1999, 2002, 2007, 2011, 2015)**

| | 1995 | | 1999 | | 2002 | | 2007 | | 2011 | | 2015 | |
|---------------------------|----------|------------------------|----------|------------------------|----------|------------------------|----------|------------------------|----------|------------------------|----------|------------------------|
| | Empresas | % de ventas del sector |
| Estatual | 2 | 11 | - | - | 1 | 9 | 2 | 21 | 2 | 19 | 2 | 34 |
| Privada nacional | - | - | - | - | - | - | 1 | 5 | 4 | 37 | 4 | 54 |
| Privada extranjera | - | - | 2 | 11 | 2 | 23 | 2 | 18 | 2 | 11 | - | - |
| Asociación | 6 | 89 | 6 | 89 | 5 | 68 | 5 | 57 | 4 | 34 | 2 | 12 |
| Total | 8 | 100 | 8 | 100 | 8 | 100 | 10 | 100 | 12 | 100 | 8 | 100 |

* Se trata de las 200 empresas más grandes del país de acuerdo a sus respectivas ventas anuales (no se incluyen firmas del sector financiero y el agropecuario, salvo las abocadas a la comercialización de granos).

**Las empresas nacionales puede incluir hasta un 10% de participación extranjera, las empresas extranjeras son controladas por capitales foráneos, las asociaciones tienen una participación del capital extranjero superior al 10% y menor al 50%.

Fuente: Elaboración propia en base a información de balances empresarios y revistas Mercado.

Tomando la información volcada en el cuadro II-8, podemos afirmar que, si durante la convertibilidad asistimos a una consolidación primero de las asociaciones y, a partir, de la retirada de los grupos locales una mayor presencia de empresas extranjeras, durante la posconvertibilidad se desanda parte de este camino. En primer lugar, por una pérdida de peso de las asociaciones a lo largo de los años (que habían llegado a representar el 89% de las ventas) y un aumento primero de las empresas extranjeras, para posteriormente, consolidarse las empresas de capital local, tanto en cantidad de firmas como ante todo a nivel de las ventas al interior del sector de energía eléctrica, llegando en 2015 a representar más de la mitad de las mismas. La retirada de importantes operadores extranjeros en el control de las empresas y la entrada en escena de fondos locales se encuentra en la base de este fenómeno, particularmente en los segmentos de generación y distribución.

Una última cuestión a incorporar ocurrida en los últimos años de la posconvertibilidad (2011-2015) es el reingreso a la cúpula de empresas del sector donde el principal accionista es el Estado, tanto a nivel nacional (Yacyretá), como provincial (Epec y Epe⁶⁸). En el caso de la central hidroeléctrica Yacyretá se trató de la conclusión en el año 2011 de las obras que permitieron elevar su cota de los 76 m.s.n.m a los 83 m.s.n.m, lo que provocó un aumento en su generación media de electricidad de 12.000 GWh/año a casi 20.000 GWh/año. Epec y Epe tuvieron un incremento en sus ventas que las llevó a integrar la cúpula empresarial debido a los sucesivos aumentos tarifarios que fueron habilitados por los organismos reguladores de sus provincias correspondientes.

⁶⁸ Empresa Provincial de la Energía de Santa Fe (EPE), presta servicio en la provincia de Santa Fe. Cuenta con más de 1.200.000 clientes, en un área de concesión de 101.000 km².

2.2.3. Los cambios en la propiedad de las empresas durante la posconvertibilidad

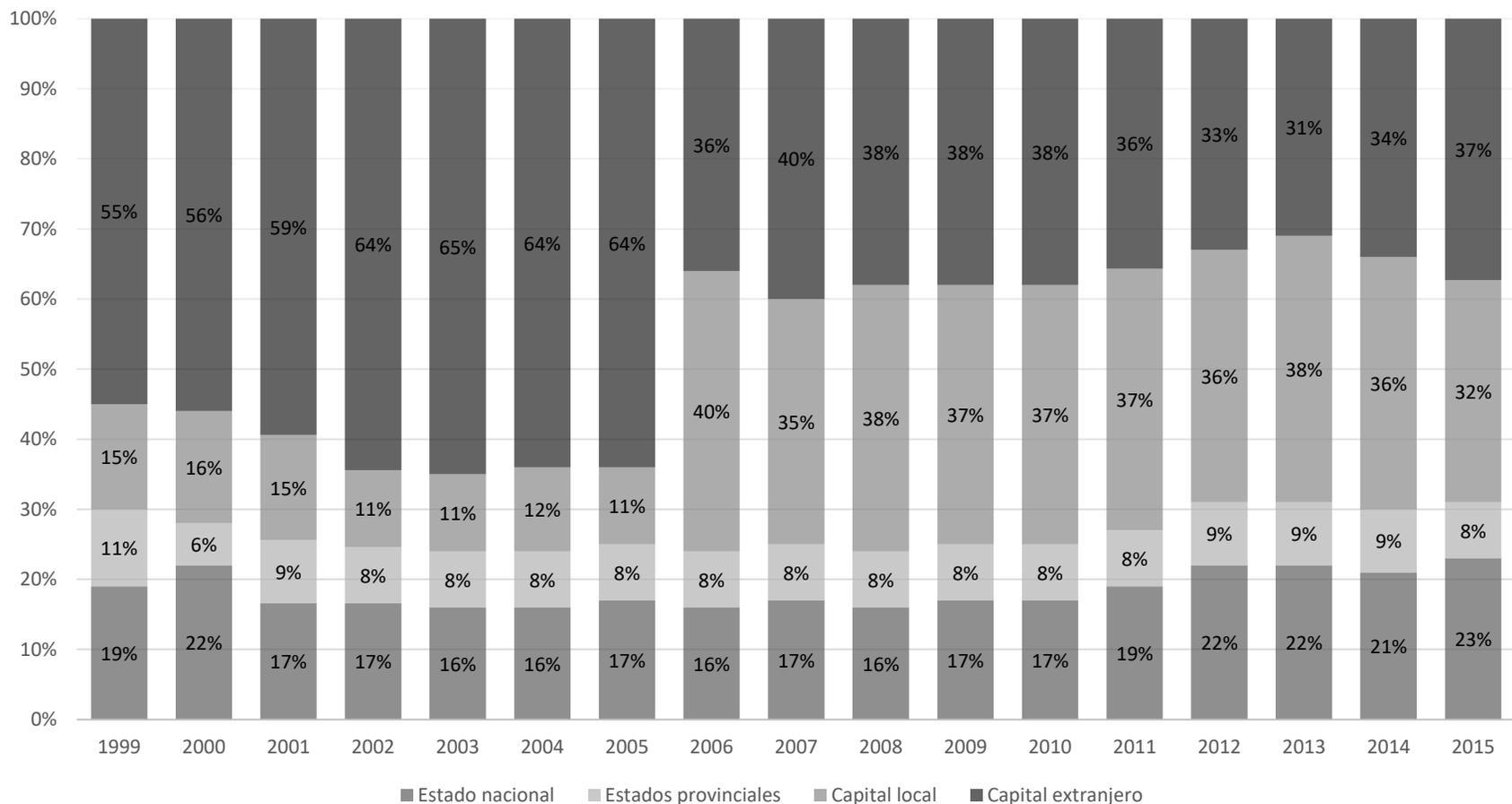
El avance del capital local dentro del sector también puede ser estudiado a partir de un panorama más general según cómo fue variando la propiedad del capital a lo largo de la posconvertibilidad.

En el caso de la generación de energía eléctrica (gráfico II-1), el avance de los capitales locales tras el fin de la convertibilidad es bien marcado: mientras al final de dicho período representaban el 15% de la generación de energía medida según potencia instalada, hacia 2015 dicho número había ascendido al 32%, con picos de participación en la generación del 38% en 2008 y 2013 y del 40% en 2006. Fue durante este año que se dio el quiebre en la relación con el capital extranjero, predominante a la salida de la convertibilidad, pero decreciente en su peso desde el año 2006. Operaron en este marco el ingreso de Sadesa y Pampa Energía, así como la retirada de Total y EDF. De aquí en adelante, la relación entre el capital local y el capital extranjero se ubicó en un nuevo punto de equilibrio, sin preeminencia de ninguno de los dos actores.

Sobre la segunda parte de la posconvertibilidad, también avanzó en términos relativos en el sector, la potencia instalada de las empresas controladas por el Estado nacional. Impulsada principalmente por Yacypretá, la capacidad de generación de las empresas públicas pasó a ubicarse a partir de 2012, por encima del 20%.

En síntesis, el avance del capital local también se expresó bajo un incremento en la capacidad de generación, ofreciendo el año 2015 un panorama muy diferente al del final de la convertibilidad. Esto no puede soslayar, sin embargo, que sin llegar a los niveles de los años 2001-2002, el capital extranjero sigue ocupando un lugar central en la dinámica de la actividad, representando más de un tercio de la potencia instalada total.

Gráfico II.1 Evolución de la propiedad de las empresas de generación de energía eléctrica, años 2001-2015 ⁶⁹



Fuente: Elaboración propia en base a ENRE (2001-2015) y balances empresarios.

⁶⁹ Para analizar el peso de cada tipo de propiedad al interior de la generación de energía eléctrica se clasificó a cada una de estas empresas según el origen del capital a partir de los informes anuales del ENRE. El peso que cada empresa tuvo se consideró a partir de MWh de potencia instalada.

El segmento de transporte de energía eléctrica es el que menos cambios muestra entre un período y otro, por lo menos si efectuamos un análisis a partir de los accionistas mayoritarios de estas empresas.

El cambio de titularidad en la propiedad del capital más marcado fue el de Transener, luego de la retirada de National Grid primero y la de Petrobras posteriormente, que pasó a ser una asociación entre capitales locales y el Estado nacional. También se destaca el caso de Distrocuyo, que en el año 2008 cambió la composición accionaria de su controlante, Electrigral, en la cual EDF vendió su participación a favor de Nucleamiento Inversor, que pasó a detentar el 66% de las acciones.

En las restantes empresas de transporte no se registraron cambios durante el período bajo análisis, manteniendo en términos globales el capital local su centralidad.

Cuadro II-9 Evolución de la propiedad de las empresas transportistas de energía eléctrica según accionista predominante, años 2001-2015

| | 2001 | 2002 | 2007 | 2011 | 2015 |
|---------------------|--------------------|------|---------------|---------------|------|
| Transener | Capital extranjero | | Capital local | | |
| Distrocuyo | Capital extranjero | | | Capital local | |
| Transcomahue | Estado provincial | | | | |
| Transnea | Capital local | | | | |
| Transnoa | Capital local | | | | |
| Transpa | Capital local | | | | |

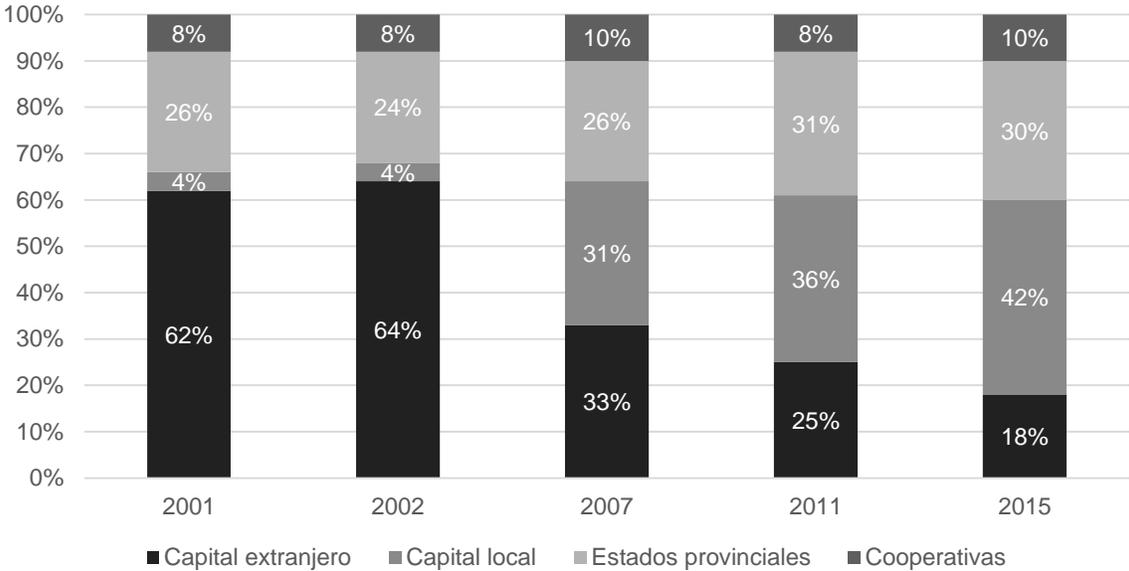
Fuente: Elaboración propia en base a ENRE (2001-2015) y balances empresarios.

Por último, se encuentran los cambios ocurridos en el segmento de distribución. El gráfico II-2 nos permite analizar el peso que tuvo cada forma de propiedad del capital, según energía comprada en el mercado. Aquí, la pérdida de centralidad que

sufrió el capital extranjero fue más marcada que en el caso de generación. Mientras en 2002 las empresas controladas por capitales foráneos tenían un peso del 64%, a finales del período, en 2015, era del 18%. En sentido opuesto, se destaca el crecimiento de los fondos locales, que terminaron esta etapa con una participación del 42%, luego de representar el 4% en la salida de la convertibilidad. El principal cambio se dio en las empresas del área metropolitana, con las salidas de Endesa (Edesur), EDF (Edenor) y AES (Edelap), pero también se replicó en las distribuidoras del interior de la provincia de Buenos Aires. Su incidencia al interior del segmento fue decisiva para el cambio de tendencia.

Por otro lado, también aumentó la presencia de las empresas cuyos titulares son los distintos estados provinciales. A lo largo de la posconvertibilidad se registraron las estatizaciones de las empresas de distribución de San Juan, Mendoza, Entre Ríos, Formosa, La Rioja, Catamarca. Si bien en su mayoría se trata de empresas que en términos de energía comprada aportan números pequeños, también aquí se destaca la retirada del capital extranjero.

Gráfico II.2 Evolución de la propiedad de las empresas de distribución de energía eléctrica, años 2001-2015



Fuente: Elaboración propia en base a ENRE (2001-2015) y balances empresarios.

2.3. Conclusiones del capítulo

En este capítulo tomamos como eje de análisis los cambios en el sector de energía eléctrica entre la convertibilidad y la posconvertibilidad, dando cuenta de la creación del mercado a partir de las privatizaciones, el nuevo marco regulatorio y la relación entre el capital local y el capital extranjero.

La sanción del Plan de Convertibilidad abrió la segunda etapa de privatizaciones, enajenándose en esta oportunidad los activos energéticos que operaban bajo las empresas Agua y Energía Eléctrica, Hidronor y SEGBA. Se creó de esta manera un nuevo mercado, con tres actividades separadas, definidas como de competencia (la generación) o de monopolio natural (transmisión y distribución). Se reglamentaron los alcances y límites a la propiedad de empresas en los distintos segmentos de la cadena energética – que el decreto reglamentario y las ambigüedades manifiestas en la letra de la ley, permitieron sortear-, y se crearon un nuevo marco regulatorio y un nuevo esquema tarifario.

La asociación entre el capital local, el capital extranjero y los bancos habilitó la creación de una comunidad de negocios que se hizo cargo de las distintas unidades de negocio creadas tras las privatizaciones. Hacia finales de la década, el capital local se había retirado en su mayoría de la propiedad de estas empresas, dando lugar a un nuevo avance del capital foráneo.

Pese a su pérdida de gravitación como el principal actor del sector y de sus funciones como empresario, el Estado ocupó un espacio fundamental en la configuración del mercado de la energía eléctrica que emergió durante la convertibilidad. El Estado permitió organizar este nuevo mercado, definió reglas y derechos de propiedad de las nuevas empresas privatizadas y habilitó la consolidación de determinadas *concepciones de control* (Fligstein, 1996).

El quiebre de la convertibilidad y el inicio de un nuevo ciclo político y económico, cambiaron el mapa de empresas dentro del sector. Aquí comenzó a darse una mayor presencia de capitales locales, vinculados a fondos de inversión sin experiencia en la gestión de estas empresas o a burguesías provinciales con vínculos políticos con dichos Estados. Esta escasa experiencia en la gestión de firmas eléctricas y el tamaño de los capitales en comparación con quienes

detentaban la propiedad durante el período anterior, son algunos de los rasgos comunes de la etapa de la posconvertibilidad. Esta pérdida de peso del capital extranjero dentro del sector no implicó una retirada total del mismo, manteniendo algunas empresas una destacada presencia, tales como Enel y AES, con un papel centralmente en la generación y en menor medida el transporte y la distribución, segmento donde mayor avance hubo del capital local.

La fisonomía que adquirió el sector de energía eléctrica durante la posconvertibilidad fue, como ya describimos en torno a la convertibilidad, en gran medida producto del accionar estatal, desde la reorganización tarifaria hasta los límites a la propiedad de empresas extranjeras y la obligación a determinadas firmas de desinvertir en un plazo estipulado como ocurrió con Petrobras y Transener.

Este nuevo contexto macroeconómico e institucional, que retrajo las posiciones ocupadas por el capital extranjero y ofreció posibilidades de entrada al sector en un contexto de tarifas congeladas en pesos, generaron las condiciones de posibilidad para la emergencia de Pampa Energía que serán analizadas en el capítulo siguiente.

CAPÍTULO III

La apuesta por el sector de energía eléctrica. Surgimiento y consolidación de Pampa Energía

En el capítulo anterior desarrollamos las transformaciones dentro de la actividad de energía eléctrica a partir de los cambios suscitados por la Ley de reforma económica y las privatizaciones a las que dio lugar. La fisonomía que adquirió el sector en el transcurso de la década de 1990 sufrió modificaciones tras el fin de la convertibilidad, tanto en el plano regulatorio como en lo referido a los actores que integraban dicho sector económico. En el capítulo II también dimos cuenta de la participación destacada de Pampa Energía dentro de la actividad de energía eléctrica. En este capítulo abordaremos cuestiones referidas al surgimiento del grupo, el tipo de inserción sectorial llevado adelante y la estrategia implementada.

El capítulo comienza analizando la situación al interior de la elite económica entre la salida de la convertibilidad y lo sucedido los años posteriores: Qué ocurrió con las empresas que integraban la cúpula empresarial, quiénes salieron de la misma y quiénes pasaron a integrarla durante la posconvertibilidad. Esta última cuestión, resultó ser una de las reconfiguraciones más destacables ocurridas en la elite económica en el período, junto con la retirada del capital extranjero en algunos sectores, como servicios públicos donde había tenido preeminencia durante la década anterior.

Entre estos nuevos actores que pasan a integrar la cúpula empresarial se encuentra Pampa Energía, quien desarrolla a lo largo de la posconvertibilidad una estrategia de especialización dentro del sector eléctrico, que lo va a convertir en un actor con presencia en los tres segmentos de la actividad e incluso con presencia en la producción de gas no convencional. La elaboración de la estrategia del grupo y el tipo de inserción sectorial implementado serán el eje del capítulo.

Comenzaremos dando cuenta de las características que tuvo la inserción de Pampa Energía en los distintos segmentos del sector de energía eléctrica, el

proceso de compra de empresas y cómo se terminó configurando el grupo, así como el rol jugado por las instituciones estatales que permitieron su ingreso.

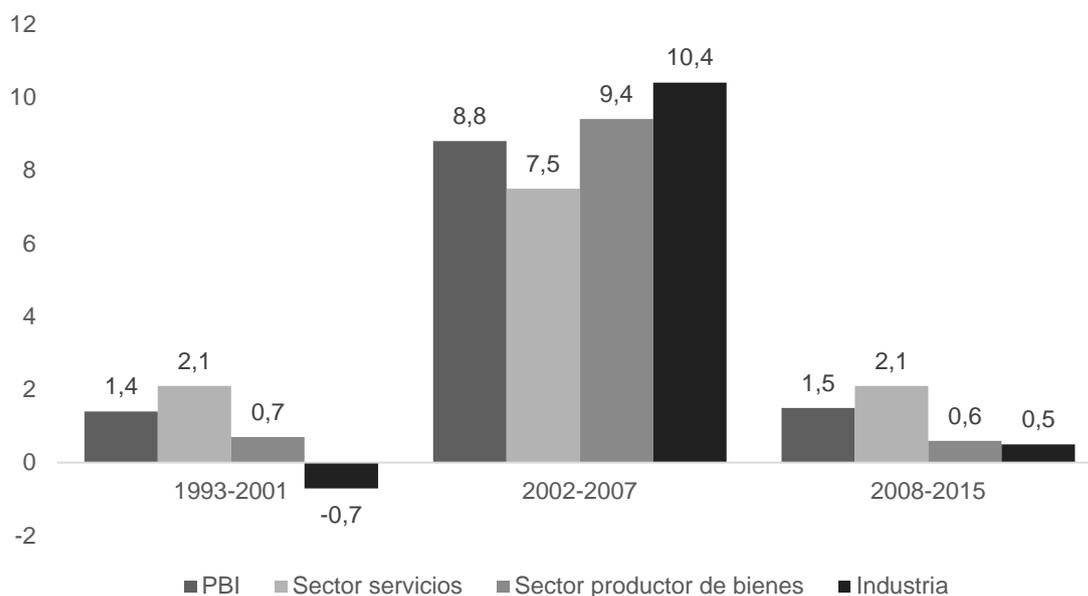
Estudiaremos la estrategia del *holding* indagando en la lectura que de la situación macroeconómica e institucional realizaron los integrantes del grupo que perfiló el sector a insertarse y los activos que Pampa Energía fue adquiriendo. Por otra parte, estudiaremos cómo se combinó la estrategia microeconómica con el tipo de intervención en el sistema político que el grupo desarrolló, principalmente por medio del reclutamiento de ex funcionarios y de su participación en las cámaras empresariales del sector.

3.1. La elite económica tras la salida del régimen de convertibilidad

Desde el año 1998 la economía argentina enfrentaba una recesión que tenía como ejes la apreciación cambiaria, el aumento exponencial del endeudamiento y severas limitaciones a las posibilidades de realizar política económica debido al esquema de la convertibilidad (Damill y Frenkel, 2015). Esta situación terminó por deteriorarse aceleradamente en 2001 y dio lugar a una importante crisis social, política y económica. El interregno abierto por el gobierno de Eduardo Duhalde enfrentó dos tareas centrales: la recomposición política y la reorientación económica. Abandono de la paridad fija y devaluación mediante, se consolidó una nueva estructura de precios relativos sobre la cual el gobierno buscó intervenir: se sancionó una ley de emergencia económica para evitar el ajuste de precios del sector transable, se limitó la suba de salarios y se implementaron retenciones a las exportaciones vinculadas al consumo interno (Heymann, 2006).

Las transformaciones descriptas, junto a la política económica desarrollada a partir del año 2003, permitieron que los sectores productivos tengan un importante crecimiento hasta el año 2011. Se recuperó la industria tras el estancamiento de la década anterior, el agro aprovechó los elevados precios internacionales y la construcción creció a partir de la obra pública y la inversión privada (Kulfas, 2016). Sin embargo, el período estuvo lejos de mostrar un resultado parejo.

Gráfico III.1 Tasa anual acumulativa de los principales sectores económicos. En porcentajes. Períodos 1993-2001, 2002-2007, 2008-2015



Fuente: Basualdo y Manzanelli (2017)

El gráfico III-1 nos permite observar estas diferencias no sólo entre la convertibilidad y la posconvertibilidad, sino al interior del ciclo abierto en el año 2002. La primera parte de este período marcó una importante diferencia en torno a qué sectores lideraron el crecimiento con respecto a lo ocurrido hasta el año 2001. Luego del año 2008, crisis financiera internacional mediante y reaparición de la restricción externa a partir del año 2011 (Cantamutto, Schorr y Wainer, 2016), la economía argentina comenzó a sufrir crecientes dificultades que también se expresaron en la tasa de crecimiento de los distintos sectores económicos.

Al analizar este período según lo que ocurrió al interior de la elite económica, podemos encontrar algunos elementos para destacar. Dentro de una mirada más general, si para el año 2001 la cúpula empresarial explicaba el 21% del valor bruto de producción total, para el año 2015 dicho número era del 22%, manteniendo el núcleo del poder económico el control de las principales empresas del país (Schorr, 2017). Esta lectura entre puntas no puede dejar de soslayar que dicha participación sufrió durante la posconvertibilidad diversas modificaciones vinculadas a la dinámica del ciclo económico: un fuerte incremento en 2002, con un declive para el año 2010 y un comportamiento

errático a partir de dicho momento, vinculado a la desaceleración del crecimiento y la reaparición de la restricción externa.

Por otra parte, dicha centralidad de la elite empresaria también se expresa al revisar su participación en las exportaciones totales, en particular de las primeras 50 empresas que componen la cúpula: si para 2001 estas representaban el 58% de las exportaciones, para el año 2014, dicha cifra era del 57%, mostrando una variación poco significativa. A su vez, esto cobra relevancia al analizar el rol que cumplieron los dólares comerciales en el sostenimiento de lo que fue durante varios años uno de los pilares del modelo: los superávits gemelos de la cuenta corriente del balance de pagos y el comercial (Schorr, 2017). Un análisis al interior de dichas exportaciones revela que se tratan, de manera predominante, *“de actividades intensivas en recursos naturales y tecnologías maduras, en su mayoría dependientes de algunas corporaciones trasnacionales y de unos pocos grupos económicos nacionales”* (Schorr y Wainer, 2017: 157)

En términos sectoriales, la inserción de las empresas que componen la cúpula va en línea con las tendencias de la economía argentina durante el período, destacándose el avance de empresas industriales (alimenticia, automotriz refinadora, química y petroquímica), y, en menor medida, de firmas petroleras y mineras, con un retroceso relativo de empresas prestadoras de servicios, constructoras o vinculadas a actividades comerciales. Dentro de la rama industrial, el liderazgo corrió por cuenta de aquellas empresas que procesan materias primas agropecuarias o elaboran alimentos y bebidas. En términos generales las actividades ganadoras tuvieron su inserción en el aprovechamiento de ventajas comparativas estáticas y/o institucionales de privilegio, como el régimen de promoción automotriz (Gaggero y Schorr, 2016; Castellani y Gaggero, 2017), primando una especialización productiva consolidada en la producción de *commodities* y productos basados en recursos naturales, es decir ramas de bajo contenido tecnológico y menor complejidad (Fernández Bugna y Porta, 2011).

Al analizar estas cuestiones de acuerdo al tipo de accionistas predominante se destaca una continuada presencia del capital extranjero dentro de la cúpula empresarial (cuadro III-1), que entre puntas apenas si varió su participación en

el total de ventas y exportaciones, con mayor cantidad de empresas que las presentes durante el último año de la convertibilidad y explicando el grueso del superávit comercial al interior de la elite económica, el capital local aumentó su participación en las ventas y exportaciones ligeramente, a la par que las asociaciones perdieron peso, esta última cuestión vinculada principalmente al hecho de que YPF dejó de ser clasificada como una empresa extranjera.

Cuadro III-1 Distribución de las empresas, las ventas, las exportaciones y el saldo comercial de las firmas de la cúpula empresaria local* según el tipo de accionista predominante, 2001, 2007 y 2014 (en valores absolutos, porcentajes y millones de dólares)

| | Estatad | Privada nacional | Privada extranjera | Asociación | Total |
|-----------------|----------------|-------------------------|---------------------------|-------------------|--------------|
| 2001 | | | | | |
| Empresas | 1 | 59 | 93 | 47 | 200 |
| % ventas | 1,6 | 25,3 | 55,2 | 17,9 | 100,0 |
| % exportaciones | 0,0 | 23,8 | 67,1 | 9,1 | 100 |
| Saldo comercial | 0 | 2.930 | 6.737 | 1.044 | 10.712 |
| 2007 | | | | | |
| Empresas | 6 | 53 | 116 | 25 | 200 |
| % ventas | 2,1 | 22,8 | 64,1 | 11,0 | 100,0 |
| % exportaciones | 0,0 | 23,5 | 71,3 | 5,2 | 100,0 |
| Saldo comercial | -3 | 6.272 | 14.723 | 1.303 | 22.296 |
| 2014 | | | | | |
| Empresas | 2 | 61 | 114 | 23 | 200 |
| % ventas | 3,1 | 26,7 | 51,0 | 19,2 | 100,0 |
| % exportaciones | 0,5 | 26,7 | 66,3 | 6,5 | 100,0 |
| Saldo comercial | -359 | 6.974 | 16.714 | 1.471 | 24.799 |

* Se trata de las 200 empresas más grandes del país de acuerdo a sus respectivas ventas anuales (no se incluyen firmas del sector financiero y el agropecuario, salvo las abocadas a la comercialización de granos).

Fuente: Gaggero y Schorr (2016)

Si analizamos estos datos en vinculación con los flujos de IED entre la convertibilidad y la posconvertibilidad, podemos observar cómo se asiste a un cambio de tendencia en algunos rubros, perdiendo centralidad el rol del capital

extranjero en los servicios de luz, agua y gas (cuadro III-2) e incrementándose la participación en bancos y en la industria manufacturera. En relación a esta última cuestión, su importancia radica en el lugar que ocupa en sectores como siderurgia (con especial énfasis de capitales brasileños), automotrices y químicos “donde las empresas transnacionales lideraron el proceso de inversión y reestructuración empresarial y sectorial” (Gutman y Rivas, 2017: 22).

Cuadro III-2 Flujos de IED en la Argentina por sector, 1992-2015 (participación en porcentaje)

| Sector | 1992-2001 | 2002-2008 | 2009-2015 |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Petróleo | 34% | 29% | 11% |
| Minería | 1% | 6% | 3% |
| Industria Manufacturera | 21% | 37% | 30% |
| Electricidad, Gas y Agua | 12% | 2% | 1% |
| Comercio | 5% | 2% | 3% |
| Transporte y Comunicaciones | 9% | -3% | 1% |
| Bancos | 10% | 10% | 23% |
| Otros | 7% | 18% | 28% |
| TOTAL | 100% | 100% | 100% |

Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (1992-2004) y BCRA (2005-2015). Para los años 1992-2004 se utilizó la serie publicada por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales del Ministerio de Economía. Para 2005-2015 las provistas por el Banco Central

Si bien el proceso de extranjerización no se detuvo durante la posconvertibilidad, manteniendo el capital extranjero su centralidad en el núcleo de la elite económica, durante esa etapa se verificaron algunos atenuantes que plantean diferencias con lo ocurrido durante la década anterior y que deben ser abordados en su especificidad.

Como observamos en el gráfico III-1, entre 2001 y 2007 el capital local redujo su participación en la elite económica sobre todo a partir de las ventas efectuadas por grandes empresas nacionales y grupos locales, como fueron los casos de Pérez Companc con Pecom Energía, la familia Fortabat con Loma

Negra, Acindar, Quilmes o Alpargatas (Gaggero 2012; Gaggero y Schorr, 2017). Sin embargo, a partir de este momento la presencia del capital local registró un ligero aumento tanto en cantidad de empresas como en las ventas al interior de la cúpula. Esto estuvo vinculado a algunas características particulares del modelo económico vigente en estos años. Por una parte, sobresalen empresas vinculadas a la agroindustria, favorecidas por las condiciones internacionales, un elevado tipo de cambio real durante algunos años y un perfil de especialización e inserción ligado al procesamiento de recursos básicos (Arcor, Urquía, Vicentín). Por otra parte, la retracción relativa de la extranjerización en la propiedad del capital en sectores no transables y la habilitación de espacios de negocios desde el sector público, regulados públicamente, dio lugar al crecimiento de capitales en actividades como juegos de azar, medios de comunicación, obras de infraestructura, regímenes de promoción y servicios públicos. En este último caso se dio una suerte de “argentinización” de los mismos (Gaggero, Schorr y Wainer, 2014) por dos vías simultáneas: “por la negativa” mediante la salida del capital extranjero y “por la positiva”, a través de la expansión del capital doméstico, en donde el caso argentino constituyó una versión extrema de lo ocurrido en los restantes países de la región tras la crisis de comienzos de siglo y la retracción de la inversión extranjera directa (Burachik, 2011).

3.2. Pampa Energía, un nuevo actor en el sector de energía eléctrica

La retirada del capital extranjero en los sectores regulados que describimos en el apartado anterior, generó las condiciones de posibilidad para el ingreso de actores locales en estas actividades. Esta situación se combinó con una activa política estatal que favoreció al capital local tanto desde el plano discursivo como regulatorio.

Al interior de los nuevos propietarios de las empresas de servicios públicos en el sector de energía eléctrica primó, como ya analizamos sobre el final del capítulo anterior, una combinación de fondos de inversión sin experiencia en la actividad y capitales de pequeño tamaño vinculados a burguesías provinciales, en particular en lo referido a la gestión de empresas de distribución.

Dentro de este panorama se destaca la presencia de Pampa Energía, cuya estrategia conllevó en primer lugar la identificación de activos de empresas que presentaban un descuento en relación a su valor teórico a partir del flujo de fondos estimados para las mismas (lo que desde el grupo llamaron *inversiones de valor*), y que dicha valuación estuviese vinculada a la expectativa de una recomposición de ganancias mediante un acuerdo con el Ejecutivo Nacional:

Creemos que en este momento algunas de las oportunidades de inversión más interesantes en la Argentina son las empresas de servicios públicos, especialmente en los sectores eléctrico y energético, que presenten un alto nivel de endeudamiento y cuyas tarifas se vieron afectadas por la sanción de la ley de emergencia pública que introdujo cambios sustanciales en el marco regulatorio y cuya recomposición tarifaria aún está pendiente (Pampa Energía, 2006).

Aquí el grupo buscaba valerse de empresas en situaciones financieras con dificultades, pero con perspectivas favorables en el marco de la posibilidad de implementación de una revisión tarifaria futura. Esto sólo sería posible mediante un acuerdo con el gobierno, para el cual era necesario desplegar capital político que el *holding* había comenzado a construir

La estrategia implicó, en segundo lugar, la compra de activos con potenciales barreras a la entrada de competidores y que detentaran una condición de liderazgo en sus mercados (Pampa Energía, 2006 y 2007). Incluso cuando el grupo fue más allá de los segmentos regulados de transmisión y distribución de energía eléctrica, también se insertó en actividades donde las intervenciones estatales aseguraron diferentes ventajas y posiciones al interior de dicho campo, como fue por caso, la entrada a las actividades de generación de energía y producción de gas natural, en el marco de los programas Energía Plus y Gas Plus. En este sentido, el objetivo de la acción económica de la empresa pasaba más por asegurar la consolidación en mercados estabilizados por el accionar estatal, que por la pretensión de maximización (Fligstein, 1996).

En otros términos, la estrategia seguida buscó aprovechar la desinversión de firmas extranjeras que se desprendieron de firmas en el marco de la retracción del capital foráneo para, de esta manera, captar el flujo de caja de la empresa y especular con una futura revalorización de los activos como producto de la

renegociación de los pasivos, la recomposición tarifaria y la participación en programas por fuera del segmento regulado.

3.2.1. De la generación a la distribución, el avance de Pampa Energía en el sector

Pampa Energía surgió a partir de la desvinculación de Marcelo Mindlin de Inversiones y Representaciones S.A (IRSA) en el año 2003. Al momento de la división de la sociedad que mantenía con Eduardo Elsztain, Mindlin se quedó con el fondo Dolphin Fund Management, que pasó a compartir junto a su hermano Damián Mindlin, Gustavo Mariani y Ricardo Torres, todos provenientes de IRSA, una empresa que Elsztain y Mindlin pasaron a controlar en 1991 y que, a partir del financiamiento de fondos de inversión extranjeros (principalmente George Soros), convirtieron en líder del mercado inmobiliario local durante la década de 1990 (Socoloff, 2015).⁷⁰

Dolphin se definía como un grupo enfocado en el asesoramiento de inversiones. Tanto los hermanos Mindlin, como Torres y Mariani se habían desempeñado hasta ese momento en cargos con responsabilidades financieras como gerentes de cartera y directores de finanzas (CFO por sus siglas en inglés) dentro de IRSA o en empresas del grupo, y contaban con formación académica en economía y administración de empresas. La estrategia de IRSA hacía foco en el desarrollo inmobiliario (oficinas, departamentos, centros comerciales), esperando una apreciación a mediano plazo de la cartera, y buscando un aumento del flujo de fondos, mediante la liquidez otorgada por el alto porcentaje de ocupación de sus propiedades. También incluía una diversificación hacia las telecomunicaciones (Cellcom), el agro (Cresud), y el sector bancario (Banco Hipotecario).

⁷⁰ IRSA se convirtió a partir de 1991 en una empresa especializada en el mercado inmobiliario. A comienzos de la década de 1990 el eje del negocio era el sector residencial orientado a los sectores medios y medios altos, para pasar con posterioridad a enfocarse en los inmuebles de renta y los shoppings. La vinculación con los mercados financieros fue una de las claves de las expansiones del grupo tanto mediante la emisión de obligaciones negociables como por su presencia en la bolsa de valores local y en Nueva York (Socoloff, 2015). En este sentido, parte de las claves del crecimiento de Pampa Energía, orientando hacia los mercados financieros, puede verse de manera embrionaria en el modelo de negocios de IRSA.

En un primer momento las inversiones de Dolphin también se interesaron por estos mismos sectores (Pampa Energía, 2006), llegándose a negociar la parte que France Telecom terminó por venderle a Telecom Argentina, así como buscando posibles entradas en Aguas Argentinas y Gatic (El Cronista, 25/11/2003 y 26/11/2003). Sin embargo, los primeros activos de importancia que adquirieron pertenecían al sector de energía eléctrica (Transener y Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte Sociedad Anónima, Edenor), pese a que sus miembros no tenían ninguna vinculación con el mismo. La elección de estas firmas respondió a que *“ambas gozan de una concesión exclusiva de largo plazo en sus respectivas áreas de cobertura y son sociedades líderes en el sector eléctrico de la Argentina”* (Pampa Energía, 2006). En otras palabras, permitían implementar la estrategia de adquirir activos constituidos como monopolios naturales, esto sumado a la débil situación financiera que atravesaban ambas empresas tras la salida de la convertibilidad, lo que conllevaba una baja valuación de las mismas.

La primera adquisición de Dolphin en energía eléctrica se concretó en 2004 a partir de la compra de Citelec S.A, empresa controlante de Transener S.A, a la firma británica National Grid Finance B.V., por 48,5 millones de dólares y una participación del 50% (el otro 50% correspondía a Petrobras). Unos meses después, en septiembre de 2005, finalizó la adquisición de Edenor, cerrada en 100 millones de dólares. La operación de compra de la distribuidora de energía implicó una asociación entre el capital nacional y el extranjero, ya que Électricité de France (EDF), su antigua controlante, permaneció con una participación del 25% y un contrato de asistencia técnica por los siguientes cinco años.

Tanto Edenor como Transener presentaban un importante endeudamiento externo, agravado tras la devaluación del año 2002, que el grupo se encargó de reestructurar. Por otra parte, se llevó adelante una renegociación contractual que implicó una mejora de la situación económica de ambas empresas.

Posteriormente, en diciembre de 2005, por medio de una oferta pública de adquisición voluntaria, Damián Mindlin, Gustavo Mariani y Ricardo Torres

adquirieron el 100% de las acciones del Frigorífico La Pampa S.A.,⁷¹ cuyo cambio de nombre por el de Pampa Holding S.A. solicitaron en enero de 2006 a la Comisión Nacional de Valores.⁷² El aumento de la capitalización de mercado y la emisión de nuevas acciones, le brindaron al grupo el dinero para realizar la adquisición de empresas efectuadas.

Para avanzar sobre el sector, Pampa Energía se valió, por un lado, de ciertas opacidades introducidas en el marco regulatorio de la actividad de energía eléctrica luego de las modificaciones sufridas por la ley N° 24.065/91 a partir del decreto reglamentario N° 1.398/92, como la posibilidad para las empresas distribuidoras de ser titulares de empresas de generación en tanto no constituyeran la misma persona jurídica. Y por el otro, de una marcada voluntad política favorable al retiro del capital extranjero y al ingreso de fondos locales, potenciada por un discurso gubernamental de regreso de la "burguesía nacional" a la gestión de las grandes firmas.⁷³

Las compras de Transener y Edenor fueron aprobadas por la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia (CNDC) a partir de los informes elaborados por el Ente Nacional Regulador de la Electricidad (ENRE), que no encontró objeciones a las adquisiciones pese a que, por ejemplo (y tal como ocurrió con la compra de Edenor), Pampa ya detentaba una posición controlante en otro segmento de la actividad.

⁷¹ Hasta ese entonces, el Frigorífico La Pampa no contaba con operaciones registradas en el último tiempo y su único activo era un edificio ubicado en Puerto Madero, que presentaba la posibilidad de algún tipo de desarrollo inmobiliario. Tampoco presentaba operaciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA).

⁷² La asamblea extraordinaria informada a dicha entidad, sostuvo que *"se resolvió cambiar la denominación social de 'Frigorífico La Pampa S.A.' a 'Pampa Holding S.A.' y reformar el objeto social a efectos de prever las nuevas actividades a desarrollar por la sociedad: inversiones en emprendimientos y desarrollos inmobiliarios, inversiones de 'private equity' y realización y coordinación de negocios e inversiones"* (Pampa Energía, 2006).

⁷³ En un discurso pronunciado en la Bolsa de Comercio de Rosario en el año 2007, el entonces presidente Néstor Kirchner afirmó: *"los argentinos tenemos que asumir que necesitamos un empresariado al que le vaya bien, un empresariado que tenga éxito, un empresariado que tenga rentabilidad, necesitamos empresarios que sean triunfadores, porque eso va a ayudar a aumentar la capacidad de gerenciamiento y de inversión de la Argentina, como hacen otros países, y vamos a poder consolidar esa burguesía nacional"* (Casa Rosada, 2007).

El dictamen elaborado a raíz de la compra de Transener aprobó el ingreso del grupo dirigido por Marcelo Mindlin a pesar de no registrar participación en el sector. La adquisición aprobada por la CNDC se definió como una *operación de conglomerado*, donde las empresas no tienen vinculaciones económicas de tipo ni horizontal ni vertical, ya que Pampa Energía, en ese entonces Dolphin, no poseía activos en el sector de energía eléctrica. Por otra parte, se utilizó como argumento la celeridad en la aprobación de la operación para llegar rápidamente a una renegociación de las deudas de la empresa y evitar una cesación de pagos (CNDC, 2004). Por último, con la entrada de Pampa Energía detentando el 50% de las acciones de Citelec, controladora de Transener, se bloqueaba cualquier futura compra por parte de Petrobras, quien poseía la otra mitad.

Tras la compra de Transener, se firmó un acta acuerdo con la UNIREN donde quedó contemplado un aumento del 31% en la remuneración de la empresa en el marco de un régimen tarifario de transición, un programa de inversiones y mejora del servicio, y el llamado a una Revisión Tarifaria Integral (RTI) que debía concluir en diciembre de 2005.

La intervención estatal dentro de la transmisión de energía eléctrica se completó en 2007 con la entrada a Transener de Electroingeniería y Enarsa, dando lugar a una asociación entre capitales locales y el Estado. Petrobras terminó por vender el 50% de su participación en partes iguales a Electroingeniería⁷⁴ y a la empresa estatal, finalizando de esta manera el compromiso de desinversión que la empresa brasilera había asumido al comprar los activos de Pecom. La operación incluyó el bloqueo, dictamen de la CNDC mediante, de una propuesta presentada por la firma brasilera de venta al fondo de inversión de alto riesgo Eton Park, desechada en tanto:

La condición de operador está referida, entonces a quienes reúnan la aptitud descripta. Esto es, a personas con determinada formación y experiencia que conformen un equipo. Este equipo, que en su aspecto operativo está integrado por los cuadros gerenciales con

⁷⁴ El ingreso de Electroingeniería a la empresa de transporte de energía eléctrica recibió posteriormente una denuncia en sede judicial en el marco de la causa del Lava Jato llevada adelante en Brasil. La denuncia sostiene que el ex ministro de Planificación, Julio De Vido, sobornó a directivos de Petrobras para concretar su salida de Transener y el ingreso de Electroingeniería.

responsabilidad en la gestión y la ejecución, no puede desdeñar en su configuración, al accionista. Será el accionista quien encierre en su ámbito de decisión el planeamiento estratégico, en el que se forma y ejerce la voluntad de la empresa, articulándose la puesta en acto de la misma con los niveles gerenciales. Obviamente, para conseguir el planeamiento estratégico y articular su operatividad, al menos una parte del sector accionario tiene que tener, inexorablemente, arraigo en la actividad y expectativa cierta de permanecer en el negocio por plazos compatibles con los períodos de maduración de los negocios vinculados a los servicios públicos involucrados (CNDC, 2007)

El argumento esgrimido para bloquear el ingreso de Eton Park⁷⁵, no obstante, no parece haber tenido peso al momento de considerar la entrada de Pampa Energía al sector de transmisión de energía eléctrica. Esto es: arraigo y experiencia en la actividad, equipo con formación y conocimiento dentro del sector.

En el caso de Edenor, el ENRE sostuvo, para permitir la adquisición de la empresa, que no era relevante la capacidad técnica de Pampa Energía como accionista mayoritario y controlante de la distribuidora de energía, sino la capacidad técnica de la propia distribuidora (CNDC, 2005). A cambio de desbloquear esta operación, el grupo terminó por firmar el acta acuerdo con la UNIREN, en la que suscribió una adecuación del contrato de concesión en los términos propuestos por el propio Estado en materia de calidad del servicio, plan de inversiones, régimen tarifario de transición⁷⁶ y proyección de entrada en vigencia de un nuevo acuerdo tarifario a partir de la RTI.

Este cambio en la postura de la empresa se produjo una vez ocurrida la toma de posesión por parte de Pampa Energía. Hasta entonces, la distribuidora de energía eléctrica manejada por EDF se había opuesto a la propuesta del

⁷⁵ Si bien la oposición a la entrada del fondo pudo deberse también a la metodología planeada para adquirir Transener, a partir de efectuar una compra apalancada, años más tarde el gobierno nacional habilitó una operación similar con el ingreso del grupo Petersen a YPF.

⁷⁶ Este régimen debía estar vigente hasta el 31 de julio de 2006. El acta acuerdo firmada entre las partes implicaba un aumento máximo de la tarifa media del 15% y la exclusión del mismo a los usuarios residenciales T1R1 y T1R2. Con posterioridad a dicho aumento, se fijaba la aplicación por parte del ENRE de un mecanismo de monitoreo de costos (MMC) cada 6 meses. Cuando dicho MMC resultase igual o superior a +- 5%, el organismo debía iniciar un procedimiento de revisión para determinar el ajuste a los ingresos del concesionario.

Ejecutivo Nacional y así lo dejó en claro durante la audiencia convocada por la propia UNIREN en mayo de 2005. Allí se opuso ante todo al nuevo régimen tarifario y a desistir de efectuar reclamos ante el CIADI:

En la Carta de Entendimiento se pretende un desistimiento incondicionado por parte de EDENOR S.A. y sus accionistas, con renuncia expresa al derecho de reclamar por todo concepto, a cambio de una regulación de transición y una promesa de recomposición total del contrato de concesión, que en el futuro determinará el Ente Regulador [...] La recomposición es hoy indeterminada, al igual que los criterios en los que la misma está basada, sin establecer ningún nivel de referencia ni un sendero de recomposición que garantice la continuidad, la confiabilidad y la seguridad del servicio público concesionado, como los derechos y obligaciones que regirán la relación entre las partes (UNIREN, 2005: 8).

El avance sobre el segmento de distribución finalizó en 2011, cuando Pampa compró la firma Emdersa, controlante de las distribuidoras de electricidad de Salta (Edesa), La Rioja (Edelar) y San Luis (Edesal); y Aeseba, controlante de la empresa encargada de la distribución de energía en el norte de la provincia de Buenos Aires (Eden). De esta manera, el *holding* liderado por Marcelo Mindlin alcanzó una participación del mercado del 27%, medido según energía comprada, siendo el grupo más importante dentro del segmento de distribución de energía eléctrica, superando ampliamente a las restantes firmas privadas según se puede observar en el cuadro III-3.

Cuadro III-3 Principales agentes privados en el segmento de distribución de energía según MWh de energía comprada en SPOT y origen del capital años 2002, 2005 y 2011

| Empresa | 2002 | 2005 | 2011 | Origen del capital |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|---------------------------|
| Pampa Energía | No participa | 21,5% | 27,3% | Local |
| Endesa | 20% | 19,2% | 17,8% | Extranjero |
| AES | 6,6% | 6,5% | 3,4% | Extranjero |
| EDF | 25,6% | No participa | No participa | Extranjero |
| GPU | 3,4% | No participa | No participa | Extranjero |
| CMS | 2,2% | No participa | No participa | Extranjero |
| Camuzzi | 4,3% | 4,1% | 3,8% | Extranjero |
| Andes Energía | No participa | No participa | 3,5% | Local |
| Cartellone | No participa | 3% | 3% | Local |
| CGE | No participa | No participa | 1,3% | Local |
| Otros | 37,9% | 45,7% | 39,9% | - |

Fuente: Elaboración propia en base a informe anual del ENRE (2002, 2005, 2011)

Durante este período, el grupo también concretó una destacada presencia en el segmento de generación de energía, que comenzó con la compra de las empresas hidroeléctricas a cargo de EDF y continuó con la adquisición de empresas de generación térmica como las centrales Loma de la Lata, Güemes, Piedra Buena y Piquirenda.

Pampa Energía fundamentaba su estrategia en que el incremento en la demanda de energía eléctrica registrada en los primeros años de la posconvertibilidad como consecuencia del crecimiento económico tendría como contratacara una necesidad de inversiones en generación de energía que debía ser cubierto:

La necesidad impostergable de incrementar la capacidad instalada de la Argentina seguramente ofrecerá nuevas oportunidades de inversión en el sector. Los empresarios debemos sanear las cuentas de las compañías y asumir el compromiso de impulsar las inversiones para ampliar la

capacidad que permita satisfacer la creciente demanda (Pampa Energía, 2006: 13).

La retirada de la firma francesa EDF fue aprovechada por el grupo para adquirir dos empresas generadoras de energía hidráulica, como son las hidroeléctricas Diamante y Nihuales, ubicadas en la provincia de Mendoza. Junto a estas empresas hidroeléctricas, en 2006 Pampa Energía pasó a controlar la central térmica Güemes, ubicada en la provincia de Salta, en una adquisición cerrada en 16,7 millones de dólares. La expansión en el segmento de generación de energía eléctrica continuó en 2007 con la compra de la central térmica Loma de la Lata⁷⁷ ubicada en la provincia de Neuquén, por 60 millones de dólares. También en 2007 el *holding* pasó a controlar la Central Piedra Buena ubicada en Ingeniero White, Bahía Blanca. La compra se valuó en 85 millones de dólares y fue adquirida al grupo Albanesi.⁷⁸

De esta manera, Pampa Energía pasó a convertirse en un actor importante dentro del segmento de generación, alcanzando una participación del 7,2% para el año 2011 según potencia instalada (cuadro III-4), siendo de esta manera el cuarto grupo de importancia entre los agentes privados del sector, destacándose principalmente su crecimiento en un puñado de años, entre 2006 y 2008.

⁷⁷ La empresa generadora de energía eléctrica pertenecía a Central Puerto, controlada por el grupo Sadesa. En esta ocasión, el holding de Marcelo Mindlin vendió la participación minoritaria del 8,6% que tenía en Central Puerto y adquirió de dicha empresa de energía la central Loma La Lata. El contrato de compra-venta incluyó el pase al holding de todo el personal vinculado a tareas de administración, operación y mantenimiento de la planta. Este activo se convertirá luego en un bien estratégico por su ubicación en relación a futuros negocios que el grupo emprenderá

⁷⁸ Para el grupo también se trató de otra adquisición estratégica dada la ubicación de la planta y su capacidad para quemar distintos tipos de combustibles (gas, fuel oil y carbón) (Pampa Energía, 2007).

Cuadro III-4 Participación en el mercado de los principales agentes privados en el segmento de generación de energía según potencia instalada y origen del capital, años 2005 y 2011

| Grupo | 2005 | 2011 | Origen del capital |
|---------------|--------------|--------------|---------------------------|
| Endesa | 19,8% | 17,8% | Extranjero |
| AES | 12,2% | 10,6% | Extranjero |
| Sadesa | No participa | 15,5% | Local |
| Pampa Energía | No participa | 7,2% | Local |
| Petrobras | 4,1% | 3,7% | Extranjero |
| Total | 15,4% | No participa | Extranjero |
| Pluspetrol | 4,6% | 3,4% | Asociación |
| Capex | 2,8% | 2,1% | Local |
| Camuzzi | 2,7% | 0,08% | Extranjero |
| EDF | 2,6% | No participa | Extranjero |
| Albanesi | 0,2% | 1,3% | Local |

Fuente: Elaboración propia en base a Cammesa (2011) e informe anual del ENRE (2005-2011)

La compra de las empresas de generación contempló posteriormente proyectos de ampliación de la capacidad de las mismas mediante la incorporación de turbinas a vapor y/o la conversión a plantas de ciclo combinado.⁷⁹ Dichos proyectos se concretaron en su gran mayoría mediante la colocación de obligaciones negociables⁸⁰ (ON) y en menor medida a través de endeudamiento directo con bancos extranjeros.

Las inversiones efectuadas por el grupo tanto en materia de compra de empresas (centrales Loma La Lata y Güemes) como los proyectos de ampliación de las mismas, tenían como trasfondo el programa Energía Plus lanzado por la Secretaría de Energía en septiembre de 2006. El mismo buscaba superar problemas de reticencia inversora en el sector y ampliar la oferta de generación de energía, en el marco de problemas de abastecimiento que comenzaban a registrarse (Kozulj, 2005).

⁷⁹ Las plantas de ciclo combinado integran dos o más ciclos termodinámicos energéticos, principalmente gas y vapor de agua.

⁸⁰ Las obligaciones negociables son un tipo de deuda corporativa. Funcionan de manera similar a los bonos emitidos por Estados soberanos y subsoberanos, ya que al momento de su emisión garantizan determinada tasa de rendimiento, razón por la cual se denominan instrumentos de renta fija.

Bajo el Energía Plus, los grandes usuarios industriales con demandas iguales o mayores a 300 KWh debían asegurarse sus requerimientos de energía ya sea mediante el autoabastecimiento o a través de la celebración de contratos libremente pactados en el mercado a término. Los precios pactados en estos contratos estaban compuestos por los costos asociados y un margen de utilidad determinado *ad referendum* por la Secretaría de Energía y aprobado por el Ministerio de Planificación Federal, a diferencia de los contratos del mercado a término, donde plazos, precios y condiciones eran definidos por compradores y vendedores de energía. Las empresas que podían vender esta energía nueva debían haber iniciado sus operaciones o incrementado su potencia efectiva con posterioridad a septiembre de 2006.⁸¹

Entre las empresas con destacada presencia en el programa se encuentran Pampa Energía con sus centrales Güemes y Loma de Lata, Albanesi con la central termoeléctrica Albanesi y la central Solvay Indupa-Albanesi, y Petrobras con la central Genelba Plus.

Es a raíz de la implementación del Energía Plus, que Pampa Energía comenzó su consolidación en el sector de generación de energía eléctrica, efectuando las compras de sus centrales térmicas y los proyectos de ampliación de las mismas. Los beneficios que traían este tipo de inversiones implicaron por ejemplo que para el año 2008, mientras el precio promedio en el mercado spot (US\$/MWh) fue de 27,60 US\$/MWh, las generadoras energéticas del grupo vendieron bajo Energía Plus a US\$60 (Cammesa, 2008 y Pampa Energía, 2008). Esta cuestión era destacada por el propio Marcelo Mindlin durante una entrevista:

Esta nueva energía está dentro del plan Energía Plus y se vende a precios de mercado que es aproximadamente el doble que la de la energía vieja. Es un ejemplo de que cuando hay reglas claras, las inversiones llegan (La Nación, 13/03/2011).

Las inversiones de ampliación de las centrales térmicas que impulsó el grupo tuvieron como base el hecho de requerir un menor costo de capital por KW instalado que las hidroeléctricas o nucleares, rapidez en su instalación y la

⁸¹ Otra política implementada en el período para incentivar la generación de nueva oferta de energía fue la de los contratos de abastecimiento del MEM (Resolución 220/07).

posibilidad de generar negocios integrados entre los mercados de energía eléctrica y de gas, creándose de esta manera negocios de bajo riesgo y rápido retorno. Como contraparte, esta estrategia demandaba la incorporación de nuevas reservas de gas natural al sistema (Kozulj, 2015).

La ampliación del parque de generación a partir del Energía Plus fue celebrada por la entonces presidenta, Cristina Fernández, en el marco de la puesta en funcionamiento de una turbina de la Central Güemes perteneciente a Pampa Energía. En aquella ocasión en la provincia de Salta, la ex presidenta sostuvo: *“este es un modelo de articulación de los intereses entre el capital, en su rol de inversor y demandante de obtener rentabilidad, y el trabajo, coordinados por el Estado”* y agregó: *“sin empresas que generen ganancias no hay nuevas inversiones ni nuevos empleos”* (La Nación, 30/07/2008).

Esta estrategia llevada adelante en el sector de generación fue complementada con la creación de Petrolera Pampa en el año 2009, lo que implicó el comienzo de la inserción de Pampa Energía en el sector hidrocarburífero⁸².

La petrolera comenzó en 2009 con algunos acuerdos de inversión junto a Apache Energía, YPF, Petrobras y Petrolera Piedra del Águila en busca de yacimientos de gas y petróleo, para posteriormente convertirse también en operador de los pozos donde tenía actividad, en las áreas de Los Leones (Mendoza), Picún Leufú y Senillosa (Neuquén). Los acuerdos con Apache Energía y Petrobras conllevaron la explotación por parte de Petrolera Pampa de nuevos pozos en áreas donde ya operaban ambas empresas, mientras el acuerdo con YPF implicó la explotación de pozos a ser perforados y solventados por la petrolera estatal, y en el caso del acuerdo con Petrolera Piedra del Águila, Pampa Energía se encargó de la exploración y explotación de las áreas cedidas.

⁸² Aunque excede los objetivos de este trabajo, es preciso señalar que el grupo completará su incursión en este sector con la adquisición de Petrobras Argentina, filial de Petróleo Brasileiro S.A. durante el año 2016. Un cambio de estrategia llevará a Pampa a buscar una participación en la exploración y explotación de los activos de Vaca Muerta. De esta forma el grupo pasará a ser el primer inversor en el sector eléctrico y el séptimo entre los productores de hidrocarburos (Fernández Blanco, 2016). La compra de la ex PECOM tendrá también un impacto al interior de la distribución de las ventas dentro de Pampa, donde el segmento vinculado al petróleo y gas llegará a representar el 49% de las ventas totales, contra el 51% de las ventas del segmento eléctrico (Pampa Energía, 2016).

Entre 2011 y 2015 se puede destacar el crecimiento de la producción de gas por parte de la petrolera del grupo, gracias a las posibilidades que abrieron los acuerdos anteriormente celebrados. Sin embargo, la participación de Petrolera Pampa en este segmento continúa siendo marginal, pese al interés declarado de promover una mayor integración de las actividades del grupo.

Cuadro III-5 Producción de gas natural en MMm3 de Petrolera Pampa en relación a la producción total⁸³, años 2011-2014 ⁸⁴

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Petrolera Pampa | 40 | 99 | 136 | 230 | 565 |
| Total mercado | 45.528 | 44.222 | 41.708 | 41.484 | 42.906 |
| % s/mercado | 0,09% | 0,22% | 0,33% | 0,55% | 1,32% |

Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Energía

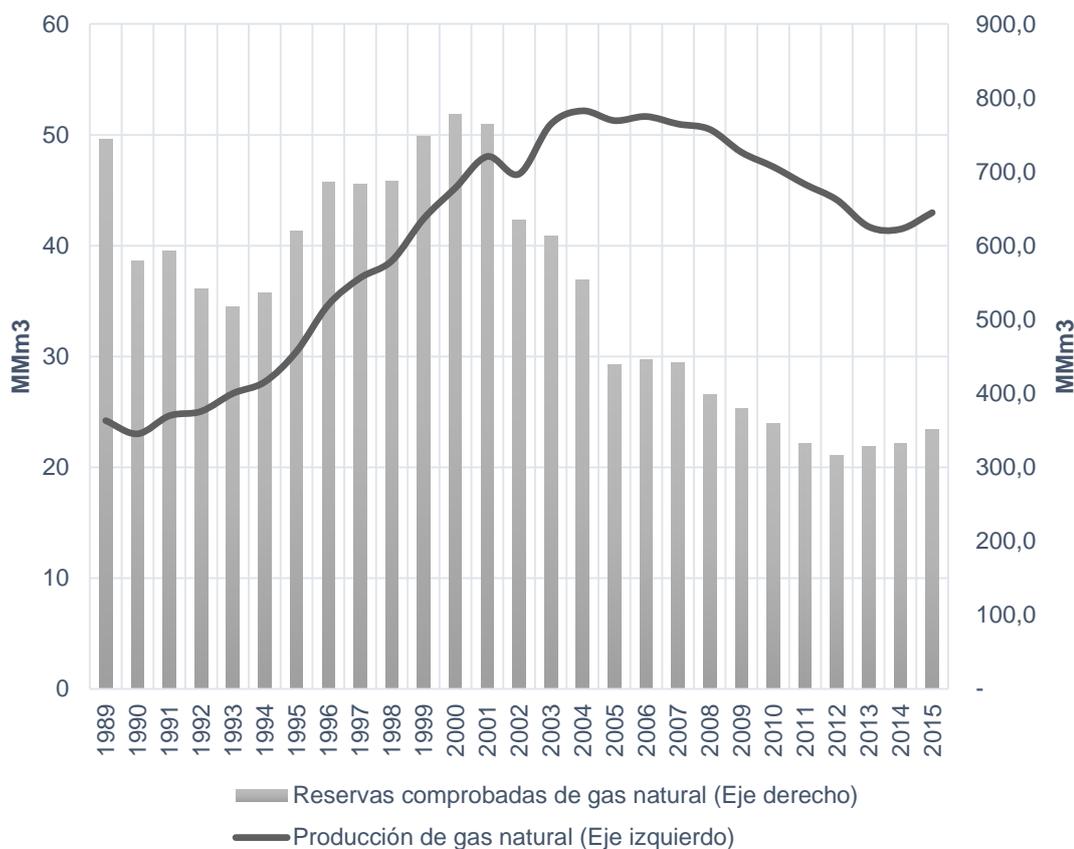
El objetivo buscado con la creación de Petrolera Pampa era abastecer a las centrales del grupo y acompañar la participación en el Programa Gas Plus lanzado en 2008 y en el Programa de estímulo a la inyección excedente de gas natural.

Con el Programa Gas Plus se procuraba aumentar la producción de gas en un contexto de crecimiento económico y mayor demanda de este hidrocarburo, tanto por parte de la industria manufacturera como de la generación eléctrica y el uso del GNC. Entre 2002 y 2008 la demanda había aumentado un 40%, mientras la producción lo había hecho en un 10% en el mismo período (Margulis, Rajzman y Tavosnanska, 2011), y las reservas comprobadas registraban un descenso desde 2001 debido a la política de subexplotación efectuada por el oligopolio energético, en el marco de una política estatal de captura de la renta petrolera y desacople de los precios locales de los internacionales (Serrani y Barrera, 2018).

⁸³ La producción del grupo refiere a su participación en las UTE que integra.

⁸⁴ La elección de los años responde a que con anterioridad a los mismos no hay datos de producción para la petrolera del holding.

Gráfico III.2 Producción y reservas comprobadas de gas natural, años 1989, 2015, en millones de m3



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Energía y Minería

La creación del Gas Plus fue una de las respuestas efectuadas por el Estado nacional para revertir esta situación. Las condiciones en las que el gas producido podía encuadrarse bajo este nuevo programa eran: concesiones de explotación posteriores a la entrada en vigencia del Gas Plus, concesiones de yacimientos caracterizados como *tight gas*⁸⁵, yacimientos que no entreguen producción desde el año 2004 o producción proveniente de yacimientos nuevos en actuales concesiones de explotación. A cambio, se les aseguraba a los productores un precio del hidrocarburo de entre 4 a 6 dólares por millón de BTU de acuerdo al yacimiento.

⁸⁵ El *tight gas* es un tipo de hidrocarburo no convencional presente en formaciones de arenas de baja permeabilidad. Su extracción se realiza habitualmente mediante una fractura hidráulica del pozo donde se encuentra.

Aquí entraron a tallar los acuerdos que Petrolera Pampa había realizado con diferentes empresas del sector en la exploración y explotación de yacimientos. Su creación en 2009 responde directamente a la participación en este programa estatal de incentivo. Según indicó Marcelo Mindlin:

Nos dimos cuenta de que un país que importa 30% de gas, que consumía 150 millones de metros cúbicos y producía 95 millones, no podía seguir pagando poco al productor e importando caro. Había incentivos, tenía sentido y nos metimos. Y entendimos que necesitábamos áreas (Clarín, 18/06/2017).

Tras esta participación en los programas oficiales de incentivo a la producción de gas y la generación de energía eléctrica, el grupo terminará por concretar su presencia en el sector energético adquiriendo una participación en Transportadora de Gas del Sur⁸⁶ (TGS), en el año 2011. La compra de TGS estuvo enmarcada en la retracción del capital extranjero dentro del sector que anteriormente describimos. En este caso, Ashmore Energy International (AEI), controlante junto con Petrobras de TGS, decidió retirarse de la región y vender sus activos tanto en Brasil como Argentina. En el primer caso, el grupo energético español Iberdrola se hizo cargo de los mismos, mientras que, en el segundo, fue Pampa Energía.

TGS arrastraba hasta el año 2011 un proceso de default de ocho años⁸⁷ y un juicio ante el CIADI⁸⁸ debido a diversos reclamos. Por otra parte, si bien AEI había adquirido su participación a la desaparecida Enron, el desembarco del fondo de inversión británico no se había terminado de concretar ya que no había

⁸⁶ TGS transporta el 60% del gas que se consume en Argentina, con 5,8 millones de usuarios finales. Produce y comercializa líquidos de gas natural exportando una parte de dicha producción y también tiene inserción en el sector de telecomunicaciones con Telcosur, actuando como carrier mayorista para operadores telefónicos. Su área de concesión está centrada en el centro y sur del país. Fue creada en a partir de la privatización de Gas del Estado, en diciembre de 1992, junto con la otra transportista del país, Transportadora de Gas del Norte (TGN), cuyo rango operativo es el norte y centro-oeste de la Argentina. El segmento de transporte de gas, al igual que ocurre con el de energía eléctrica, es de tipo monopólico.

⁸⁷ Se trató de la cesación de pagos de las obligaciones negociables emitidas por la empresa en 1997, con vencimiento en 2002 y que intentaron ser reestructuradas entre 2005 y 2008.

⁸⁸ El juicio había sido iniciado en 2001 por Enron y el fondo de inversión Ponderosa Assets L.P, en el marco del TBI que Argentina suscribió con Estados Unidos. El reclamo efectuado sostenía que Argentina suspendió el ajuste tarifario en base al PPI (Producer Price Index de los Estados Unidos) y pesificó los contratos tras la salida de la convertibilidad, expropiando de esta manera las inversiones que los demandantes habían efectuado (UNIREN, 2005b)

recibido la aprobación del Enargas y la CNDC, y se hallaba en un conflicto con Petrobras por el manejo de la compañía y el acuerdo de reestructuración.⁸⁹

La entrada de Pampa Energía llevó a que el grupo adquiriera las obligaciones negociables en default, los litigios en curso y los derechos sobre reclamos ante el CIADI. El grupo desembolsó 161 millones de dólares para pasar a co-controlar el 50% de Ciesa, controlante de TGS y el 4,3% de manera directa en la transportadora, repitiendo la misma operatoria que puso en práctica al comprar Edenor y Transener: ingreso en un sector monopólico dentro de la cadena energética, en este caso el de transporte de gas, renegociación de la deuda originada tras la pesificación de las tarifas y levantamiento del laudo ante el CIADI. El ingreso a TGS fue financiado mediante un crédito otorgado por los bancos Citibank N.A. y Standard Bank PLC y canalizado mediante Pampa Inversiones, una empresa controlada por el holding.

Cuadro III-6 Accionistas y empresas a las que distribuye gas TGS

| Empresa | Accionistas | Empresas a la que distribuye |
|----------------|--|--|
| TGS | Petrobras (26%), The Royal Bank of Scotland NV Suc. Argentina (20%), Pampa Energía (9%), Anses (23%), oferta pública (22%) | Metrogas, Gas Natural Ban, Camuzzi Gas Pampeana, Camuzzi Gas del Sur |

Fuente: Elaboración propia en base a Enargas (2011) y balances empresarios

El resultado obtenido, no obstante, fue diferente al de las situaciones anteriormente analizadas. En el caso de la transportadora de gas, si bien la CNDC emitió un dictamen recomendando al Ejecutivo nacional aprobar la operación, desde la Secretaría de Comercio Interior nunca se terminó de ratificar, existiendo posiblemente motivos más políticos que económico-empresariales. Una hipótesis a considerar es que para los años 2011-2012 la relación política entre el grupo empresario y el gobierno nacional entraba en un profundo deterioro vinculado al persistente reclamo de actualización tarifaria que impulsaba Pampa Energía. Dicho reclamo incluyó cartas públicas del presidente

⁸⁹ TGS enfrentó una situación similar a la sucedida en el segmento de distribución de energía eléctrica. La UNIREN definió un período de transición entre 2002 y 2006, cuya finalización debía incluir una revisión tarifaria integral sujeta a que se levantaran los juicios en tribunales internacionales.

de Edenor, Ricardo Torres, dirigidas a Cammesa y al Ministerio de Planificación Federal, así como reclamos en sede judicial por parte de Transener y Edenor.

A los efectos prácticos, aunque Pampa Energía tuvo representación en el directorio de TGS, tuvo voz y voto en la discusión de su presupuesto anual y colocó al vicepresidente de la misma, el co-control no se terminó de efectivizar y el grupo no consolidó el balance de la empresa en el propio.

Si bien puede pensarse como hipótesis que la adquisición de TGS y la creación de una empresa petrolera permitiría consolidar la integración vertical del grupo, el peso marginal que el mismo tuvo en la producción de gas y petróleo hasta el año 2015 (cuadro III-5) y su lugar destacado, pero no preponderante en la generación de energía eléctrica (cuadro III-4), permitirían poner en duda dicha conjetura. Ambos proyectos de inversión aparecen, ante todo, como la posibilidad de generar negocios por fuera de los segmentos regulados, tanto en el caso de la producción de gas para Petrolera Pampa como en la producción y comercialización de combustibles líquidos en el caso de TGS.⁹⁰ Por otra parte, la adquisición de TGS también puede ser pensada como una compra de oportunidad en el contexto de la retirada del capital extranjero. Según declararon al diario La Nación directivos del grupo durante el proceso de compra, la idea era comenzar a “conocer el mercado” (La Nación, 13/03/2011). Sin perjuicio de esto, la participación en el transporte de gas también significaba una apuesta a una futura RTI a partir de lo acordado con la UNIREN en torno al levantamiento del default y los juicios que la transportadora tenía en el exterior (TGS, 2011).

Con el ingreso a TGS el grupo finalizó la adquisición de empresas en el período bajo estudio. Para 2011, tenía una destacada participación en todos los segmentos de la cadena de energía eléctrica: como se expresa en el cuadro III-7, tenía una participación del 7% de la generación de energía, estaba inserto a su vez en la transmisión de alta tensión, vía el monopolio natural que constituye Transener, y controlaba Edenor, la principal distribuidora de energía eléctrica del

⁹⁰ De acuerdo a los balances presentados por la transportadora, para el año 2015 mientras el transporte de gas representaba el 24% de las ventas totales, la producción y comercialización de combustibles líquidos era del 69% (TGS, 2015).

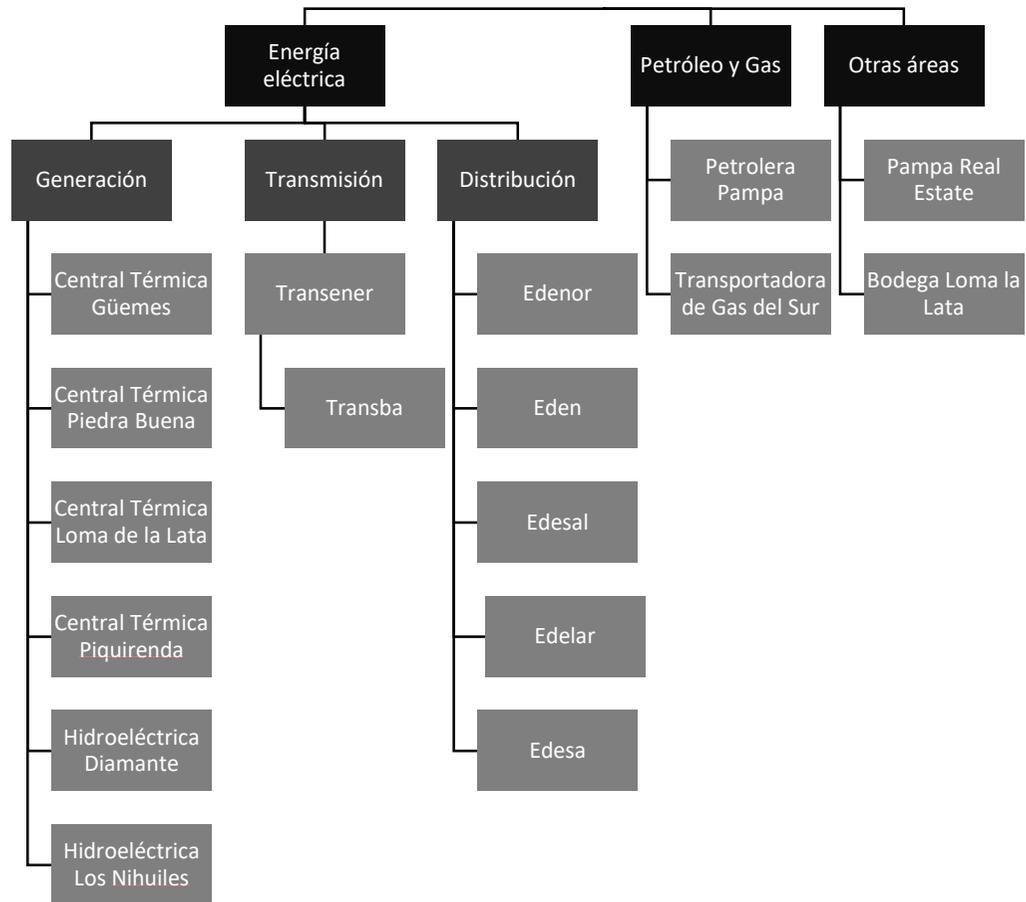
país con 2,7 millones de clientes. A su vez participaba en la producción, transporte y comercialización de gas natural con Petrolera Pampa y TGS.

Cuadro III-7 Empresas adquiridas por Pampa Energía -en millones de dólares- tipo de participación accionaria y año de adquisición

| Empresa | Sector | Monto | Tipo de participación | Año de adquisición |
|-------------------------------|------------------------------|-------|-----------------------|--------------------|
| Transener | Transporte de electricidad | 48,5 | Co-controla | 2004 |
| Edenor | Distribución de electricidad | 100 | Controla | 2005 |
| Frigorífico La Pampa | Frigorífico | 1 | Controla | 2005 |
| Cerámica San Lorenzo | Cerámicos | 7 | Participa (11,5%) | 2006 |
| Central Puerto | Generación de Electricidad | 5,3 | Participa (8,6%) | 2006 |
| Hidroeléctrica Nihuales | Generación de Electricidad | 55,8 | Controla | 2006 |
| Hidroeléctrica Diamante | Generación de Electricidad | | Controla | 2006 |
| Central Térmica Loma la Lata | Generación de Electricidad | 60 | Controla | 2006 |
| Central Térmica Güemes | Generación de Electricidad | 16,7 | Controla | 2006 |
| Endesa Costanera | Generación de Electricidad | 1,2 | Participa (0,9%) | 2006 |
| Central Térmica Piedra Buena | Generación de Electricidad | 85 | Controla | 2007 |
| Ingentis S. A | Generación de Electricidad | 54 | Controla | 2007 |
| Transportadora de Gas del Sur | Transporte de gas | 161 | Co-controla (9%) | 2011 |
| Eden | Distribución de electricidad | 50 | Controla | 2011 |
| Edesal | Distribución de electricidad | 90 | Controla | 2011 |
| Edelar | | | | |
| Edesa | | | | |

Fuente: Elaboración propia en base a balances de Pampa Energía (varios años), informe anual del ENRE (2004-2011) e informe anual del ENARGAS (2011).

Cuadro III-8 Organigrama de Pampa Energía y sus empresas según sector



Fuente: Elaboración propia en base a balances de Pampa Energía (2011, 2012)

En síntesis, durante este período, Pampa Energía se constituyó como un grupo especializado en el sector energético, siguiendo una estrategia de concentración que lo llevó a una integración vertical de los diferentes segmentos de la cadena energética⁹¹. Luego del ingreso a Transener y Edenor, el grupo llevó adelante una integración sectorial “aguas arriba” con la compra de empresas generadoras térmicas e hidroeléctricas. La especialización energética concluyó con el ingreso a TGS y la puesta en marcha de la empresa petrolera.

En términos sectoriales, el accionar del grupo puede ser pensado como una reintegración vertical y horizontal de las unidades de negocio que habían sido separadas durante las privatizaciones de la década de 1990 (Azpiazu, 2008), aprovechando de manera conjunta el retiro del capital extranjero de las empresas de servicios públicos, un discurso y una práctica estatal celebratorio del avance de grupos locales y una serie de debilidades regulatorias que supieron ser inteligentemente explotadas. Esta caracterización sectorial, no obstante, no puede dejar de soslayar, que dicha reintegración de las empresas privatizadas no es un fenómeno novedoso, ya que como desarrollamos en el capítulo anterior tanto el capital extranjero como local habían desplegado una presencia de este tipo, particularmente con empresas de generación y distribución (Endesa, EDF, AES) e incluso en transmisión (Pérez Companc).

Por otra parte, la tesis de la integración horizontal del grupo en el sector de energía eléctrica también presenta algunos problemas, ya que dicha integración tuvo un alcance limitado. Como mostramos en el cuadro III-4, su participación en el mercado es del 7,2%, no habiendo avanzado más en generación de energía eléctrica desde el año 2008, optando en años posteriores por efectuar una mayor especialización entre dicha actividad y la generación y transmisión del gas natural.

En todo caso, Pampa Energía sí puede ser definido como el grupo dentro del sector que mayor integración vertical alcanzó durante el período, particularmente

⁹¹ La integración vertical entre transmisión y distribución de energía eléctrica fue aprobada oficialmente desde una perspectiva tributaria de los costos de transacción, en tanto dicha integración permitiría una mejor eficiencia económica, a partir de mejor coordinación, economías de escala y alcance, límite a comportamientos oportunistas, que si existiese una completa separación entre las diferentes etapas del proceso productivo (CNDC, 2005).

porque a diferencia de los restantes actores del sector tiene participación en los tres segmentos del mercado de energía eléctrica, así como en el de la producción de hidrocarburos y el transporte de gas, cosa que ningún otro alcanzó. De un comienzo que tuvo a empresas de distribución y transmisión, el *holding* avanzó “aguas arriba”, explorando otros segmentos de actividad, efectuando una serie de compras de empresas que concluyó en el año 2011.

3.3. Entre lo político y lo económico: la elaboración de una estrategia corporativa

El análisis de las estrategias implementadas por los grupos económicos conlleva indagar tanto en sus fundamentos económicos como en los no económicos (Granovetter, 2005). Si partimos de que la lógica de mercado no es previa al Estado y a las instituciones políticas (Acuña, 1994), el diseño de una estrategia corporativa conlleva aquellas decisiones de carácter microeconómico, así como la intervención en el sistema político (Fligstein, 1996; Dobbin, 1994).

En el apartado anterior dimos cuenta de cómo se fue desarrollando la inserción sectorial de Pampa Energía. Quienes estaban al frente del grupo identificaron oportunidades de inversión en el sector de energía eléctrica a partir de una lectura que incluyó tanto la situación económica de las empresas y la actividad: inversiones escasas, firmas extranjeras en retirada, aumento del consumo de electricidad durante el período posterior a la salida de la convertibilidad y revisión tarifaria pendiente (Pampa Energía, 2006, 2007 y 2008), como una situación política favorable para la presencia de actores locales en este tipo de sectores. Resaltan, por ejemplo, los argumentos utilizados por el ENRE y la CNDC para no objetar la compra de Edenor cuando el grupo ya poseía Transener y se encontraba al límite de lo estipulado en el marco regulador de la actividad, así como el rechazo, con argumentos que también podían haber sido utilizados para Pampa Energía, al negarle la entrada al fondo Eton Park⁹² en la empresa de transmisión de energía.

⁹² Eton Park comenzó sus actividades en el año 2004 haciéndose cargo de parte de los activos de Enron, luego de su quiebra. Tras no poder comprar Transener, en años posteriores el fondo se hizo con participaciones minoritarias en Pampa Energía e YPF. Por esta última, hoy se

Durante los primeros años, el grupo económico también llevó adelante un reclutamiento de funcionarios y ex funcionarios de distintos gobiernos con una densa red de vínculos con el ámbito político y estatal. Se trató de Pablo Díaz, Alejandro Macfarlane y Alfredo MacLaughlin.

Antes de integrar el directorio de Pampa Energía, Pablo Díaz, había tenido un breve paso como asesor por la Subsecretaría de Energía, dependiente del Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios. Su vinculación al sector energético era mínima, pero tenía como principal activo su relación personal con Néstor Kirchner debido a la política de Derechos Humanos de aquel gobierno y al hecho de haber sido uno de los cuatro sobrevivientes de La noche de los lápices el 16 de septiembre de 1976 (Rafaele y Fernández Blanco, 2013). Según consta en el primer reporte anual enviado por Edenor en el año 2007 ante la SEC, Díaz ocupó, al ingresar a Pampa Energía, los puestos de director suplente en el *holding*, Transener y Edenor, y fungió de asesor personal de Marcelo Mindlin.

Durante el año 2007 el grupo también sumó a su nómina del directorio a Alfredo MacLaughlin, quien venía de desempeñarse como secretario de Finanzas entre los años 2005 y 2006, y volvería a ocupar un cargo público como representante argentino ante el FMI a partir del año 2010. La vinculación de MacLaughlin con la familia presidencial venía de comienzos de los 2000 cuando, en calidad de gerente general del Deutsche Bank en el país, fue consultado en relación a los fondos de Santa Cruz provenientes de las regalías de YPF, que la provincia patagónica tenía fuera del país. MacLaughlin también integró los directorios de Edesur, Telefónica, CITI y del Banco Hipotecario Nacional, privatizado en 1997 y cuya participación fue adquirida por IRSA, antigua firma donde se desempeñaron los principales directivos de Pampa Energía.

Si bien Díaz y MacLaughlin aportaron vínculos directos con el entorno presidencial y con áreas del Estado donde se definía la política energética, el principal capital social y político lo brindó Alejandro Macfarlane. Tras la compra del paquete accionario en poder de EDF, Macfarlane pasó a ocupar la

encuentra litigando en los tribunales de Nueva York, reclamando una compensación por la estatización efectuada por el gobierno de Cristina Fernández en 2012.

presidencia de Edenor. En este caso, el nuevo presidente de la distribuidora energética sí contaba con experiencia en el sector energético, ya que había sido parte de Astra y posteriormente integró el directorio de Repsol-YPF durante el período 1999-2005, desempeñándose también como asesor de relaciones públicas de la petrolera. Su llegada a la actividad energética estuvo ligada a su relación familiar con Hugo Anzorreguy, ex titular de la SIDE durante la presidencia de Carlos Menem, vinculado al Partido Justicialista pero también con Fernando de la Rúa, el Partido Popular Español y Alfonso Cortina, por entonces presidente de Repsol. Gracias a Anzorreguy, Macfarlane ingresó como asesor en la SIDE y posteriormente en YPF cuando era controlada por la petrolera española (Rafaele y Fernández Blanco, 2013; Página|12, 15/08/1999).

Macfarlane integró Pampa Energía hasta 2012, cuando dejó el grupo y también la presidencia de Edenor. Durante los 7 años que estuvo al frente de la distribuidora metropolitana fue uno de los principales vínculos que mantuvo Pampa Energía con el gobierno nacional, por su rol tanto como presidente de Edenor como de la Asociación de Distribuidores de Energía Eléctrica de la República Argentina (ADEERA), entidad que nuclea a 48 distribuidoras, públicas, privadas y cooperativas de todo el país, y que presidió entre 2005 y 2012.⁹³

El reclutamiento de Díaz, MacLaughlin y Macfarlane le permitió al grupo construir su relación con el poder político y con los restantes actores de la cadena energética. Le otorgó vías de acceso diferenciadas al Ministerio de Planificación Federal y por ende a la Secretaría de Energía y la UNIREN, cuestión central a la hora de definir las políticas de inversión, los contratos de los servicios públicos y las tarifas de los mismos, en tiempos donde la apuesta central del grupo era por una recomposición tarifaria que afectaba a su principal empresa, Edenor. A su vez, también le brindó a Pampa Energía un acercamiento más directo con Néstor

⁹³ Con posterioridad a su alejamiento de Pampa Energía, Macfarlane continuó vinculado al sector energético, primero adquiriendo Edelap, mediante el grupo Disvol y posteriormente desembarcando en la actividad gasífera, comprando Camuzzi Gas Inversora, controlante de Camuzzi Gas Pampeana y Camuzzi Gas del Sur. En 2017 Disvol se desprendió de Edelap, siendo adquirida por el grupo Desarrolladora Energética SA (Desa), cuyo titular es Luis Rogelio Pagano, otro ex integrante de Pampa Energía, quien ya contaba con las distribuidoras de energía eléctrica de la provincia de Buenos Aires, Eden y Edes. Macfarlane también integra los directorios de las empresas Telecom Argentina y San Antonio.

Kirchner y Cristina Fernández (apuntalado también por el parentesco que une a Mindlin con la familia Timerman⁹⁴), así como con la política en general. Se trató de un intento de revertir los escasos vínculos que Marcelo Mindlin tenía con este ámbito al momento de desembarcar en el sector energético (Rafaele y Fernández Blanco, 2013).

El tipo de estrategia desplegada, de construcción de lazos informales con responsables del Ejecutivo, puede ser pensada como una de las fuentes de *poder instrumental* que habilitan, entre otras cuestiones, algún tipo de intervención o influencia en el diseño de políticas públicas (Fairfield, 2015). Este tipo de fuente de poder tiene, a diferencia de, por ejemplo, la participación directa de las elites en el armado de políticas, mayor debilidad y contingencia, ya que dependen en gran parte de las características de los políticos y el entorno institucional.

La estrategia política del grupo involucró, por último, una activa participación en las distintas cámaras empresariales del sector tales como la Cámara de Empresarios Argentinos de la Energía (CEADE), presidida por el propio Marcelo Mindlin desde su fundación en abril de 2006, la Cámara de Energía de la República Argentina (CEDERA), presidida por Sebastián Eskenazi en sus comienzos y con el titular de Pampa ocupando la vicepresidencia segunda, la ya mencionada Asociación de Distribuidores de Energía Eléctrica de la República Argentina (ADEERA) bajo la presidencia de Alejandro Macfarlane y la Asociación de Transportistas de Energía Eléctrica de la República Argentina (ATEERA) liderada por Carlos García Pereira, gerente general de Transener. Con estas presencias, el grupo se extendió hacia todos los agrupamientos empresariales de la actividad eléctrica, desde transporte a distribución, pasando por aquellas más nuevas creadas en la posconvertibilidad como la CEADE. Esta movilización de recursos y construcción de redes puede ser analizada como un modo de influir en el contenido, la agenda y los objetivos del sector y la actividad, en tanto su organización es producto ante todo de la agencia de los actores y de la estructura social, donde se ponen en juego entendimientos personales, conexiones

⁹⁴ Marcelo Mindlin y Héctor Timerman era primos, su tía Risha Mindlin estuvo casada con Jacobo Timerman, padre de Héctor.

sociales, condiciones sociales y oportunidades históricas disponibles (Granovetter y McGuire, 1998).

La participación en las cámaras empresariales y los pronunciamientos que el grupo expidió desde las mismas denota las diferentes etapas en el vínculo del grupo con el gobierno nacional, en el marco de las negociaciones para la implementación de la RTI. Las cámaras empresariales le sirvieron a Pampa Energía tanto para apoyar la política del gobierno nacional como para usarlo de ariete en sus arremetidas cuando se quebraron las relaciones entre ambos.

El diseño de esta estrategia política estuvo vinculada a la elaboración de la estrategia económica del grupo que contempló una serie de aspectos como inserción en empresas que se encontraban por debajo de su valor, la existencia de mercados constituidos como monopolios naturales o con competencia regulada, la toma de posiciones de control y el aprovechamiento de los equipos gerenciales ya presentes en las firmas que se iban adquiriendo.

3.4. Conclusiones del capítulo

A lo largo del capítulo hemos expuesto y analizado la conformación y consolidación del grupo económico Pampa Energía, dando cuenta de su inserción sectorial y la estrategia que fue elaborando. Comenzamos indagando cómo el ingreso de nuevas empresas a la cúpula empresarial conformó una de las novedades más destacadas de la etapa bajo estudio. Esto es, que no sólo nuevas empresas y grupos económicos pasaron a integrar la elite económica, sino también el hecho de que con anterioridad a la posconvertibilidad los mismos tenían un tamaño mucho menor o eran directamente inexistentes. En este sentido, cobra relevancia Pampa Energía, destacándose por el crecimiento que tuvo en estos años y el alcance que su integración sectorial alcanzó.

Al indagar en el proceso de conformación del grupo resaltamos como primera cuestión que quienes lo integran provenían fundamentalmente de IRSA, una empresa dedicada al real estate y el negocio inmobiliario, y que, tanto dentro de esta firma como de Pampa, sus directivos ocuparon roles vinculados a las finanzas, producto también de sus trayectorias educativas. Pampa Energía, sin

embargo, se insertó desde un comienzo en el sector de energía, aunque sus integrantes no tuvieran ningún vínculo con el mismo. Estas cuestiones pueden ser pensadas en relación de lo sostenido por Guillén (2000) al momento de estudiar la presencia de los grupos económicos en las economías emergentes, como formas particulares de organización, diferenciadas en sus características, estrategias y lógicas de acumulación que las que tienen las empresas extranjeras multinacionales.

Pampa Energía se desempeñó bajo condiciones políticas y económicas asimétricas en comparación al capital extranjero, que les permitió a los integrantes del grupo la posibilidad de ingresar en nuevas actividades, pese a su escasa vinculación con las mismas, combinando capacidades y recursos no comercializables que se encuentran incorporadas a los propietarios o gerentes. Entre las mismas, en el caso de Pampa Energía se destacan su capacidad de organización financiera, principalmente a partir de las renegociaciones de deuda de Transener y Edenor, pero también el capital político que el grupo comenzó a construir y por lo tanto la posibilidad de movilizar este tipo de recursos. La puesta en práctica de dichas capacidades particulares no puede soslayar la existencia de condiciones asimétricas tanto macroeconómicas como institucionales que implicaron restricciones o posibilidades para el conjunto de los actores. Sin embargo, estas condiciones asimétricas dieron lugar a conductas diferenciadas, en tanto no podemos hablar de “firma significativa” ya que cada una tiene diversos grados de competencia, creencias y expectativas (López, 2006). Como mostramos en el capítulo anterior, durante la posconvertibilidad se registraron una diversidad de situaciones, desde empresas extranjeras que reforzaron su presencia, hasta aquellas, mayoritarias, que se retiraron de la actividad y habilitaron, por ejemplo, la entrada de Pampa Energía al sector.

A lo largo del capítulo buscamos dar cuenta de la imposibilidad de escindir lo económico y lo político al momento de analizar las estrategias empresariales. El recorrido realizado por el grupo energético, las características que fue adquiriendo su especialización y la elección de activos adquiridos, conllevó una particular lectura de la situación macroeconómica y regulatoria del sector, esto es: empresas endeudadas, pesificación y ausencia de revisión tarifaria, pero también de las cuestiones políticas referidas a los posicionamientos

gubernamentales sobre la presencia del capital extranjero en la economía nacional y en los servicios públicos en particular, así como acerca del supuesto rol virtuoso de los empresarios locales. En este marco se desarrolló la estrategia implementada por Pampa Energía de especialización en el sector energético que incluyó la compra de empresas por debajo de su valor teórico, la adquisición de posiciones de control y de firmas con barreras de entradas a potenciales competidores, pero también una estrategia política cuyo elemento central fue el reclutamiento de funcionarios y ex funcionarios que pasaron a integrar el *holding*.

Sin embargo, los resultados y efectos de la implementación de una determinada estrategia corporativa, tienen un componente importante de apuesta e incertidumbre. Justamente porque los actores no pueden conocer los mecanismos para maximizar sus decisiones, existe complejidad dentro de cada contexto y no se pueden anticipar los resultados (Beckert, 2017). Esto vuelve necesario indagar qué sucedió al interior del sector energético durante la posconvertibilidad, qué respuestas tuvo el grupo frente a esto y cómo se desempeñó el mismo y sus empresas durante el período. Será la tarea que abordaremos en el siguiente capítulo.

CAPÍTULO IV

Pampa Energía como grupo de cartera: control corporativo financiero y desempeño económico

En el capítulo III ofrecimos un análisis de las estrategias elaboradas por Pampa Energía y del tipo de inserción sectorial resultante a partir de las mismas. Así, estudiamos las decisiones de inversión que realizaron los directivos del grupo, que los llevó a adquirir empresas de servicios públicos que se encontraban con débiles situaciones patrimoniales tras la salida de la convertibilidad, pero que presentasen barreras de entradas a potenciales competidores o estuviesen constituidas como monopolios naturales, con el objetivo de obtener una futura revisión de tarifas. También analizamos la inserción del grupo por fuera del segmento regulado, y el lugar que el mismo ocupó en la generación de energía eléctrica, con un crecimiento al amparo de programas estatales como el Energía Plus. Este cuadro de situación nos permitió afirmar que Pampa Energía se consolidó durante la década de los 2000 como un *holding* especializado en el sector energético, ocupando un lugar central en la dinámica de la actividad. Sin embargo, dicha especialización se desplegó a partir de prácticas propias del mundo financiero, lo que permitiría definirlo como un grupo de cartera.

El análisis de estas cuestiones será uno de los ejes que atravesará el capítulo IV. Indagaremos qué implicó la presencia de prácticas propias de lo financiero en la trayectoria de Pampa Energía y cómo se desplegaron. Sostenemos que aquí estriba una de las destacadas novedades en el accionar de los grupos económicos locales en comparación con los estudios efectuados para la década de 1990. El *holding* que conduce Marcelo Mindlin nos permite un acercamiento en torno a la difusión de lógicas de acumulación que de manera incipiente podemos encontrarlas durante la convertibilidad, pero que en nuestro período de análisis terminaron por conformar un conjunto de nuevas prácticas por parte de estos actores económicos.

El abordaje sobre la financiarización lo realizaremos a partir de tres cuestiones: la idea de “crear valor para el accionista” (Lazonick y O’Sullivan,

2000), la política de renegociación de deuda de las empresas tras la salida de la convertibilidad y su consecuente valorización patrimonial, y la relación entre inversión productiva e inversión financiera. Esto nos llevará a analizar cuestiones como la evolución del flujo de caja y el destino de las inversiones, la solvencia y liquidez del grupo, para indagar si se financia mediante el endeudamiento en los mercados o vía reinversión de utilidades, así como la política de distribuciones de dividendos y recompra de acciones.

El estudio de las estrategias realizado en el capítulo III y la producción de Pampa como grupo de cartera, nos confrontará finalmente con el análisis sobre su desempeño económico, por un lado, para dar cuenta de los efectos de las estrategias aplicadas y por otro para ponerlo en tensión con su *performance* en el ámbito bursátil. Buscaremos en última instancia responder a la pregunta de cómo se relacionaron el rendimiento financiero y el desempeño en el sector energético.

4.1. Grupo de cartera y financierización

La especialización en el sector energético que Pampa Energía llevó adelante no estuvo exenta de un abordaje donde predominó una lógica financiera. En este sentido es posible pensar al *holding* como un *grupo de cartera*. Esto es, un grupo económico focalizado en la compra-venta de empresas antes que en su constitución⁹⁵, con un objetivo de apreciación de las acciones del grupo en el mediano plazo (Schneider, 2009) y donde los beneficios financieros juegan un rol central en la dinámica de acumulación.

Durante la década de 1990 la lógica financiera en el sector había estado presente vía dos modalidades: la participación de fondos de inversión en los consorcios adjudicatarios de las privatizaciones⁹⁶, entre los que sobresalen el

⁹⁵ El único proyecto greenfield que el grupo encaró fue Ingentis, de construcción de una central térmica en Chubut, que no pudo ser concretado y el grupo terminó por abandonar, vendiendo su participación.

⁹⁶ La presencia de los fondos de inversión en el proceso privatizador, constituyó una de las principales novedades en relación a las modalidades de inversión por parte del capital extranjero a nivel global.

CEI Citicorp Holdings⁹⁷-compuesto principalmente por el grupo local República y el Citibank⁹⁸ -, así como “*por las numerosas transferencias entre actores privados de las participaciones en tales consorcios, una vez concluido el proceso inicial de privatización*” (Pistonesi, 2001: 12), que dieron lugar luego a la generación de ganancias patrimoniales para los grupos locales involucrados (Arceo y Basualdo, 1999; Kulfas, 2001). En la etapa actual, por el contrario, el esquema pivotea sobre la revalorización patrimonial de las empresas del grupo y por el incremento del valor de la acción a lo largo del tiempo, bajo la figura de inversión de tipo *private equity*.⁹⁹ El objetivo es la adquisición de la acción a un precio menor al esperado en el futuro, con agresivas políticas de recompra de acciones y emisión de obligaciones negociables (ON), cuyo norte es el de crear valor para sus accionistas. Estamos ante un tipo de control corporativo en el cual las decisiones de la empresa se tomaron a partir de estos objetivos (Lazonick y O’Sullivan, 2000; Fligstein, 1993). De hecho, la contracara de este proceso es que, generalmente al adquirir posiciones de control en las empresas que compra, el grupo delegue las tareas operativas a los profesionales que ya se venían desempeñando en ellas. Esta situación conllevó a que los directivos de Pampa pasaran a ocupar los cargos vinculados a las tareas financieras y de inversiones:

Nuestros profesionales especializados en inversiones generalmente ocupan cargos en el directorio y en los comités ejecutivos de cada sociedad y mantienen un estrecho contacto con la gerencia de la sociedad para brindar orientación en las áreas de finanzas, administración, estrategia y nuevas inversiones. (Pampa Energía, 2006: 2).

Como ya fue señalado podemos estudiar las prácticas financierizadas del grupo a partir de tres cuestiones que consideramos conforman a Pampa Energía como *grupo de cartera*: la agresiva política de renegociación de deudas y valorización patrimonial surgida luego de las mismas, la centralidad otorgada al

⁹⁷ Podemos agregar al fondo CI Investments de origen canadiense, que integró el consorcio Hidroinvest S.A, adjudicatario de Hidroeléctrica El Chocón; el fondo Bisa (Hidroeléctrica Alicurá); The Argentine Investment Company (Central Térmica Güemes) y The Exxel Group (Edesal).

⁹⁸ El fondo tuvo participación en diversos procesos privatizadores (gasífero, telefónico, siderúrgico). En el caso de la energía eléctrica se insertó en la generación (Central Piedrabuena) y la distribución (Edersa).

⁹⁹ Se trata de fondos de inversión cuya característica, a diferencia de otras actividades financieras, es la adquisición de paquetes mayoritarios o de control de las empresas en las cuales ingresan.

concepto de “crear valor para el accionista” bajo un control corporativo financiero y la relación entre inversión productiva e inversión financiera.

4.1.1. Renegociación de deudas y valorización patrimonial

La primera tarea abordada por el grupo al adquirir los paquetes accionarios de Edenor, Transener y TGS fue renegociar las deudas que las empresas arrastraban tras la salida de la convertibilidad. La política seguida por el grupo liderado por Marcelo Mindlin dio lugar a alguna de las reestructuraciones de deuda corporativa más importantes de la posconvertibilidad.

Transener produjo una reestructuración de deuda por intermedio de la emisión de cuatro tipos de ON, que la llevó de 571,7 millones de dólares a 184,7 millones de dólares (Transener, 2005). El default había sido declarado en abril de 2002 y la empresa llegó a tener inhibido los bienes, así como un pedido de quiebra por parte de un tenedor individual. Su deuda había pasado de representar el 1,24 de su patrimonio al 4,25, entre 2001 y 2002. La oferta de canje efectuada¹⁰⁰ a sus acreedores alcanzó una aceptación del 98,8%. La mejora patrimonial luego de la reestructuración implicó en el caso de Transener pasar de un patrimonio neto de 120 millones de dólares en 2004 a 356 millones de dólares en 2005 (Transener, 2005), es decir una mejora del 197%.

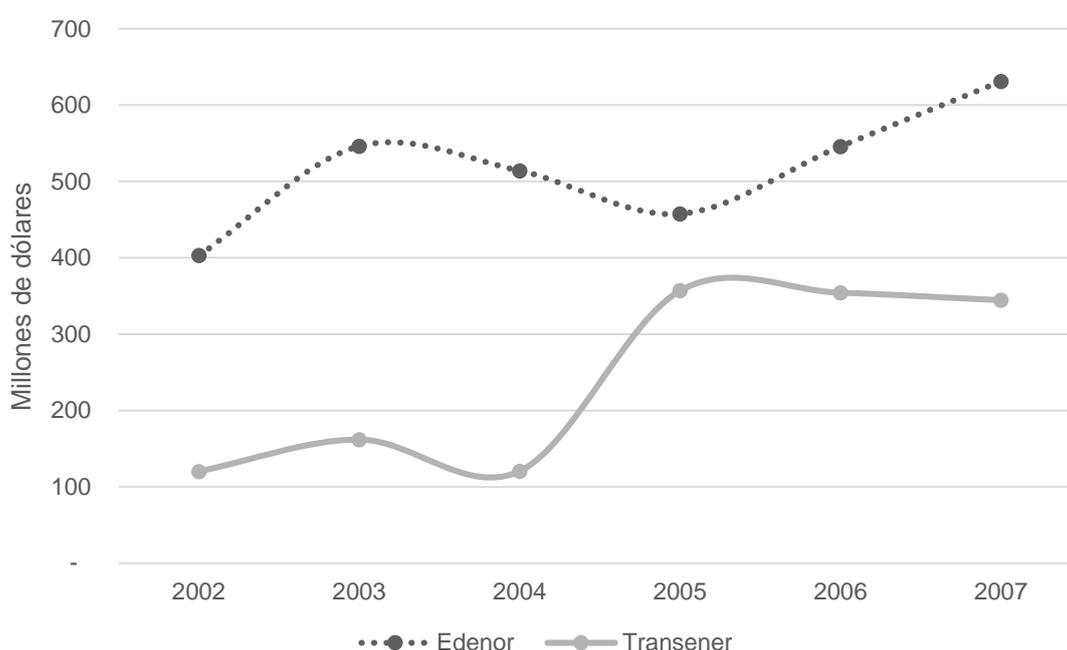
Edenor afrontó una situación similar a la de Transener, declaración del default y posterior reestructuración de sus pasivos, llegando a una aceptación del 100% de los acreedores¹⁰¹ y una quita del 44%. En este caso, al 31 de diciembre de 2006 la empresa había logrado reducir la deuda pre-reestructuración en default desde 540 millones de dólares a 376,4 millones de dólares, con vencimientos que se estiraron hasta 2019 (Edenor, 2006). La mejora patrimonial fue del 20%,

¹⁰⁰ Por cada US\$ 1.000 adeudados, la oferta de canje ofreció: “a) US\$ 550 en efectivo, b) US\$ 1.000 en un bono a la par con amortizaciones parciales y vencimiento final en el año 2016, o c) una opción combinada que incluye US\$ 820 en un bono a descuento con amortizaciones parciales y vencimiento final en el año 2015 o acciones por hasta un total a ser distribuido a prorrata de 84.475.000 de Acciones Clase “B” a ser emitidas por la Compañía o su equivalente en efectivo” (Transener, 2005).

¹⁰¹ Edenor ofreció pagar con nueva deuda que contemplaba: una opción a la par a tasa fija a 8 u 11 años, una opción a la par a tasa variable (Libor más un margen), o una opción combinada de las dos anteriores (Edenor, 2006).

pasando la distribuidora de energía eléctrica de un patrimonio neto de 453 millones de dólares en 2005 a 546 millones de dólares en 2006 (Edenor, 2006). En ambos casos, *“la –innegable- sofisticada ingeniería financiera desplegada, y el acuerdo de renegociación contractual, conllevaron una mejora sustantiva de la situación económico-financiera de las empresas, una considerable recuperación de los márgenes de rentabilidad y una importante valorización patrimonial”* (Azpiazu, 2008: 94).

Gráfico IV.1 Patrimonio neto de Edenor y Transener. Años 2002-2007. (En millones de dólares corrientes)



Fuente: Elaboración propia en base a balances de Edenor y Transener

El gráfico IV-1 nos permite observar la mejora más arriba descrita acerca del patrimonio neto de ambas empresas de energía eléctrica, tras la entrada de Pampa Energía a su control. La mejora en los perfiles de deudas de las dos firmas se tradujo en crecientes mejoras patrimoniales, sobre todo en el caso de Transener, quien exhibió de un ejercicio anual al siguiente la mejora más destacada, con el salto observado tras el ingreso de Pampa Energía en 2004. Edenor tuvo una mejora más progresiva en su patrimonio, pero que también se registra a partir del ingreso del Pampa Energía, en 2005.

La última reestructuración de deuda en la que participó el grupo fue la de Transportadora de Gas del Sur. En este caso, la ingeniería financiera utilizada,

estuvo enfocada en la suscripción de un acuerdo de entendimiento con Petrobras y el banco ABN para suspender los reclamos internacionales y ceñirse al acuerdo de reestructuración que permitiese levantar el default de 325 millones de dólares de la empresa gasífera.

4.1.2. Control corporativo financiero

El lugar destacado que le otorgamos a lo largo de este capítulo al conjunto de prácticas y acciones propias del mundo financiero adoptadas por Pampa Energía, y que lo terminaron configurando como un *grupo de cartera*, no se encuentra escindida de un tipo particular de control corporativo.

En este sentido, podemos entender al holding que encabeza Marcelo Mindlin bajo un control corporativo financiero¹⁰² (Fligstein, 1993), cuyas características son: el uso de herramientas financieras para evaluar líneas de producción y divisiones, la formación de sus directivos en contabilidad y finanzas, una mirada puesta no ya en las necesidades de producción de la firma o su incremento de las ventas, sino en incrementar las ganancias de corto plazo y un crecimiento por medio de fusiones y adquisiciones vía endeudamiento. Bajo esta forma de control corporativo se encuentra la idea de “crear valor para el accionista”, donde la cotización bursátil de la empresa y su desempeño en este ámbito pasa a ser uno de los ejes de la acción económica de la firma.

El primer aspecto para analizar este tipo de gobernanza empresarial es indagar en torno a la trayectoria y formación de quienes integran el directorio del grupo. Esto arroja que quienes ocupan los principales puestos ejecutivos del grupo como la presidencia, la vicepresidencia y la dirección de las compañías controladas por Pampa Energía provienen del área de finanzas, tanto en su trayectoria laboral como educativa. En este sentido, Marcelo Mindlin, Ricardo

¹⁰² En su estudio sobre los cambios en el tipo de control corporativo, Fligstein (1993), indica, al analizar la historia de las grandes empresas de Estados Unidos, que existieron cuatro formas predominantes de estructuras organizacionales: el control directo, el modelo fordista, el modelo de ventas y marketing y el financiero. Este último emergió a durante los años 1980, y consolidándose en los años 1990, a partir de los grandes procesos de fusiones y adquisiciones, que dieron lugar posteriormente a la “revolución de los accionistas” y la toma de control de las grandes empresas por parte de fondos de inversión.

Torres, Gustavo Mariani y Damián Mindlin están vinculados al pasado compartido en IRSA, o empresas del grupo, donde se desempeñaron como gerentes o directores financieros y gerentes de inversión. Gabriel Cohen, que no proviene de IRSA y fue reclutado recién al conformarse Pampa Energía, proviene del Citibank, habiendo realizado tareas en áreas de banca de Inversión, banca corporativa y reestructuraciones de deudas. Situación similar a la de Mariano Batistella, a cargo de estrategia y planeamiento del grupo, proveniente de la banca de inversión Goldman Sachs, tras desempeñarse como analista. La formación de todos ellos está ligada a carreras de ciencias económicas o empresariales, con preminencia de la universidad pública (UBA), frente a la universidad privada (Universidad de Belgrano y Universidad de San Andrés). La formación y trayectoria de estos directivos lleva al grupo a adoptar como estrategia, la decisión de invertir en sociedades que cuenten con equipos gerenciales sólidos y estables (Pampa Energía, 2006), donde los integrantes de Pampa Energía mantengan *“un estrecho contacto con la gerencia de la sociedad para brindar orientación en las áreas de finanzas, administración, estrategia y nuevas inversiones”* (Pampa Energía, 2006: 3).

Al interior del directorio del grupo se detectó también la presencia de tres integrantes abogados: Diego Martín Salaverri, Héctor Mochón y Gerardo Carlos Paz. Los dos primeros, socios de estudios jurídicos especialistas en derecho empresarial, principalmente fusiones y adquisiciones, aspecto que como mostramos en el capítulo III ocupó un lugar central en el crecimiento del grupo. Por otra parte, Gerardo Carlos Paz presenta trayectoria en la entidad regulatoria de la actividad de energía eléctrica, el ENRE, así como en otra empresa de servicios públicos como es Camuzzi Gas Pampeana.

Cuadro IV-1 Cargos y empresas donde se desempeñan los principales directivos del grupo Pampa Energía

| Directivo | Cargo | Otros cargos en el grupo | Formación | Puestos anteriores |
|------------------------|-----------------------------|---------------------------------|--|---|
| Marcelo Mindlin | Presidente de Pampa Energía | Director de Edenor | Licenciado en administración de empresas (UBA) | Vicepresidente del directorio y director financiero (CFO) de IRSA, vicepresidente de Alto Palermo, director en el Banco Hipotecario |

| | | | | |
|-------------------------------------|--|---|--|--|
| Ricardo Torres | Presidente de Edenor | Vicepresidente ejecutivo y director de distribución y administración de Pampa Energía | Contador (UBA) | Director financiero de IRSA y director de Alto Palermo y Brazil Realty |
| Gustavo Mariani | Vicepresidente de Edenor y TGS | Director General de Pampa Energía | Economista (Universidad de Belgrano) | Gerente de cartera de inversiones (IRSA) |
| Damián Mindlin | Vicepresidente ejecutivo y director de compras, seguridad patrimonial y marketing de Pampa Energía | Gerente de la cartera de inversiones de Grupo EMES | Licenciado en administración de empresas (Universidad de Belgrano) | Gerente de cartera de inversiones del Grupo Dolphin |
| Gabriel Cohen | Vicepresidente de Transener | Director ejecutivo de finanzas de Pampa Energía | Licenciado en administración de empresas (UBA) | Control de Gestión, Tesorería, banca de Inversión, banca Corporativa y reestructuraciones de deudas en Citibank |
| Diego Martín Salaverri | Director de Pampa Energía | Director en Edenor y TGS | Abogado (UCA) | Socio fundador del estudio Salaverri, Burgio, Wetzler Malbrán |
| Marcelo Blanco¹⁰³ | Director de Pampa Energía | - | Ingeniero industrial (ITBA) | Director financiero del Deutsche Bank, Socio fundador de Copernico Capital Partners y director ejecutivo de Emerging Markets Group |
| Héctor Mochón | Director de Pampa Energía | Integrante del comité de auditoría del grupo | Abogado (UBA) | Estudio de abogados Zang, Mochón, Bergel & Viñes |
| Carlos Tovagliari | Director de Pampa Energía | Director de Central Térmica Güemes | Ingeniero industrial (UBA) | IRSA, Grupo Petersen |
| Mariano Batistella | Director ejecutivo de estrategia y planeamiento de Pampa Energía | Vicepresidente de Pampa Participaciones S.A., Inversora Nihuales S.A. e Inversora Diamante S.A. | Licenciado en administración de empresas (UDES) | Analista en Goldman Sachs |
| Pablo Díaz | Director de Pampa Energía | Director de Transener, Edenor, Loma la Lata | - | Asesor en la Subsecretaría de Energía Eléctrica de la Nación |

¹⁰³ Marcelo Blanco pasó a ser en 2017 subsecretario de Coordinación Administrativa del Ministerio de Energía, desde donde firmó una disposición administrativa en busca de un servicio de asesoramiento para la venta del paquete accionario que el Estado nacional tiene en Transener (Página|12, 18/02/2018). Tras renunciar a su cargo en mayo de 2018, volvió a la función pública en septiembre de ese año como subsecretario de Finanzas de la provincia de Buenos Aires.

| | | | | |
|---------------------------|---------------------------|---|--------------------------------------|---|
| Brian Henderson | Director de Pampa Energía | Director de Central Térmica Güemes, Transener, Edenor, Loma la Lata | Ingeniero eléctrico (Heburn College) | Vicepresidente y CEO de Deutsche Babcock Riley, director para América Latina de National Grid |
| Carlos Pérez Bello | Director de Pampa Energía | - | Contador (Universidad de Belgrano) | Aguas Argentinas, Price Waterhouse Coopers |
| Gerardo Carlos Paz | Director de Pampa Energía | Director de legales de Pampa Energía | Abogado (UNC) | ENRE y Camuzzi Gas Pampeana |

Fuente: Elaboración propia en base al formulario 20-f presentado por Pampa Energía ante la SEC (2015)

Como parte de este control corporativo financiero, Pampa Energía avanzó hacia la cotización pública de sus acciones, así como de las empresas que integraban el holding y no se encontraban listadas en la bolsa de valores.

Mediante un proceso de *reverse merger*¹⁰⁴, el fondo Dolphin, antecesor del grupo, adquirió el frigorífico La Pampa, una empresa que para el año 2004 no registraba actividad bursátil, pero se encontraba listado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Tras el cambio de nombre por Pampa Energía, se reinició la cotización de sus acciones. La presencia en el ámbito bursátil le permitió al grupo ganar mayor liquidez y volumen en sus valores y fue una de las claves para el desarrollo de inversiones posteriores. En estos años, Pampa obtuvo tanto un aumento de su capitalización bursátil como una destacada presencia en el Merval, representando en promedio el 7% diario de operaciones en acciones que se negociaron en 2015.¹⁰⁵

Además de estar listada en la BCBA, desde septiembre de 2009 la empresa también cotiza en la Bolsa de Nueva York (NYSE por sus siglas en inglés). Tras la oferta pública de acciones lanzada para iniciar su cotización en Estados Unidos, el capital flotante -aquel que cotiza en los mercados financieros- de

¹⁰⁴ La fusión inversa (*reverse merger* o *reverse takeover*) es el procedimiento mediante el cual una empresa privada adquiere una empresa pública, que cotiza en la bolsa de valores, buscando de esta manera, saltarse diversos pasos como la oferta pública de acciones y los riesgos asociados, vinculados a las condiciones de mercado que pueden terminar por afectar el valor futuro de dichas acciones.

¹⁰⁵ Para poner en dimensión el crecimiento del holding y su presencia en el ámbito bursátil local, para el año 2015 apenas 5 empresas (Galicia, Petrobras, Tenaris, YPF y Pampa Energía), representaron el 58% del volumen negociado en acciones. El restante 42% se repartió entre 25 empresas.

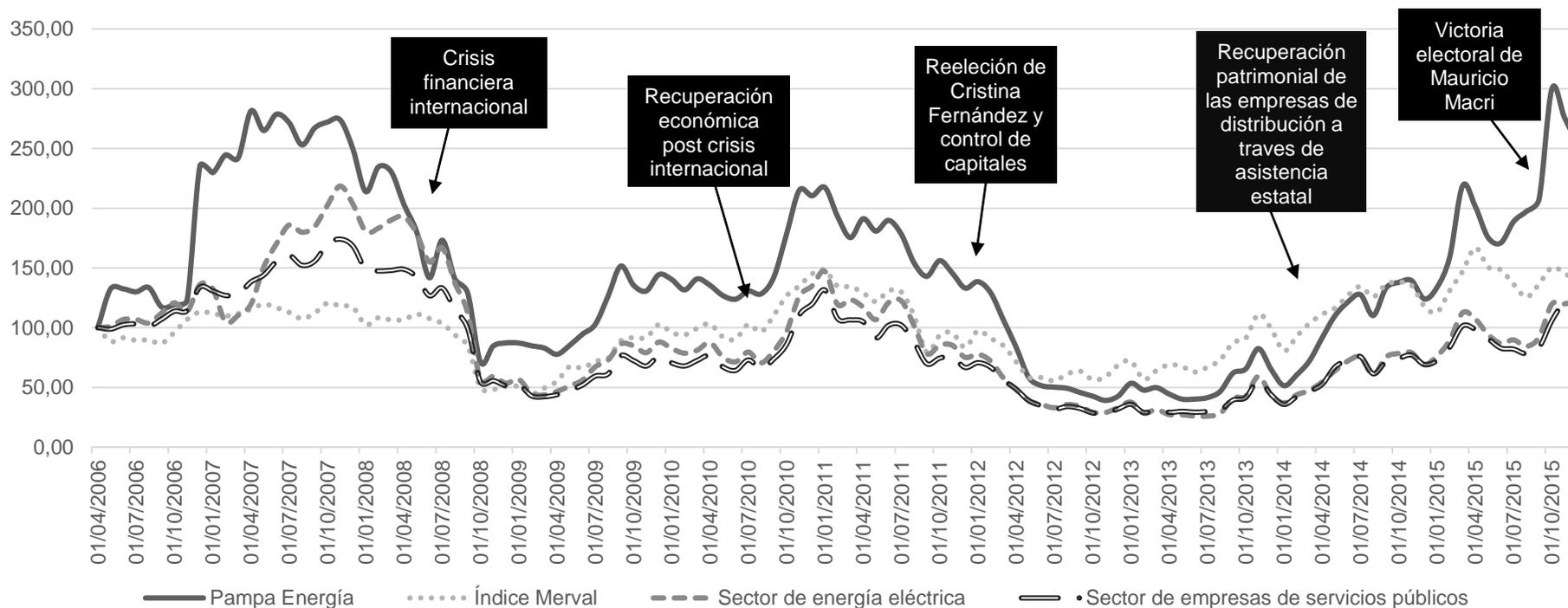
Pampa Energía pasó a ser del 80%, reteniendo el restante 20% el *management* del grupo (Marcelo y Damián Mindlin, Gustavo Mariani y Ricardo Torres).

Junto a la presencia de Pampa Energía, el grupo también listó a Edenor, que durante 2007 salió a cotizar en simultáneo en Buenos Aires y Nueva York. La distribuidora de energía eléctrica captó 327 millones de dólares tras la oferta pública lanzada por el 42% de sus acciones. De las restantes empresas que integran el grupo, Transener ya pertenecía al índice Merval, al igual que TGS, que también cotiza en Nueva York.¹⁰⁶

Analizar la evolución en el precio de las acciones del grupo tiene importancia en tres aspectos: impacta en la capacidad de financiarse a través del mercado, en tanto una empresa cuya cotización va en aumento obtiene mayores posibilidades de tomar crédito, incide en la remuneración que reciben los ejecutivos, ya que una parte de la misma se encuentra indexada al desempeño bursátil, y por último un precio ascendente de las acciones limita amenazas latentes de toma de control por parte de competidores, que pueden ocurrir si la capitalización bursátil es pequeña o se ha visto reducida (Auvray y Rabinovich, 2018).

¹⁰⁶ Sólo 14 empresas argentinas cotizan también en Estados Unidos. Aparte de Pampa Energía, Edenor y TGS, estas listadas: Central Puerto, Tenaris, Grupo Financiero Galicia, Banco Macro, Banco Supervielle, Banco Francés, YPF, IRSA, Cresud, Telecom y Loma Negra

Gráfico IV.2 Cotización de las empresas del grupo Pampa Energía, del sector de energía eléctrica, de las empresas de servicios públicos y del Índice Merval, en dólares, años 2006-2015 (base 100=2006) ¹⁰⁷



Fuente: Elaboración propia en base a balances empresarios, Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) y Yahoo finance

¹⁰⁷ Energía eléctrica incluye a las empresas: Pampa Energía, Edenor, Transener, Central Costanera y Capex. Servicios públicos incluye a las empresas de energía eléctrica junto a Transportadora de Gas del Sur, Transportadora de Gas del Norte, Metrogas, Distribuidora de Gas Cuyana, Camuzzi Gas Pampeana. La transformación a dólares se realiza a partir del dólar contado con liquidación (ccl), su resultado es producto de la operación: $(YPFD/YPF)*1$, donde YPFD es la cotización de la acción en el mercado local, YPF es su cotización en Estados Unidos (ADR) y 1 es el factor de conversión. Para las empresas que no tienen ADR se efectuó la siguiente operación: precio local/ccl. Para las empresas que tienen ADR se efectuó la siguiente operación: precio ADR/factor de conversión. El precio sectorial se efectuó mediante un promedio simple de los precios de cada activo.

Siguiendo lo expresado por el gráfico IV-2, a lo largo de la etapa que cubre los años 2006-2015, la acción de Pampa Energía es la que más se destaca al interior tanto de las empresas de energía eléctrica listadas en el Merval, como de la totalidad de las empresas de servicios públicos cotizantes, superando también al propio índice en cuanto a su rendimiento entre puntas. El papel del *holding* de energía eléctrica aumentó un 154% medido en dólares entre los años bajo análisis, mientras en el Merval lo hizo en un 37%. En términos comparativos el sector de energía eléctrica quedó por debajo del Merval con un rendimiento del 23% y las empresas de servicios públicos con un rendimiento del 20%. Incluso, salvo el período que va desde que comienza el análisis que estamos efectuando, en abril de 2006 hasta 2008, el sector de energía eléctrica estuvo siempre por debajo del rendimiento del Merval.

Si bien la acción de Pampa Energía acompaña tendencialmente al resto del sector y al Merval (la caída durante la crisis financiera de 2008 y su posterior recuperación), el grupo liderado por Marcelo Mindlin tuvo, salvo entre los años 2012-2014, una *performance* superior al resto de los papeles analizados. Este desempeño tan dispar entre la acción de Pampa Energía y los promedios sectoriales nos lleva a preguntarnos si existe algún *fundamental* –ratio de desempeño económico- detrás de la misma que haya impulsado dicha suba, o si por el contrario es propio del fenómeno de financiarización que venimos describiendo. Como trasfondo de todo esto, es preciso considerar el importante crecimiento del grupo en la actividad de energía eléctrica como dimos cuenta a lo largo del capítulo III: su integración vertical y el destacado lugar que ocupa en transmisión y distribución de energía. Dicho crecimiento manifestado a lo largo de los años pudo haber incidido en la valorización de la empresa.¹⁰⁸

Por otra parte, al analizar el desempeño de la acción es preciso considerar dos prácticas del ámbito bursátil a las cuales Pampa Energía recurrió bajo el concepto de crear valor para sus accionistas: la recompra de acciones y la distribución de dividendos. Con la primera se busca ponerle piso a la cotización

¹⁰⁸ La expectativa por el recambio gubernamental de diciembre de 2015 impulsó al alza al conjunto de las empresas de servicios públicos que cotizan, a partir de la posibilidad de concretarse el llamado a una revisión tarifaria. En el caso de Pampa Energía entre enero de 2016 y enero de 2018 la acción subió un 215%.

para que no baje de un determinado precio, cortar pérdidas y evitar la descapitalización de la empresa, a partir de la salida de inversores. Con la distribución de dividendos, la acción de la empresa pasa a convertirse en un instrumento de renta fija que ofrece un cupón con interés en determinado momento del año, en detrimento de un mayor nivel de inversiones. Bajo este esquema, las empresas pasaron de retener y reinvertir sus ganancias a recortar y distribuir las mismas (Lazonick y O'Sullivan, 2000).

Durante los años bajo análisis, el grupo ha tenido una activa política de recompra de acciones y ON. Por un lado, aprovechó la crisis financiera de 2008 para recomprar a bajo precio deuda propia. Sin embargo, la recompra de acciones tuvo central importancia tanto antes como después de dicho episodio de crisis. Esta redistribución de fondos que se destina a sostener el valor bursátil de la compañía busca retener a sus accionistas. Por otro lado, Pampa Energía también llevó adelante una periódica distribución de dividendos incluso durante aquellos años con cierres negativos del ejercicio anual.

Cuadro IV-2 Distribución de dividendos y adquisición de acciones propias según patrimonio neto. Años 2007-2015

| Año | Dividendos/Patrimonio neto (1) | Adquisición de acciones propias/Patrimonio neto (2) | 1+2 |
|-------------|---------------------------------------|--|------------|
| 2007 | 0,3% | 0% | 0,3% |
| 2008 | 0,6% | 3,8% | 4,3% |
| 2009 | 0,5% | 0,0% | 0,5% |
| 2010 | 0,5% | 2,6% | 3,1% |
| 2011 | 0,5% | 2,4% | 2,9% |
| 2012 | 0,0% | 3,8% | 3,8% |
| 2013 | 0,6% | 2,3% | 2,9% |
| 2014 | 0,1% | 0,0% | 0,1% |
| 2015 | 0,5% | 1,4% | 1,9% |

Fuente: Elaboración propia en base a balances de Pampa Energía (2007-2015)

Si analizamos el cuadro IV-2 en comparación con el gráfico IV-2, referido a la cotización de las acciones del grupo, podemos ver cómo en aquellos años de mayor caída en la cotización, 2011 y 2012 sobre todo, es donde mayor potencia adquiere la recompra de acciones, mientras en 2013, con el papel todavía a la baja, hay una importante distribución de dividendos. El grupo aplica aquí la política detallada más arriba de retener accionistas mediante estas dos acciones.

4.1.3. Inversiones de capital e inversiones financieras

La última cuestión referida a la conformación de Pampa Energía como grupo de cartera remite a la estrategia implementada por el grupo al momento de adquirir paquetes accionarios de empresas, y el eje en la relación existente entre las inversiones de capital y las inversiones financieras.

Junto a la salida a la bolsa de valores, tanto local como extrajera, para hacerse de flujos de capital que financiaran futuras adquisiciones, Pampa Energía también recurrió a la emisión de obligaciones negociables como vía de financiamiento. Este tipo de herramientas se habían generalizado a partir de 1991, en un contexto de liberalización financiera y liquidez internacional, y terminó por ser ampliamente utilizado por los grupos económicos locales durante aquella década (Gaggero, 2012).

Pampa Energía también lo convirtió en un habitual vehículo de financiamiento para sus operaciones, presente a lo largo de toda la historia del grupo. Mientras que las primeras ON remiten al refinanciamiento de la deuda de Transener y Edenor, en años posteriores fueron utilizadas para la compra y ampliación de las centrales térmicas y más acá en el tiempo para los proyectos que involucran a Petrolera Pampa, denotando la centralidad que el grupo le otorgó a la producción de gas que permitiese alimentar a sus centrales de generación de energía eléctrica.

Cuadro IV-3 Cantidad y monto de ON emitidas por Pampa Energía y sus empresas controladas, años 2006-2015

| Año | Cantidad de obligaciones negociables emitidas | Monto (en millones de dólares) |
|------------|--|---------------------------------------|
| 2006 | 5 | 399,5 |
| 2007 | 2 | 242 |
| 2008 | 1 | 178 |
| 2009 | 1 | 58,2 |
| 2010 | 3 | 376,3 |
| 2011 | 4 | 272,6 |
| 2012 | 5 | 40,3 |
| 2013 | 6 | 72,3 |
| 2014 | 10 | 173,5 |
| 2015 | 8 | 115,9 |

Fuente: Elaboración propia en base a balances de Pampa Energía

La implementación de inversiones mediante endeudamiento habilitó otro fenómeno habitual de los procesos de financiarización como es el de apalancamiento, medido en este caso como la relación entre la deuda y el patrimonio neto. El cuadro IV-3 nos muestra esta relación y nos permite advertir que, a partir de 2011, existe un salto en dicho ratio muy por encima de los niveles que el grupo venía manejando, marcado por un mayor aumento del pasivo en relación al patrimonio neto. Este endeudamiento refleja una creciente vulnerabilidad de la empresa, ya que el mismo está constituido sobre todo por la emisión de Obligaciones Negociables nominadas en dólares, con el consecuente efecto sobre una empresa no transable y con ingresos nominados en pesos. Si analizamos este ratio en comparación al promedio sectorial, a partir del año 2012 podemos encontrar diferencias en comparación a Pampa Energía, principalmente por la situación patrimonial que enfrentaron empresas distribuidoras como Edenor y Edesur, con importantes incrementos de sus pasivos, sobre todo corrientes (deuda de corto plazo).

El ratio de solvencia mide la relación entre el activo y el pasivo, dándonos un acercamiento sobre el modo en que las empresas deciden financiar sus inversiones. Esto es, si las mismas se financian mediante una reinversión de utilidades o ingresos provenientes de las ventas efectuadas o si, por el contrario, lo realiza mediante el endeudamiento tanto en el mercado local como extranjero. Un aumento de este cociente indica la primera de las posibilidades, mientras un descenso, indica la segunda de estas posibilidades. En el caso bajo análisis, entre 2006 y 2015 notamos un marcado descenso de la solvencia del grupo, que pasa, entre puntas del 2,4 al 1,4 consolidándose de manera progresiva el incremento del financiamiento de *holding* por la vía del endeudamiento.¹⁰⁹ En términos comparativos con el promedio sectorial, tanto Pampa Energía como las restantes empresas analizadas parecen seguir caminos similares, con números que se mueven con bastante sincronía, marcando que las empresas de energía eléctrica parecen haber consolidado un esquema de financiamiento de sus operaciones por medio del endeudamiento y no de ingresos provenientes de su actividad.

¹⁰⁹ Estos datos no incluyen la deuda tomada por la adquisición del paquete accionario de Petrobras.

Cuadro IV-4 Ratios de solvencia y endeudamiento de Pampa Energía, 2006-2015

| Año | Pampa Energía | | Sector energía eléctrica ¹¹⁰ | |
|------|---------------|---------------|---|---------------|
| | Solvencia | Endeudamiento | Solvencia | Endeudamiento |
| 2006 | 2,4 | 1,4 | 2,5 | 1,1 |
| 2007 | 2,3 | 1,1 | 2,4 | 1,0 |
| 2008 | 2,1 | 1,3 | 2,2 | 1,1 |
| 2009 | 2,1 | 1,3 | 2,0 | 1,1 |
| 2010 | 1,9 | 1,7 | 1,9 | 1,3 |
| 2011 | 1,5 | 3,3 | 2,0 | 2,0 |
| 2012 | 1,3 | 3,9 | 1,7 | 4,3 |
| 2013 | 1,3 | 3,4 | 2,6 | 2,6 |
| 2014 | 1,3 | 3,7 | 1,4 | 7,7 |
| 2015 | 1,4 | 2,5 | 1,3 | 3,1 |

Fuente: Elaboración propia en base a Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) y balances empresarios

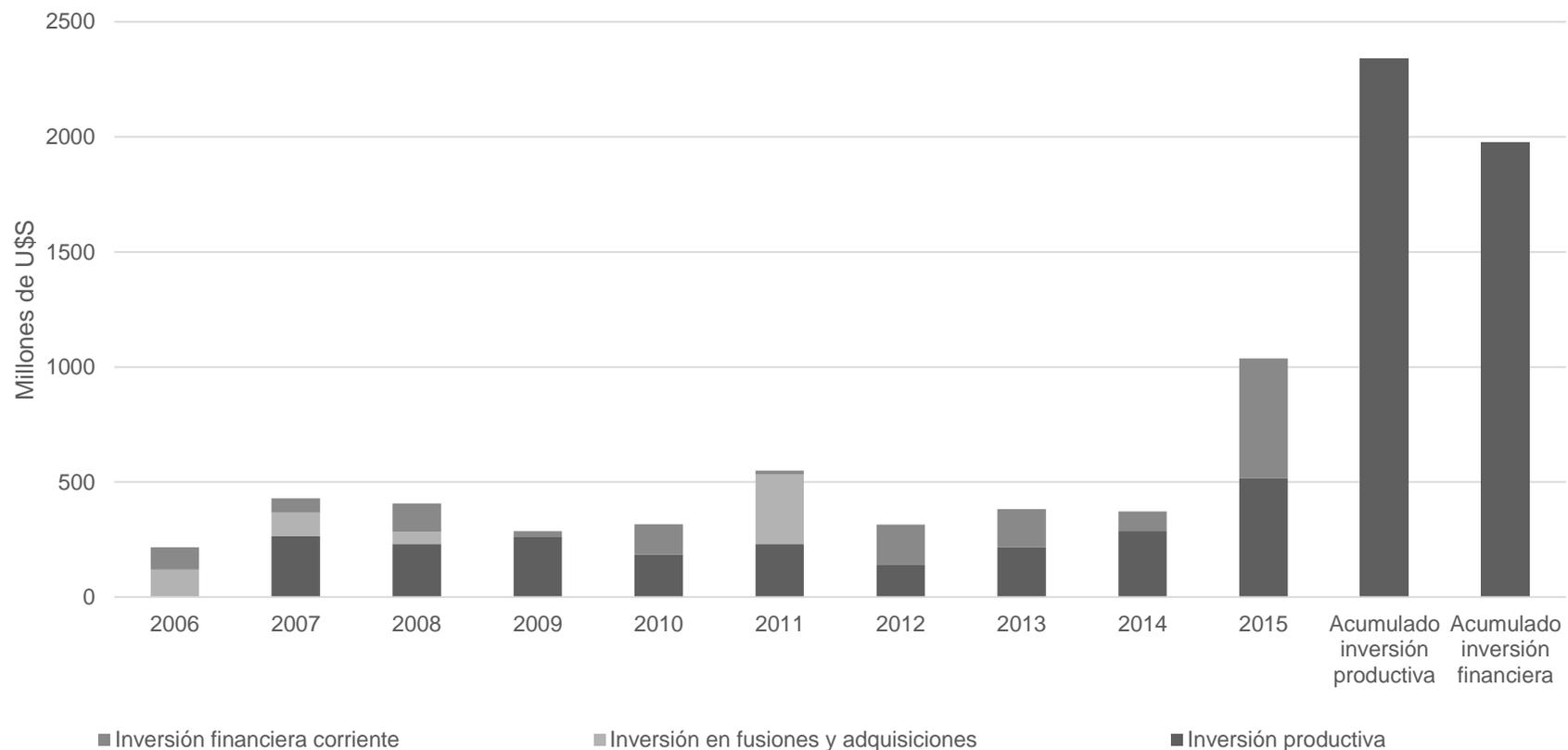
Si pensamos esta situación que venimos analizando, en términos regionales, efectivamente asistimos durante la década de los 2000 a un incremento de la deuda contraída en dólares por las empresas cotizantes en bolsa de América Latina, ante todo de las compañías brasileñas y mexicanas. Un endeudamiento empresarial que se profundizó a partir de la crisis financiera global de 2008, no tanto por la rentabilidad de las propias empresas sino por la liquidez internacional disponible, que encontró en estas firmas una vía de canalización (Torija Zane y Gottschalk, 2018).

Un elemento más que aporta evidencia para analizar el accionar de Pampa Energía como grupo financierizado es indagar en torno a cómo evolucionaron las inversiones del grupo, a partir del flujo de caja presente en los balances empresarios. Se entiende por inversión financiera corriente la compra de

¹¹⁰ Se trata de un promedio simple que incluye a las empresas: Pampa Energía, Transener, Edenor, Edelap, Edesur, Central Puerto, EPEC, Albanesi y EPE

activos financieros (títulos públicos, derivados, fondos comunes de inversión), los préstamos otorgados y la demanda de efectivo. La inversión productiva incluye la inversión en reposición y las inversiones netas o nuevas. La inversión en fusiones y adquisiciones refiere a la compra de participaciones en empresas.

Gráfico IV.3 Evolución de la inversión de Pampa Energía, 2006-2015 en millones de dólares corrientes ¹¹¹



Fuente: Elaboración propia en base a balances de Pampa Energía

¹¹¹ No se incluye la inversión por la compra del paquete accionario de Petrobras Argentina ya que dicha operación terminó por ser concretada a comienzos de 2016.

El gráfico 4.3 nos permite indagar en torno a las características de la inversión desplegada por Pampa Energía. En primer lugar, se observa un peso destacado de la inversión financiera corriente o de corto plazo, de carácter líquido, con fuerte crecimiento en el año 2015 a partir de una consolidada cartera con títulos públicos y fondos comunes, mientras por otro, se puede ver un modelo de crecimiento a partir de fusiones y adquisiciones, característico de los *grupos de cartera* (Schneider, 2009) con picos en momentos claves de la historia del *holding*: 2006, 2007, 2008 y 2011, donde se concentraron las compras de las empresas que integran el mismo. Podemos entender a ambos tipos de inversiones como formas de inversión financiera en un sentido más amplio, ya que las empresas adquiridas también son utilizadas como activos financieros, están sujetas a diferentes modalidades de endeudamiento en los mercados de deuda, cotizan tanto localmente como en Estados Unidos y, algunas de ellas, son vendidas al poco tiempo de su adquisición realizando ganancias patrimoniales en dichas operaciones, como fueron los casos de Edesal, Edelar, Edesa y Eden.

En enero de 2011, como parte los activos adquiridos al fondo de inversiones británico Ashmore Energy International (AEI), Pampa Energía se hizo con el control accionario de las cuatro distribuidoras de energía eléctrica. La Compra-venta fue efectuada mediante participación de firmas jurídicas en paraísos fiscales¹¹² (Delaware, Bahamas, Islas Caimán).

Se utilizaron como vehículos financieros las sociedades Pampa Inversiones S.A (Uruguay), e Inversiones Argentina I y II (Islas Caimán). Los titulares de las sociedades eran los integrantes del directorio de Pampa Marcelo Mindlin, Gustavo Mariani, Damián Mindlin y Ricardo Torres. Según sostuvieron desde la empresa energética:

Inversiones Argentina I e Inversiones Argentina II no fueron sociedades creadas por Pampa, sino elegidas por AEI como vehículos para concretar la antedicha desinversión de

¹¹² El uso de paraísos fiscales en la operatoria del grupo no es exclusivo de la adquisición de las empresas comentadas, ya que puede rastrearse también en la propia estructura del grupo de control de Pampa Energía. El holding es controlado por un entramado de empresas con nombres como Pampa F&F LLC, Tres Emes LTD o Emes Inversora, situadas en países que fungen como guaridas fiscales como Islas Caimán, el estado de Delaware en Estados Unidos y Uruguay.

activos. El capital social de la compañía en ningún momento fue compartido por AEI y Pampa. Naturalmente y como es habitual en operaciones de compraventa de compañías, tras la adquisición, los directivos de Pampa reemplazamos a aquellos designados por AEI, razón por la cual figuramos como directores (Diario Perfil, 11/11/2017).

Tras la compra de los activos, pertenecientes a AEI, el grupo procedió en primer lugar a dividir las empresas en unidades de negocios independientes para, a los pocos meses, comenzar a desprenderse de los mismos, realizando una importante ganancia patrimonial: con una inversión de 140 millones de dólares, el grupo terminó embolsando unos 179,2 millones en total, tras la venta de las cuatro empresas distribuidoras.

Al realizar la adquisición, Mindlin había afirmado:

La compra de estos activos reafirma nuestra confianza en el país (...) El conocimiento y la experiencia adquiridos en Edenor y los sistemas nuevos que maneja, serán aportes valiosos para hacer más eficientes a las cuatro distribuidoras que estamos comprando” (Diario Página12, 20/01/2011).

A pesar de estas declaraciones, el grupo se desprendió de los activos y terminó actuando como intermediario entre el capital extranjero y capitales locales de menor tamaño, alguno de reciente composición (Power Infrastructure) o sin vínculos con el sector energético (Rovella Carranza).

Según fue señalado por Edenor, esta desinversión fue motivada debido a que, con posterioridad a la adquisición de las empresas, los incrementos en los costos no pudieron ser cubiertos con aumentos en el régimen tarifario, como esperaban y manifestaban en sus memorias (Edenor, 2012). La venta de estos activos fue alcanzada luego de que el grupo obtuviera una recomposición tarifaria de entre el 9% y el 19% para las cuatro empresas, según los acuerdos alcanzados con los distintos entes provinciales de regulación de la energía eléctrica. El desprendimiento de las compañías que integraban Emdersa le permitió a Pampa reducir el déficit operativo de Edenor y en el caso de Eden, controlada por Aeseba, bajar en 80 millones de dólares la deuda financiera de la distribuidora del área metropolitana.

Cuadro IV-5 Empresas de distribución de energía eléctrica vendidas por Pampa Energía

| Empresa | Precio de compra | Precio de venta | Comprador | Fecha de compra | Fecha de venta |
|---------|--------------------------------|----------------------------------|--|-----------------|-----------------|
| Eden | US\$50 millones | US\$80 millones | Servicios Eléctricos Norte BA S.L. (Senba) | | Febrero 2013 |
| Edesal | | US\$26,7 millones | Rovella Carranza | Enero 2011 | Septiembre 2011 |
| Edelar | US\$90 millones ¹¹³ | US\$20,3 millones | Andes Energía Argentina | | Septiembre 2011 |
| Edesa | | US\$52,2 millones ¹¹⁴ | Salta Inversiones Eléctricas S.A. (Siesa) | | Abril 2012 |

Fuente: Elaboración propia en base a memorias de Pampa Energía (2011-2012)

Como se puede observar en el cuadro IV-4, Eden fue traspasada a Servicios Eléctricos Norte BA, perteneciente al grupo Power Infrastructure del empresario venezolano Miguel Mendoza¹¹⁵ y Alejandro Ivanissevich¹¹⁶. Edelar fue transferida a la empresa Andes Energía, perteneciente entonces al grupo Vila-Manzano¹¹⁷. Edesal fue vendida a la constructora Rovella Carranza y Edesa a Rogelio Pagano¹¹⁸ de Salta Inversiones Eléctricas S.A.

¹¹³ El precio de compra abonado por Pampa Energía refiere al total de las tres empresas bajo una única controlante, Emdersa.

¹¹⁴ El monto total incluye la cancelación por parte de Edesa del crédito que mantenía con Edenor, así como los intereses devengados.

¹¹⁵ Mendoza fue, hasta la constitución de Power Infrastructure, parte de Enron.

¹¹⁶ Ivanissevich también perteneció al grupo Emgasud.

¹¹⁷ Andes pertenece hoy en día a Phoenix Global Resources (PGR).

¹¹⁸ Rogelio Pagano fue parte de Pampa Energía hasta 2011 e integró los directorios del grupo y de Edenor. Hoy controla el total de distribuidoras del interior de la provincia de Buenos Aires: Eden, Edea, Edes, Edelap, mediante el grupo Desarrolladora Energética.

4.2. Desempeño de Pampa Energía

A lo largo del capítulo III estudiamos la inserción sectorial de Pampa Energía y la estrategia que el grupo elaboró durante el período. De esta manera, dimos cuenta de los comienzos vinculados a la compra de empresas de transmisión y distribución de energía eléctrica, como fueron los casos de Transener y Edenor, para luego analizar cómo el holding avanzó primero sobre la generación de energía y luego en la producción y transporte de gas, concretando de esta manera un proceso de integración vertical y horizontal, “aguas arriba”, en la cadena energética. A su vez, en el apartado anterior dimos cuenta de cómo las estrategias implementadas estuvieron vinculadas a la conformación de Pampa Energía como un grupo de cartera, con una activa política de fusiones y adquisiciones apalancada por el endeudamiento, y bajo un control corporativo financiero.

En esta sección buscaremos abordar el resultado de las estrategias implementadas por el grupo, en términos de su *performance* económica, trabajando en forma comparativa tanto a nivel de la cúpula económica como a nivel sectorial.

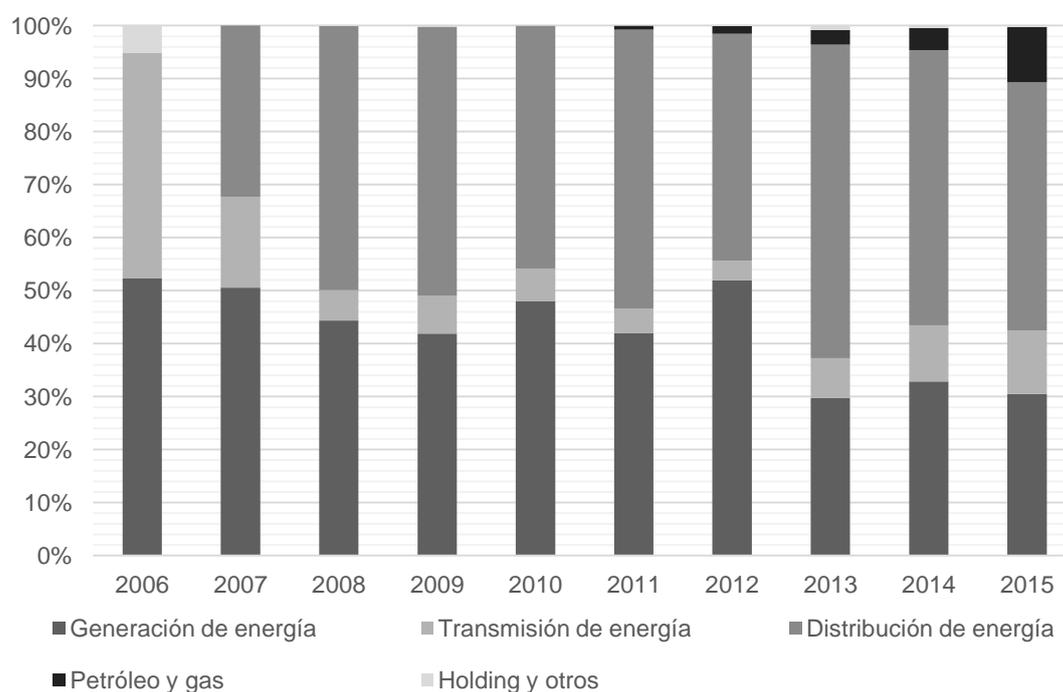
En primer lugar, indagaremos cómo se distribuyeron las ventas al interior del grupo, en tanto *proxy* del peso específico que tuvo cada sector de actividad. Dicha información es presentada en el cuadro IV-4, que da cuenta del cambio en la composición de las ventas entre los años 2006-2015. Se destaca la importancia de la distribución de energía (Edenor) al interior de la facturación del holding, representando desde el año 2008 entre el 46% y el 52% de la misma, así como la menor importancia de la transmisión de energía eléctrica.¹¹⁹ Por otra parte, la fluctuación en el segmento de generación está vinculada por un lado, al crecimiento en el marco del Programa Energía Plus definido en el capítulo II, que permitió la incorporación de energía nueva y promovió al grupo a realizar obras de ampliación en sus centrales térmicas. Por otro lado, los años de caída del nivel de ventas en este segmento están

¹¹⁹ Los números para el año 2006 incluyen tanto en generación como en transporte los datos correspondientes al período octubre-diciembre. Idéntica situación ocurre con los datos de distribución para el año 2007. Esto es debido a cuestiones contables vinculadas al momento en el que se termina de consolidar en los balances las compras de dichas empresas.

relacionados con los niveles de hidraulicidad cambiantes de los cauces de los ríos (Atuel y Diamante) donde se encuentran las centrales hidráulicas que Pampa Energía posee, así como debido a los recurrentes fallos de las plantas térmicas y los procesos de reparación y mantenimiento a las que se ven sometidas.

Una última cuestión a resaltar es el crecimiento constante que registra en las ventas del grupo el sector de petróleo y gas, vinculado a la producción de Petrolera Pampa. Si bien el mismo sólo refiere a esta empresa y no incluye a TGS, aporta evidencia en señalar la mayor inserción que el grupo comenzó a tener en esta actividad, llegando en 2015 a representar el 10,44% de las ventas totales del grupo, cuando en 2011 era de apenas el 0,76%.

Gráfico IV.4 Distribución de ventas según segmento del grupo Pampa Energía ¹²⁰



Fuente: Elaboración propia en base a balances de Pampa Energía (2006-2015)

¹²⁰ “Holding y otros” incluye la propiedad que el grupo tiene en Bodega Loma La Lata. “Petróleo y gas” incluye exclusivamente a Petrolera Pampa, ya que TGS no se encuentra consolidada en el balance del grupo.

Si agregamos a estas cuestiones el desempeño del grupo a partir de analizar sus ventas, utilidades y rentabilidad, observamos que Pampa Energía tuvo durante el ciclo 2006-2015 un desempeño irregular y con fuertes variaciones interanuales: por una parte, un volumen creciente de ventas hasta los años 2011-2012, que luego comenzaron a estancarse, mientras las utilidades y la rentabilidad del grupo estaban sujetas a saltos permanentes de un año a otro.

Cuadro IV-6 Evolución de las ventas, las utilidades y la rentabilidad sobre ventas del grupo Pampa Energía, del sector de energía eléctrica y de la cúpula empresarial 2006-2015, en millones de dólares corrientes y porcentajes

| Año | Ventas | Utilidades | Rentabilidad sobre ventas |
|---|---------------|-------------------|----------------------------------|
| 2006 | 44 | 2 | 5 % |
| 2007 | 477 | 60 | 13 % |
| 2008 | 1254 | 36 | 3 % |
| 2009 | 1107 | 58 | 5 % |
| 2010 | 1248 | -12 | -1 % |
| 2011 | 1652 | -227 | -14 % |
| 2012 | 1456 | -234 | -16 % |
| 2013 | 970 | 108 | 11 % |
| 2014 | 766 | 64 | 8 % |
| 2015 | 770 | 414 | 54 % |
| Promedio del grupo | 974 | 27 | 7 % |
| Promedio del sector de energía eléctrica | 512 | 11 | 2% |
| Promedio de la cúpula | 1033 | 54 | 5% |

Fuente: Elaboración propia en base a balances de Pampa Energía (2006-2015) y Revista Mercado

En un panorama más general, tomando el conjunto del período y analizando el promedio del grupo contra el sector de energía eléctrica, el holding estuvo siempre por encima en cuanto a ventas y utilidades en los años 2006-2015, superando también al promedio sectorial si indagamos en su rentabilidad según ventas. Mientras la actividad de energía eléctrica tuvo una rentabilidad

del 2% para esta etapa, Pampa Energía se situó en el 7%. Esto no puede dejar de soslayar el importante crecimiento del grupo en los años bajo estudio, que lo llevó a pasar de facturar 44 millones de dólares en 2006 a 770 millones en 2015. Como ya fue analizado, se trató de un crecimiento vinculado al conjunto de adquisiciones que realizó en sus primeros años, que lo llevó a pasar a integrar la cúpula empresarial argentina. Por otra parte, la rentabilidad sobre ventas del grupo también se ubicó por encima de la obtenida por el total de la cúpula, que fue del 5%, si bien dicho dato debe tener en consideración el destacable desempeño del año 2015 (54%), marcado por la recomposición de las ganancias de Edenor a partir de ingresos a cuenta de una futura revisión tarifaria y un reconocimiento de mayores costos otorgados por el Estado nacional, sin la cual el resultado operativo hubiese sido negativo en 208 millones de dólares. De esta manera, si dejamos a un lado el año 2015, la rentabilidad promedio de los años 2006-2014, desciende al 2%.

4.2.1. La participación en la cúpula empresarial

La participación de Pampa Energía en la cúpula empresarial argentina comenzó en el año 2007 (gráfico IV-5), con el grupo posicionándose en el puesto 72 entre las 200 empresas de mayor facturación. En los siguientes años, el holding se mantuvo entre las 100 primeras firmas, con su mejor lugar en el año 2011 (35) y cerrando la etapa bajo análisis en el puesto 68. Dicha *performance* sólo puede ser comparada a la de la empresa Albanesi¹²¹, quien cerró el año 2015 en la posición 91 dando cuenta de un crecimiento importante en estos años, al igual que sucedió con Pampa Energía.

En una mirada de largo plazo, durante la posconvertibilidad las empresas del sector fueron perdiendo centralidad en las posiciones ocupadas al interior de la elite económica, con la salvedad de los dos casos comentados

¹²¹ Albanesi es una empresa comercializadora de gas natural y generadora de energía eléctrica, inserta en ese mercado desde el año 2004. La firma surgió como comercializadora de productos para la industria sanitaria, diversificándose en los años 1980 hacia la construcción de gasoductos, para en la década de los 2000 constituir su core business en el sector de energía eléctrica.

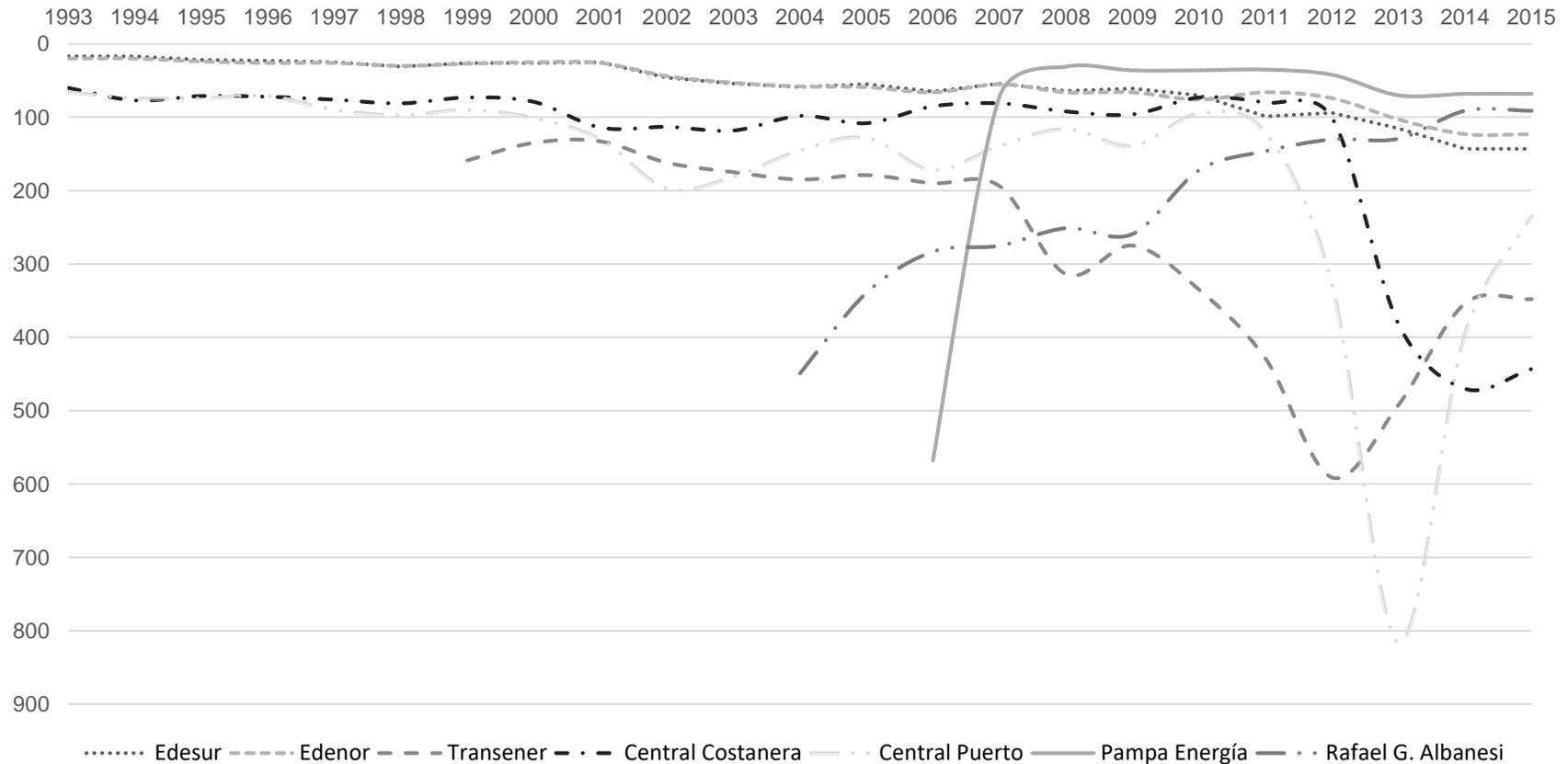
anteriormente. Esta pérdida de importancia es necesario pensarla en relación a la tasa de crecimiento que los diferentes sectores registraron en el período, ya analizada en el capítulo III, y que tuvo como liderazgo a las empresas productoras de bienes y la industria frente al sector de servicios, que había conducido el crecimiento durante la fase anterior del ciclo económico. Mientras para el año 2001 las empresas de servicios públicos integrantes de la cúpula empresarial eran 25 y representaban el 12,9% de las ventas, para el año 2014 dicha cantidad de empresas se había reducido a 9 y su facturación sobre el total había descendido al 4,5% (Gaggero y Schorr, 2016).

Esto llevó a que durante toda la convertibilidad las empresas de distribución de energía eléctrica Edenor y Edesur se movieran entre los puestos 17 y 26, mientras que llegaron al año 2015 en las ubicaciones 143 y 123 respectivamente. Si bien afrontaron situaciones patrimonialmente difíciles, el ser monopolios naturales con millones de clientes les permitió permanecer en la cúpula empresarial. El ingreso de Pampa Energía a Edenor en 2005, cuando la misma ocupaba el puesto 59 no cambió dicha tendencia que continuó a lo largo de toda la década.

No es ésta la situación de las generadoras de energía eléctrica Central Costanera y Central Puerto, las cuales comenzaron un camino descendente entre los años 2009-2010, para ensayar una recuperación hacia el final del período bajo análisis que, sin embargo, no conllevó que recuperasen el lugar que ocuparon durante la convertibilidad, cuando se encontraban entre las 100 empresas de mayor facturación del país.

El último caso lo constituye Transener, donde Pampa Energía es copropietaria junto a Electroingeniería y el Estado nacional, desde el año 2007. La empresa de transporte de energía eléctrica de alta tensión llegó a ocupar el puesto 130 en la cúpula empresarial durante el año 2000, para desde allí iniciar un camino de descenso, saliendo del panel de empresas líderes en 2008 y no volviendo a ingresar al mismo. En este caso, el ingreso del holding a la empresa de transporte recorrió el mismo camino que en Edenor, aunque de manera más abrupta en su salida de la cúpula.

Gráfico IV.5 Participación de las empresas de energía eléctrica en la cúpula empresarial argentina*, 1993-2015



Fuente: Elaboración propia en base a información de balances empresarios y revistas Mercado

* Se trata de las 200 empresas más grandes del país de acuerdo a sus respectivas ventas anuales (no se incluyen firmas del sector financiero y el agropecuario, salvo las abocadas a la comercialización de granos). Cuando debido a su caída en las ventas, las empresas salieron de la cúpula se optó por poner su posición en el ranking de las 1000 empresas que más venden, elaborado por Revista Mercado. De esta forma, se puede continuar evaluando su desempeño posterior.

La participación en la cúpula de la elite económica también podemos analizarla poniendo en perspectiva a Pampa Energía con SADESA, el otro grupo económico surgido en la posconvertibilidad que se consolidó al interior de la actividad de energía eléctrica. Como destacamos en el capítulo II, ambos comparten la característica de haber ingresado a la actividad tras la retirada emprendida por el capital extranjero, así como el hecho de estar dirigido por empresarios que carecen de experiencia en el sector.

Un análisis entre puntas a partir del cuadro IV-7 para los años 2007-2015 indica por un lado el crecimiento de Sadesa en cantidad de empresas que integran la cúpula, pasando de 1 a 3, mientras en el mismo período Pampa Energía perdió participación al bajar de 4 empresas a 3 en la elite económica. Este dato, sin embargo, es contrastado con el hecho de que ambos grupos perdieron poder al interior de la cúpula si nos enfocamos en sus ventas en relación al total: Pampa Energía pasó de estar por encima del 1% a descender hacia el 0,73%, mientras Sadesa pasó del 0,20% al 0,17%. La pérdida de poder este grupo en se debe ante todo a que, si bien incorporó a Central Puerto y Edesur, como describimos en el gráfico IV-5, dichas firmas vieron una merma en sus ventas, particularmente la distribuidora de energía.

Cuadro IV-7 Evolución de las empresas de los grupos Pampa Energía y SADESA en la cúpula empresarial, 2007-2015

| Grupos económicos | 2007 | | 2015 | | Evolución de la participación |
|-------------------|----------------------|--|----------------------|--|-------------------------------|
| | Cantidad de empresas | Participación en las ventas de la cúpula | Cantidad de empresas | Participación en las ventas de la cúpula | |
| Pampa Energía | 4 | 1,09 % | 3 | 0,73 % | -32,80% |
| SADESA | 1 | 0,20 % | 3 | 0,17 % | -15,97% |

Fuente: Elaboración propia en base a balances empresarios y Revista Mercado

4.2.2. El desempeño de las empresas del grupo

En el capítulo II al analizar la inserción sectorial de Pampa Energía dimos cuenta del avance del grupo en la actividad de generación, que lo llevó a una participación en dicho segmento del 7% en términos de potencia instalada. Con

la puesta en marcha de los incentivos gubernamentales a la generación de energía térmica nueva, el grupo se volcó a la ampliación de la capacidad de su parque térmico, principalmente por medio de las centrales Loma La Lata y Güemes. Un escenario que se replicó en el conjunto del sector, lo que llevó a que para el año 2015 la producción de energía térmica alcanzara el 60% de la capacidad instalada total, cuando a comienzos de la década era del 52%. El correlato de esta situación fue, a su vez, una mayor demanda de gas natural por parte de las centrales eléctricas, cuyo crecimiento entre puntas durante 2002-2015 fue del 92%, sólo superado por el GNC con el 109%, con la diferencia de que la demanda de las centrales tiene un volumen mucho mayor, superando en estos años a la demanda de la industria.¹²²

Si analizamos el desempeño de las dos generadoras de Pampa Energía seleccionadas, Central Loma La Lata y Central Térmica Güemes para la etapa 2007-2015, podemos ver que mientras la primera tuvo una *performance* algo por debajo del promedio sectorial, 5% contra 8%, la segunda se destacó con una rentabilidad según patrimonio muy por encima de lo ocurrido en el sector, con un 8%, como puede observarse en el cuadro IV-8. Esta diferencia entre las dos centrales partió de que, si bien ambas estaban incluidas en el programa Energía Plus y recibieron inversiones por parte del grupo para ampliar su capacidad de generación –la instalación de una nueva turbina en el caso de Central Térmica Güemes y la conversión a ciclo combinado de la planta Loma La Lata-, esta última tuvo una merma en su capacidad productiva debido a problemas en sus turbinas generadoras en los años 2011-2013. Esto produjo también que Loma La Lata sufriera mayores saltos interanuales en su desempeño, mientras la central Güemes tuvo una *performance* más pareja, cayendo dos años seguidos, en 2012 y 2013, para volver a recuperarse.

¹²² La mayor demanda de gas encontró una caída en la producción y reservas de este hidrocarburo, que produjo su reemplazo por combustibles como el gas oíl y el fuel oíl. El aumento de dichas fuentes energéticas tuvo por un lado un efecto en términos de merma productividad y elevación de costos, y por otro, tanto en gas oíl como en fuel oíl la producción le va a la zaga a los requisitos de la demanda, debiendo importarse crecientes cantidades de estos combustibles (Margulis, Rajzman y Tavošnanska, 2011), lo cual terminó por contribuir al déficit en la balanza energética registrado a partir de 2011 (Serrani y Barrera, 2018).

Cuadro IV-8 Rentabilidad según patrimonio (ROE) de Central Loma La Lata, Central Térmica Güemes y promedio del sector de generación de energía eléctrica, años 2007-2015¹²³

| | Central Loma La Lata | Central Térmica Güemes | Sector generación |
|---------------------------|-------------------------|---------------------------|-------------------|
| 2007 | 4 % | 3 % | 11 % |
| 2008 | 0 % | 9 % | -1 % |
| 2009 | 6 % | 18 % | 5 % |
| 2010 | 3 % | 33 % | 13 % |
| 2011 | -14 % | 18 % | -13 % |
| 2012 | 2 % | -6 % | 21 % |
| 2013 | -16 % | -1 % | 0 % |
| 2014 | 24 % | 17 % | 25 % |
| 2015 | 37 % | 35 % | 13 % |
| Promedio 2007-2015 | 5 % | 14 % | 8 % |

Fuente: Elaboración propia en base a balances empresarios, Revista Mercado y Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)

Siguiendo con el análisis acerca del desempeño de las empresas del grupo, en el caso de Edenor a la recuperación de los primeros años de la posconvertibilidad, en especial el año 2006, que significó una rentabilidad según patrimonio del 18% (cuadro IV-9), le siguió un período donde la empresa distribuidora tuvo una *performance* que combinó años de fuertes caídas, con años de recuperación, una situación compartida por las empresas distribuidoras que operan en el área metropolitana, pero mucho más atenuada si miramos el panorama general de las empresas del sector. Los vaivenes que vivieron las empresas distribuidoras del AMBA estuvieron estrechamente vinculados a la cuestión tarifaria, lo que produjo en años como 2012 y 2014 contracciones de sus patrimonios a raíz de la suba de los pasivos.

¹²³ El promedio sectorial incluye a las empresas: Central Loma La Lata, Central Térmica Güemes, Central Puerto, Central Costanera, Generación Mediterránea y Genneia.

Cuadro IV-9 Rentabilidad según patrimonio (ROE) de Edenor, de las distribuidoras del AMBA¹²⁴ y del sector de distribución de energía eléctrica¹²⁵, años 2006-2015

| | Edenor | Distribuidoras AMBA | Sector distribución |
|---------------------------|---------------|----------------------------|----------------------------|
| 2006 | 18 % | 4 % | -1 % |
| 2007 | 6 % | 4 % | 14 % |
| 2008 | 6 % | 1 % | 2 % |
| 2009 | 4 % | -3 % | 2 % |
| 2010 | -4 % | -10 % | 0 % |
| 2011 | -16 % | -31 % | -9 % |
| 2012 | -207 % | -215 % | -91 % |
| 2013 | 66 % | 98 % | 38 % |
| 2014 | -203 % | -189 % | -60 % |
| 2015 | 75 % | 72 % | 16 % |
| Promedio 2006-2015 | -25 % | -27 % | -9 % |

Fuente: Elaboración propia en base a balances empresarios y Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)

La adquisición de Edenor por parte de Pampa Energía estuvo motivada no sólo por el valor que la misma tenía a la salida de la convertibilidad, en el marco de la retirada de algunas empresas extranjeras operadoras de servicios públicos, sino también de las posibilidades que ofrecían una futura revisión tarifaria integral que el grupo esperó y nunca se concretó, al menos hasta 2015.¹²⁶ En los años bajo estudio, tanto la empresa como el holding llevaron adelante sendos reclamos ante el Ejecutivo nacional para que abriera esta negociación que diese lugar a un nuevo esquema de tarifas para la energía eléctrica. La negativa del

¹²⁴ Incluye a las empresas Edenor, Edesur y Edelap

¹²⁵ Incluye a las empresas Edenor, Edesur y Edelap, Epec, Epe, Edesal, Edesa y Edemsa

¹²⁶ Uno de los fundamentos utilizados por el grupo para reclamar el llamado a una revisión tarifaria sostenía que la política de subsidios habilitaba un derroche de Energía, en tanto producían “un incentivo al consumo desaprensivo que hacía necesario un aumento significativo de las inversiones para satisfacer la demanda de energía” (Edenor, 2015: 9). Esta afirmación de la empresa distribuidora, amparada en la tesis del derroche de energía, se contrasta con los datos tanto de la tasa anual acumulativa de crecimiento del consumo (3,1% para los años 2002-2015, frente al 4,3% de la etapa 1992-2001), como en la comparación entre el promedio del país y el AMBA del consumo de energía eléctrica por usuario residencial para el período 2002-2014: mientras el primero aumentó un 38,1%, el segundo lo hizo en un 34,6% (Serrani y Barrera, 2018).

gobierno produjo incluso una presentación judicial por parte de Edenor en el año 2013 y una carta pública dando a conocer el reclamo. Ya en el año 2009 la distribuidora de energía eléctrica presentó su propia propuesta de revisión tarifaria que no encontró mayores respuestas.

El mantenimiento de los cuadros tarifarios sancionados en 2008 (Resolución N° 628/2008) produjo a lo largo de los años una marcada caída de la rentabilidad y despatrimonialización de la empresa (el patrimonio neto disminuyó un 53% entre 2011 y 2015), que buscó ser aliviada con diversas resoluciones de la Secretaría de Energía y el ENRE en vías de recomponer parte de los ingresos de las distribuidoras del AMBA. En 2011, mediante la resolución SE N° 1301/11 comenzó la aplicación de tarifas sin subsidios para usuarios T2, T3 y peaje, la resolución ENRE N° 347/2012 autorizó a aplicar un monto fijo diferenciado para cada tipo de usuario, cuyos ingresos se depositaron en el Fondo de Obras de Consolidación y Expansión de Distribución Eléctrica (FOCEDE), y destinados exclusivamente a obras de infraestructura, mientras que la Resolución N° 32/2015 aprobó un nuevo cuadro tarifario teórico que fue cubierto con fondos públicos y habilitó que lo percibido por el Programa de Uso Racional de la Energía Eléctrica (PUREE) fuera considerado como ingresos destinados a cubrir los costos de prestación del servicio.

Las sucesivas medidas adoptadas desde el gobierno nacional permiten dar cuenta de la mejora registrada en los balances de los años 2013 y 2015 por parte de Edenor. Esto no impidió por su parte que la empresa tomara la decisión de no abonarle a Cammesa la energía comprada en el MEM, así como no pagar las sanciones impuestas por el deterioro del servicio.

Bajo este marco se produjo entonces el desempeño de Edenor, así como las restantes empresas bajo jurisdicción del ENRE, Edesur y Edelap, que terminó por arrojar para los años 2006-2015 una caída de la rentabilidad promedio del -27%, mientras que, en el agregado de las empresas analizadas del resto del país, dicho desempeño alcanzó el -9%. Esta diferencia se explica ante todo porque la regulación del servicio de energía eléctrica es federal (el ENRE sólo regula las tarifas del área metropolitana) y, por ende, si bien el costo de

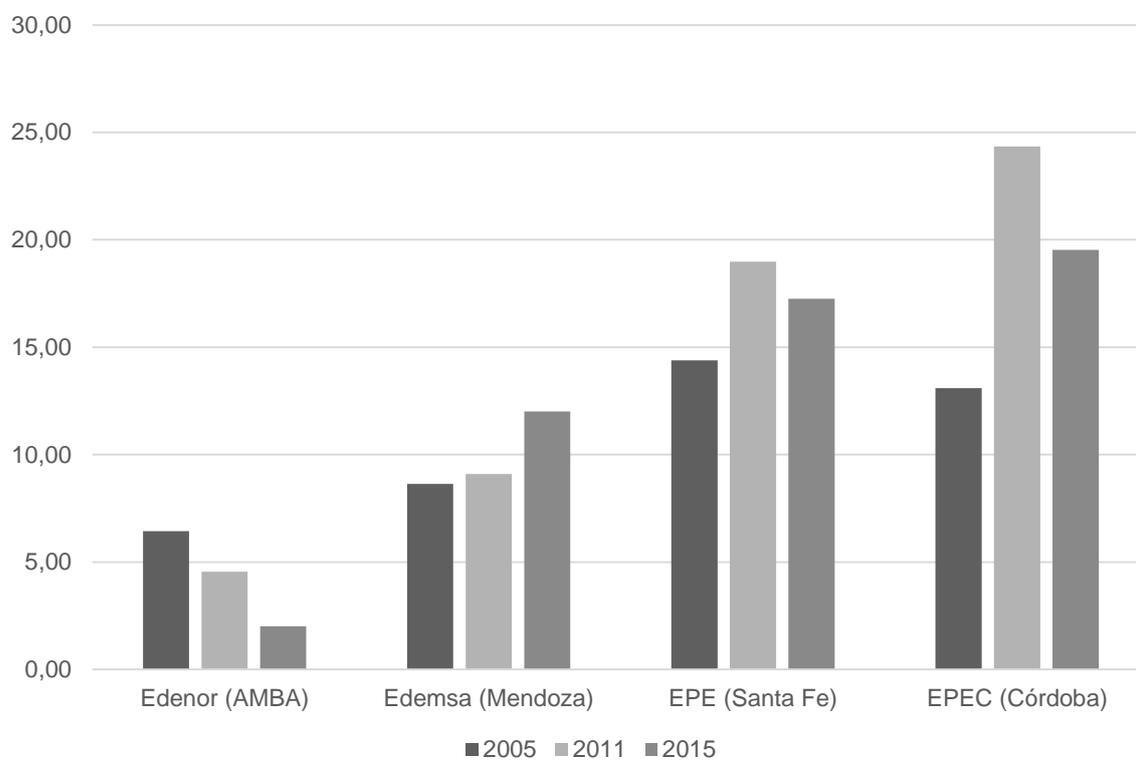
generación es idéntico para los usuarios de todo el país, cada provincia fija el margen de distribución correspondiente a su empresa local.¹²⁷

Esto produjo, como se puede observar en el gráfico IV-6, diferentes situaciones a nivel país donde, medida en dólares, los usuarios del AMBA abonaban para 2015 una tarifa un 69% más barata que 10 años atrás (ya que en pesos se mantuvo constante), y en Córdoba, para el mismo período, los usuarios abonaban una tarifa de energía eléctrica un 49% más cara. Entre estos dos extremos se sitúan otras provincias como Santa Fe, con un aumento del 20% entre puntas y Mendoza, con un aumento del 39%. Lo que termina por resaltar las profundas desigualdades federales en la cuestión tarifaria¹²⁸, marcada por diferencias en el precio de distribución y una continuidad del marco regulatorio legado de la etapa anterior.

¹²⁷ La tarifa de energía eléctrica está compuesta de la siguiente manera: por un lado, un costo fijo y por otro un costo variable. Este costo variable tiene tres componentes: el costo de generación (precio monómico), el costo de transporte y el margen de distribución correspondiente a la empresa distribuidora.

¹²⁸ Esta situación se replicó, con ligeras diferencias, en el mercado del gas natural. Un análisis de la misma puede consultarse en Serrani (2018).

Gráfico IV.6 Evolución de la tarifa de energía eléctrica de usuarios residenciales en dólares corrientes, para Edenor, Edemsa, Epe y Epec, años¹²⁹



Fuente: Elaboración propia en base a ENRE

La situación financiera y patrimonial que atravesó Edenor, puede ser pensada también para Transener, la otra firma inserta en el segmento regulado y controlada por Pampa Energía. La transportista de energía eléctrica siguió un camino similar al de la distribuidora con la firma de un acta acuerdo tras haber sido adquirida por el holding de Marcelo Mindlin y el objetivo de un llamado a una revisión tarifaria para el año 2006 que, durante el período bajo análisis, nunca se concretó. Esto comprometió su situación patrimonial y dependió de los convenios firmados con Cammesa y la Secretaría de Energía para efectuar planes de mantenimiento e inversiones, así como préstamos correspondientes a créditos por variación de costos. Los mismos se renovaron año a año a través de continuas adendas.

¹²⁹ Las tarifas son sin impuestos. Se calcularon para un usuario medio con un consumo de 275 KWh/mes.

Es preciso resaltar que, en el caso de Transener, la inversión fue efectuada por el Estado nacional, en el marco del “Plan Energético Nacional 2004-2019”. Bajo el mismo, la red eléctrica de alta tensión se amplió entre 2004 y 2015 un 53% (Cammesa, 2015), mientras la distribución troncal lo hizo en un 54% (Cammesa, 2015). Estas inversiones significaron un incremento de las líneas de alta tensión de 5087 km. Las obras de infraestructura sobre el Sistema Argentino de Interconexión (SADI) significaron también una ampliación del 45% de la cantidad de hogares con servicio eléctrico, que pasaron de 9,9 millones en 2003 a 14,4 millones en 2015 (Plan Energético Nacional, 2004-2019).

Esto permitió, como se observa en el cuadro IV-10, que la rentabilidad de la empresa transportista se viera menos comprometida que la de las empresas distribuidoras analizadas anteriormente. De esta forma, durante los años 2005-2015, las utilidades de Transener sufrieron menos variaciones que, por ejemplo, las observadas en Edenor, y su rentabilidad sobre patrimonio tuvo en estos años un promedio del 5% anual.

Cuadro IV-10 Ventas, utilidades y rentabilidad según patrimonio (ROE) de Transener en dólares corrientes, años 2005-2015

| | Ventas | Utilidades | ROE |
|-------------------------------|--------|------------|-------|
| 2005 | 96 | 211 | 57 % |
| 2006 | 104 | 0 | 0 % |
| 2007 | 118 | -2 | -1 % |
| 2008 | 110 | -21 | -7 % |
| 2009 | 122 | 13 | 4 % |
| 2010 | 119 | 6 | 2 % |
| 2011 | 124 | -17 | -7 % |
| 2012 | 86 | -23 | -21 % |
| 2013 | 117 | -1 | -1 % |
| 2014 | 137 | 17 | 22 % |
| 2015 | 151 | 6 | 8 % |
| Promedio 2005-2015 | 117 | 17 | 5 % |

Fuente: Elaboración propia en base a balances de Transener

Es entonces, la marcada presencia del Estado nacional, tanto en su rol de inversor, como de otorgante de créditos, que sostuvo la rentabilidad de la empresa transportista, jugando un rol mucho más activo, también por ser accionista de la misma, que en la ya mentada situación de las empresas distribuidoras del área metropolitana.

4.3. Conclusiones del capítulo

A lo largo del capítulo hemos analizado el proceso de conformación de Pampa Energía como un grupo de cartera, el tipo de prácticas financierizadas que el mismo desplegó y su desempeño económico. Partimos de la tipología construida por Schneider (2009) acerca de los distintos grupos económicos, retomamos también los aportes del Fligstein (1993) sobre las formas de control corporativo y el rol ocupado por lo financiero en la dinámica empresarial, así como las contribuciones de Lazonick y O'Sullivan (2000), sobre la importancia que en el capitalismo actual las empresas destinan a la cotización bursátil de sus empresas y las políticas de distribución de dividendos y recompra de acciones.

Estos aportes teóricos nos permitieron analizar las singularidades de Pampa Energía como un grupo especializado en el sector energético, de lo que ya dimos cuenta en el capítulo III al indagar en su estrategia e inserción sectorial, pero con prácticas y lógicas propias de una empresa financiarizada, que fueron analizadas en este capítulo a partir de tres cuestiones: la política de renegociación de deudas y valorización patrimonial, el concepto sobre el cual pivotea el grupo de “crear valor para el accionista” y la relación entre la inversión financiera y la inversión productiva.

El abordaje dado a estos tres elementos nos permitió estudiar alguna de las diferencias que podemos trazar entre la elite económica en la convertibilidad y la fisonomía que el mismo adquirió en el nuevo ciclo económico. Destacamos al comienzo del capítulo que, si bien durante la década de 1990 algunas de estas cuestiones se podían observar, en la década siguiente se consolidaron prácticas que no se encontraban tan difundidas ni presentes. Entendemos, por otra parte, que las mismas no son exclusividad del contexto local, y así también lo quisimos mostrar, sino que pertenecen a características que adoptan las empresas en la etapa actual del capitalismo.

El avance de la financiarización implicó, en el caso de Pampa Energía, una relación entre inversión productiva e inversión financiera en la que ambas variables se movieron con una tendencia similar. Si bien la primera superó a la segunda en un 19%, la agresiva política de compra-venta de empresas (característica de los grupos de cartera), la compra de títulos públicos y la suscripción de fondos comunes de inversión jugaron un rol central en el manejo del flujo de caja del *holding*. Este crecimiento del grupo mediante fusiones y adquisiciones tiene su contraparte en otros dos elementos: el sostenido nivel de endeudamiento del grupo a partir de la emisión de obligaciones negociables y el descenso del ratio de solvencia (relación entre el activo y el pasivo), que termina por mostrar que antes que financiarse mediante reinversión de utilidades, el grupo recurrió a los mercados de deuda.

En el capítulo también destacamos el lugar que el grupo le otorgó a la evolución de la cotización bursátil de las acciones de Pampa Energía. Los cambios en dicha cotización fueron contrastados *vis a vis* con el índice Merval, un índice de empresas de energía eléctrica y otro de empresas de servicios

públicos, donde el holding se destacaba por el rendimiento arrojado. Esto llevo a preguntarnos si esta diferencia encontraba algún sustrato en la trayectoria de Pampa Energía, su modelo de negocios y su estrategia, o se trataba de la propia lógica de los mercados financieros. Habiendo analizado los resultados económicos tanto del grupo como de sus empresas, podemos concluir que dicha *performance* de las acciones del grupo pudieron estar impulsadas por su desempeño, por encima tanto de la cúpula empresarial como de las empresas del sector, pero también sostenida por la política de distribución de dividendos y la recompra de acciones, que cortaban pérdidas y garantizaban márgenes de ganancia en tanto impedían la caída de la acción por debajo de determinados precios fijados por el propio grupo.

El análisis del desempeño del grupo nos permite concluir que si bien el mismo tuvo rendimiento por encima de la cúpula empresarial, esto se da en el marco de una pérdida de relevancia al interior de la elite económica (menos empresas integrando la cúpula y menor peso en su interior), así como una *performance* mixta de sus empresas, con importantes ganadores como Central Térmica Güemes y perdedores como Edenor, que cierra esta etapa con un retroceso al interior de la cúpula y una delicada situación patrimonial de Transener, que si bien salió del listado de las 200 empresas más importantes del país, sostuvo una rentabilidad en dólares similar a la de Pampa Energía, apuntalada por la inversión pública en materia de tendido de la red eléctrica de alta tensión.

El análisis elaborado a partir del desempeño del *holding* nos acerca a la conclusión de que Pampa Energía se convirtió durante la posconvertibilidad en uno de los principales actores del mercado de energía eléctrica de la Argentina, con un crecimiento realizado en pocos años y construido en base al avance de fusiones y adquisiciones, sustentadas en el endeudamiento en los mercados financieros. Este crecimiento se desarrolló bajo un control corporativo de tipo financiero, donde los directivos del grupo ocuparon posiciones claves en las distintas firmas adquiridas, sea como presidentes, vicepresidentes o directores financieros, puestos vinculados a su trayectoria y formación en el ámbito de las finanzas.

CONCLUSIONES

La salida de la convertibilidad y el inicio de un nuevo ciclo económico a partir del 2002 dieron lugar a un proceso que tuvo diferentes rupturas y continuidades al interior de la elite económica local, tanto a nivel agregado como en cada uno de los distintos sectores de actividad. En términos de continuidades se destacan la centralidad estructural de las empresas de origen extranjero y un elenco estable de firmas vinculadas al sector petrolero, la comercialización de granos, la producción automotriz o la industria siderúrgica. Por el lado de las rupturas sobresalen la pérdida de peso de las empresas de servicios públicos, el crecimiento de firmas insertas en actividades promovidas por políticas públicas y de aquellas controladas por el Estado, así como un avance de organizaciones agroindustriales locales, favorecidas por las condiciones en los mercados internacionales y la dinámica del tipo de cambio durante la primera etapa de los gobiernos kirchneristas.

Estos fenómenos se combinaron con la irrupción de grupos económicos que hasta el 2001 no tenían presencia en la cúpula empresarial (ya sea porque eran pequeños o directamente no existían) y que durante los años posteriores pasaron a formar parte de la elite económica, constituyendo una de las principales novedades del período. Dentro de este conjunto de empresas se destacó el grupo Pampa Energía.

La importancia de su estudio no sólo radica en el crecimiento que tuvo desde su creación en 2004 y su avance en el sector de energía eléctrica, aprovechando la delicada situación financiera de algunas empresas y la retirada del capital extranjero, sino en las características de la estrategia desplegada y su vinculación con el mundo financiero.

Nuestra hipótesis de trabajo partió de reconocer que Pampa Energía se consolidó durante la etapa 2004-2015 como un grupo económico de cartera especializado en el sector de energía eléctrica, pero con prácticas propias de una empresa financierizada.

En este sentido, la tesis realizó aportes en tres direcciones. En primer lugar, se efectuó una caracterización de largo plazo en torno a las empresas insertas en la actividad de energía eléctrica, una temática presente en los estudios desde la economía política para dar cuenta de las privatizaciones durante la convertibilidad, pero prácticamente ausente para analizar el período siguiente. En segundo lugar, partiendo de un estudio de caso, y bajo una perspectiva teórica que abreva en la nueva sociología económica, se contribuyó al estudio de la elaboración y puesta en práctica de las estrategias empresariales así como la relación entre estos empresarios y el Estado. En tercer lugar, y asociado al análisis de las estrategias empresariales, se efectuó un aporte al examen de los procesos de financiarización de las empresas no financieras en Argentina, estudios que aún tienen poca presencia en la agenda de las Ciencias Sociales locales.

La reorganización del mercado de energía eléctrica abierta tras la sanción del Plan de Convertibilidad generó, privatizaciones mediante, una asociación entre el capital local, el capital extranjero y los bancos. Hacia el final de la década de 1990, con la retirada parcial de los grupos económicos locales, el capital extranjero terminó de consolidarse en el sector. Esta situación sufrió importantes modificaciones a lo largo de la década siguiente. Las condiciones macroeconómicas e institucionales que emergieron tras el fin de la convertibilidad produjeron una renovada presencia de firmas locales en el sector de energía eléctrica. Se trató en su mayoría de grupos empresarios sin experiencia en la actividad, vinculados a fondos de inversión o a empresas provinciales con notorios vínculos con sus respectivas elites políticas locales. El mapa de actores que había en la actividad para el año 2015 distaba de ser el mismo que a fines de la década de 1990, al destacarse una marcada pérdida de peso relativo del capital extranjero frente a una mayor presencia del capital local.

En todo este proceso de modificaciones de la actividad de energía eléctrica, el Estado ocupó un rol fundamental. Durante la década de 1990 el accionar estatal organizó el mercado tras las privatizaciones, a partir de la Ley N. ° 24.065 y el Decreto Reglamentario N. ° 1.398/92, que definieron a la generación como una actividad de competencia, y la transmisión y la distribución como actividades reguladas (a partir de concesiones que consolidaron monopolios naturales

gestionados por empresas privadas). Estas regulaciones también habilitaron, por medio de sus imprecisiones y debilidades, la posibilidad de que empresas generadoras y distribuidoras pasaran a estar vinculadas propietaria y comercialmente entre sí.

El fin de la convertibilidad y la sanción de la ley de Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario (Ley N. ° 25.561) en el año 2002, implicaron un redireccionamiento del accionar estatal a partir de la desdolarización y desindexación de las tarifas de servicios públicos y la creación de una unidad de renegociación de los contratos de las empresas de servicios públicos (UNIREN). Junto a esta normativa, existió una decisión política de habilitar el ingreso de capitales locales a la actividad, pese a que en la mayoría de los casos no contaban con experiencia como operadores, y de bloquear la entrada de fondos extranjeros. El Estado también cumplió un rol importante por medio de los programas Gas y Energía Plus que buscaban apuntalar inversiones en el sector.

Las características adoptadas por el accionar estatal brindaron el marco en el que se desarrolló la inserción sectorial de Pampa Energía y la definición de sus estrategias. El grupo terminó por adquirir empresas de servicios públicos para las cuales debió contar con el aval de la Comisión de Defensa de la Competencia, así como del ENRE, quienes entendieron que no había riesgo de integración vertical ni que la falta de experiencia como operadores en el sector significaran un riesgo, pese a que dicho argumento había sido utilizado para bloquear la compra de Transener por parte de un fondo de inversión extranjero. Por otra parte, estas empresas se encontraban en dificultades financieras, con deudas en default, pero presentaban un horizonte favorable de recomposición de ganancias mediante la implementación de un nuevo acuerdo tarifario. Para llevar adelante dicho acuerdo era necesaria una negociación con el Ejecutivo nacional, en tanto la transmisión y la distribución son actividades monopólicas bajo regulación estatal.

El despliegue de esta inserción sectorial contó con la elaboración de una estrategia política de la cual esbozamos un primer acercamiento. Se encontraron indicios de que esta estrategia se ejecutó a partir del reclutamiento de funcionarios y ex funcionarios públicos, así como una capacidad de influencia en las cámaras sectoriales. Con el ingreso en estos sectores Pampa Energía

pretendía consolidarse en actividades que presentaran barreras de entrada a potenciales competidores, así como una condición de liderazgo en sus mercados. Estas cuestiones ofrecen una perspectiva analítica que puede ser retomada en futuras indagaciones.

La estrategia se complementó con la inserción en la generación de energía eléctrica, que partió de concretar inversiones a partir de ampliar la capacidad productiva en vías de satisfacer una demanda creciente de energía. Esta fue profundizada a partir de la participación en programas estatales de incentivo a la producción que aseguraban un incremento del precio de venta, buscando mejorar su rentabilidad.

En efecto, la existencia de los mercados depende de instituciones sociales que los hagan posibles, en tanto brindan un conjunto de reglas compartidas bajo las cuales las empresas se organizan, cooperan y compiten (Fligstein, 1996; Granovetter, 1992; Granovetter y McGuire, 1998; Dobbin, 1997). Dicha forma en la que se organizan los mercados es producto de determinadas reglamentaciones que favorecen a unas empresas sobre otras, convirtiéndose de esta manera en una arena de disputa y llevando a que los mismos estén en una permanente reorganización que expresa los intereses de los actores que son parte de los mismos (Fligstein, 1996). En este sentido, la particular configuración que adquiere un mercado es una de tantas posibles, producto de singulares entendimientos personales compartidos, conexiones sociales, condiciones organizativas y oportunidades históricas disponibles para estos actores (Granovetter y McGuire, 1998). La búsqueda de sectores de actividad monopólicos o con barreras de entrada a competidores, efectuada por Pampa Energía al adquirir Transener y Edenor, puede ser entendida en tanto las estrategias empresariales están destinadas principalmente a la supervivencia de las firmas en los diferentes mercados antes que a comportamientos maximizadores, que no pueden ser definidos a priori (Fligstein, 1996).

Las particularidades de cada estrategia implementada, de la dinámica de acumulación asumida y de la propia organización del mercado nos impiden, por lo tanto, trabajar con el concepto de “firma representativa”, tributario de la teoría neoclásica, necesitando entonces estudiar la particular articulación entre las empresas, los contextos macroeconómicos e institucionales (López, 2006).

Estamos frente a situaciones donde prima la heterogeneidad de respuestas y estrategias que habilitan trayectorias empresariales diferenciadas. Esto nos dio lugar también a indagar en el concepto de grupo económico como particular forma de organización empresarial, propio de economías emergentes, distanciada del modelo clásico de empresa -de separación entre la propiedad y el control-, y caracterizado por la posibilidad de ingresar repetidamente en diferentes sectores a partir de combinar una serie de capacidades genéricas como obtención de licencias por parte del Estado, organización de paquetes financieros o establecimiento de suministros y canales de distribución, bajo restricciones a la competencia y condiciones asimétricas de inversión y comercio (Guillén, 2000).

Dichas capacidades, incorporadas en los propietarios, gerentes y rutinas de los grupos económicos y no en un sector de actividad en particular, les permitieron a los directivos de Pampa Energía pasar de integrar una empresa anclada en el sector inmobiliario y con inversiones en real estate (IRSA), a enfocarse en la energía eléctrica, sin haber tenido en su *management* una experiencia previa en el sector, y proviniendo de una trayectoria en puestos vinculadas a la actividad financiera.

Esta característica de la dirección del grupo, junto a la política de renegociación de deudas y valorización patrimonial, la relación entre inversión productiva e inversión financiera y la política de compra-venta de empresas como activos financieros, nos llevaron a caracterizar a Pampa Energía como un grupo de cartera. Se trata de un *holding* especializado en el sector de energía eléctrica, pero con prácticas financiarizadas.

Si bien la difusión de este tipo de cuestiones podemos rastrearlo, en el caso de Argentina hasta la década de 1990, cuando con las privatizaciones se observa una entrada de fondos de inversión, así como un incremento por parte de las empresas privadas de su endeudamiento mediante la emisión de obligaciones negociables y una mayor presencia en los ámbitos bursátiles¹³⁰, las mismas se

¹³⁰ YPF fue la primera empresa argentina en cotizar en Estados Unidos, quedando listada en la New York Stock Exchange en 1993.

consolidan en la década siguiente, teniendo entre sus principales exponentes a grupos como Pampa Energía.

El avance de la financiarización de las empresas no financieras partió del concepto de “crear valor para el accionista” bajo el cual se le otorgó un lugar central a la evolución de la cotización bursátil de las distintas firmas que el grupo controla, así como a la distribución de dividendos y a la recompra de acciones propias. Bajo estas dos últimas prácticas se busca retener a los inversores, convirtiendo a la acción de la empresa en un instrumento de renta fija que trata de impedir una salida de los mismos a partir de asegurarles un determinado precio de la cotización, evitando de esta manera pérdidas más importantes. Se pasa de la asunción del riesgo por parte del accionista a la asunción del riesgo por parte de la empresa (Auvray y Rabinovich, 2018). Un proceso prolongado de venta de acciones y descenso de su cotización puede llevar a dificultades en el financiamiento de la empresa, a una baja en las remuneraciones de sus directores -ya que gran parte de las veces su remuneración se encuentra vinculada al desempeño bursátil-, y a problemas en torno a la toma de control por parte de competidores si la capitalización de mercado se ha visto mermada.

Las inversiones desplegadas por el grupo también se realizaron bajo características propias de la financiarización, donde se destaca un uso difundido de emisión de obligaciones negociables para la adquisición de distintos paquetes accionarios, antes que un financiamiento de las inversiones vía reinversión de utilidades o ingresos provenientes de las ventas. A estas cuestiones hay que agregarle el rol de intermediario en la compra-venta de empresas de distribución de energía entre el capital extranjero y grupos locales, y el uso de paraísos fiscales para concretar dichas operaciones.

Esto nos lleva a caracterizar a Pampa Energía como un grupo de cartera (Schneider, 2009), centrado en la adquisición y venta de empresas en tanto activos financieros, donde el objetivo central es incrementar el retorno del capital a corto plazo (Fligstein, 1993). Entendemos que dichas cuestiones no son exclusividad del *holding* energético, sino que están vinculadas a procesos de carácter global, donde desde hace algunas décadas se registra, por ejemplo, un cambio en las modalidades de inversión de las empresas no financieras que pasaron a fondearse en los mercados de bonos y bolsa de valores en detrimento

de los bancos. Esto implica que las empresas están financierizadas en el sentido de que las transacciones financieras ocupan un lugar central en su dinámica y en los beneficios realizados. Las empresas han adquirido funciones que anteriormente les pertenecían a las instituciones financieras y se han autonomizado de estas (Lapavitsas, 2009).

Las transformaciones de las empresas no financieras fueron impulsadas por un cambio en el control corporativo, que pasó del esquema de retener y reinvertir a recortar y distribuir (Lazonick y O'Sullivan, 2000) bajo la creación de valor para el accionista, lo que produjo una disociación entre beneficios e inversión. Estos cambios registrados en los países centrales a partir de la década de 1980, comenzaron a impactar en América Latina a partir de las reformas de mercado de los años 1990 (Torija Zane y Gottschalk, 2018).

En este sentido, Pampa Energía nos ofrece una vía de entrada al estudio de la financierización de las empresas no financieras en la Argentina. La definición del *holding* energético como un grupo de cartera no se agota en estas cuestiones, ya que las estrategias elaboradas y la especialización efectuada también nos permiten entender la dinámica de la actividad energética durante la posconvertibilidad.

Esta dinámica estuvo marcada por un retroceso de las empresas del sector al interior de la cúpula empresarial, con la salida de algunas de ellas del panel de las 200 firmas líderes y un desempeño económico por debajo de la rentabilidad que tuvo la elite empresaria. No obstante el contexto, y a contramano de las demás firmas del sector, Pampa Energía tuvo una *performance* por encima del promedio sectorial y un notable crecimiento al interior de la cúpula empresarial, que pasó a integrar en el año 2007, para ubicarse a partir de 2011 entre las primeras 100 empresas del país.

Las empresas que integran el grupo tuvieron un desempeño mixto, con importantes avances de las empresas de generación como Central Térmica Güemes -apoyadas por la ampliación de sus capacidades productivas a partir del programa estatal Energía Plus-, y un marcado retroceso en el sector de distribución debido a la delicada situación patrimonial de Edenor, con el

mantenimiento de cuadros tarifarios sancionados en 2008 y recurrentes recomposiciones de ingresos efectuadas por el gobierno nacional.

El grupo creció a merced de la política de fusiones y adquisiciones de empresas de energía eléctrica, apalancada por el endeudamiento contraído en los mercados financieros, bajo un control corporativo de tipo financiero.

En síntesis, consideramos que la trayectoria de Pampa Energía aporta elementos relevantes para pensar el accionar y las estrategias implementadas por parte de los grupos económicos locales, constituyendo una de las novedades de la etapa abierta tras el fin de la convertibilidad. No se trata solamente de la aparición de nuevos empresarios o de la relevancia de unos u otros sectores de actividad (que también ocurrió). Se trata, ante todo, de cambios en las dinámicas de acumulación, que introducen novedades que deben ser consideradas de cara a futuros estudios e indagaciones, pero que no son exclusividad del contexto local, sino que entroncan con procesos de carácter global, al calor de las transformaciones que están viviendo las empresas no financieras en todo el mundo.

El análisis acerca de las transformaciones del mercado energético entre la convertibilidad y la posconvertibilidad nos brinda evidencia acerca del carácter históricamente situado de los mercados, y el hecho de que la dinámica que adoptan es producto de regulaciones políticas y sociales que los hacen posible, permiten su consolidación y su transformación.

En estrecho vínculo con estas cuestiones, el estudio de Pampa Energía nos permite reflexionar también acerca de las características de la racionalidad económica al momento de analizar las estrategias empresariales y, contrariamente a los postulados neoclásicos, sostener que la misma solo puede ser entendida en el marco de las relaciones sociales más amplias y asimétricas.

Por último, el trabajo actual también nos permite reponer el rol del Estado a la hora de pensar las estrategias y la acción empresaria. Nos invita a profundizar acerca de las complejidades de la relación entre Estado y empresas, los límites y alcances de las políticas públicas, evitando lecturas tanto lineales de entenderlo como el comité que maneja los asuntos de la burguesía (lectura tributaria del marxismo), como una caja negra que no configura un objeto digno

de estudio (lectura neo-institucionalista). El tipo de inversiones llevado adelante por Pampa Energía bajo el amparo de programas estatales de incentivo, así como los reclamos por la puesta en marcha de revisiones tarifarias nos permite indagar en torno a las capacidades estatales de asignación de recursos y orientación de inversiones, destacando que dichas cuestiones no están exentas de conflictos entre el propio Estado y los distintos actores económicos. Resuena, en última instancia, la pregunta lanzada por la sociología del desarrollo acerca del disciplinamiento del capital por parte del Estado para controlar los subsidios otorgados y la *performance* de las empresas.

De cara a futuras investigaciones, consideramos que hay dos vías que merecen ser examinadas partiendo de los grandes ejes que cruzaron este trabajo: el primero referido al sector de energía eléctrica y las estrategias de las empresas que lo integran, y el segundo vinculado a la financiarización.

En relación a la primera de estas cuestiones, las transformaciones ocurridas en el período posterior al cierre de este trabajo, los años 2015-2019, habilitan una serie de indagaciones que atraviesan desde la política tarifaria hasta la centralidad que pasó a otorgársele a las energías renovables, donde también puede rastrearse un componente financiero.

El crecimiento en general de las empresas del sector en estos años, a partir de una reconfiguración de los precios relativos de la actividad, y de Pampa Energía en particular, a partir de la adquisición de Petrobras Argentina y su focalización en la integración vertical entre generación de energía eléctrica y producción de gas, brindan el marco para continuar una investigación por este camino. Por otra parte, puede ser estudiada, bajo una mirada de largo alcance, la relación construida entre el Estado y las empresas de energía eléctrica, entre las formas adquiridas por la intervención estatal y las demandas de los empresarios del sector, qué articulaciones se desarrollaron históricamente y cómo puede ser pensado esto en el marco de las discusiones que trae la sociología del desarrollo sobre políticas públicas, disciplinamiento del capital y desempeño económico.

Una última invitación sociológica la constituye la problemática de la financiarización de las empresas energéticas, haciendo extensiva la

problemática al conjunto del sector y no solo aquellas presentes en energía eléctrica. Esto nos permitirá abordar de manera integral las estrategias sectoriales, pensando más allá de un grupo económico particular y ofreciéndonos la posibilidad de detectar regularidades, cambios y rupturas.

Estas cuestiones son plausibles de ser pensadas y analizadas también bajo un marco regional, pudiendo de esta manera trabajar a partir de una muestra de países de América Latina, mediante una perspectiva comparada.

Ambas agendas de investigación destacadas abren caminos a ser abordados de cara a la elaboración de la tesis doctoral.

ANEXO I. CUADROS Y GRÁFICOS

Cuadro 0-1 Principales empresas de generación de energía eléctrica privatizadas

| Empresa | Año de la privatización | Empresa estatal | Consortio privatizador | Empresas integrantes del consorcio |
|---|--------------------------------|--------------------------|-------------------------------|--|
| Central Térmica Piedra Buena | 1997 | Eseba | Sodigen S.A. | Camuzzi (Italia), CEI Citicorp (Argentina), Pacific Enterprises |
| Central Puerto | 1992 | SEGBA | Central Puerto | Chilgener S.A. (Chile), Chilquinta S.A. (Chile) |
| Hidroeléctrica Diamante | 1994 | Agua y Energía Eléctrica | Inversora Diamante S.A. | EDF International S.A. (Francia), Nucleamiento Inversor S.A. (Argentina) y Banco de Galicia y Buenos Aires S. A. (Argentina) |
| Hidroeléctrica Los Nihuiles | 1994 | Agua y Energía Eléctrica | Inversora Los Nihuiles S.A. | EDF International S.A. (Francia), Nucleamiento Inversor S.A. (Argentina), Banco de Galicia y Buenos Aires S.A (Argentina)., Jaques Matas (Argentina), Saur International S.A. (Francia) |
| Central Costanera | 1992 | SEGBA | Central Costanera S. A | Inter-Rio Holding Establishment ¹³¹ (Argentina), Maipú Inversora ¹³² (Argentina), Entergy S.A. (EE. UU) |
| Hidroeléctrica Futaleufú S.A. | 1995 | Agua y Energía Eléctrica | Aluar S.A. | Aluar S.A. (Argentina) Electrowatt Ingenieros Consultores S. A |
| Hidroeléctrica El Chocón | 1993 | Hidronor | Hidroinvest S.A. | Hidroelectricidad S.A. (Chile), CMS Generation S.A. (EE. UU), Sawgrass Limited (España) Energía Hidráulica S.A. (Argentina), Latin America Capital Partners Ltd. B, C.I. Global Fund, C.I. Emerging Markets Fund, The South America Fund N.V., Darwin Holdings Inc. |
| Hidroeléctrica Piedra Del Águila | 1993 | Hidronor | Hidroneuquén S.A. | Gener Argentina S.A. (Chile), Duke Hidronor Limited (EE. UU), Transalta Energy Argentina S.A. (Canadá), New World Investment Fund (EE. UU), Emerging Markets Growth (EE. UU), The Argentine Investment Co., Argentina Private Development Trust, Inter Rio Holdings Establishment (Argentina), Adm. Nac. Usinas y Transm. Elect. UTE |

¹³¹ Empresa perteneciente al grupo Pérez Companc

¹³² Empresa perteneciente al grupo Pérez Companc

| | | | | |
|---|------|--------------------------|--------------------------------------|--|
| Hidroeléctrica Alicurá | 1993 | Hidronor | SEI | SEI Holdings INC (EE. UU), Asociados de Electricidad S.A. (EE. UU), B.I.S.A. de Inversiones (Grupo Bemberg) (Argentina), Resource Development Consultan (EE. UU) |
| Central Térmica San Nicolas | 1993 | Agua y Energía Eléctrica | Inversora de San Nicolás S. A | AES (EE. UU), CEMAS |
| Central Pedro de Mendoza | 1992 | SEGBA | - | Acindar Massuh S. A (Argentina), Inv.Trad S.A, Rodolfo Bustos (argentina), Garibotti |
| Hidroeléctrica Pichi Picún Leufú | 1997 | Hidronor | - | Pérez Companc (Argentina) |
| Central Güemes | 1992 | Agua y Energía Eléctrica | Power Co. S.A. | TCW Americas Devel (EE. UU), Duke Güemes Inc. (EE. UU), Eléctrica del Plata S.A. ¹³³ (Argentina), Iberdrola H and F (España), Argentine Invest. Co. |
| Centrales Térmicas Mendoza | 1994 | Agua y Energía Eléctrica | Cuyana S.A. de inversiones | CMS (Estados Unidos), Ormas Saicic ¹³⁴ (Argentina) |
| Centrales Térmicas del Noroeste | 1993 | Agua y Energía Eléctrica | Centrales Térmicas del Noroeste S.A. | FATLYF (Argentina), G. Fazio, Atahualpa S.R.L., Horizontes S.A., Caminos S. A., Public Service Company of Nueva México (Estados Unidos) |

Fuente: Elaboración propia en base a informe anual del ENRE (varios años) y Memoria de las privatizaciones (Ministerio de Economía)

¹³³ Empresa perteneciente al grupo Soldati

¹³⁴ Empresa perteneciente al grupo Roggio

Cuadro 0-2 Evolución de la propiedad de las principales empresas de generación de energía eléctrica durante la posconvertibilidad

| Empresa | 2005 | 2015 |
|----------------------------------|---------------|---------------------|
| Central Térmica Piedra Buena | Camuzzi | Pampa Energía |
| Central Puerto | TOTAL | Sadesa |
| Hidroeléctrica Diamante | EDF | Pampa Energía |
| Hidroeléctrica Los Nihuales | EDF | Pampa Energía |
| Central Costanera | Endesa | Enel |
| Hidroeléctrica Futaleufú S.A. | Aluar | Aluar |
| Hidroeléctrica El Chocón | Endesa | Enel |
| Hidroeléctrica Piedra Del Águila | Sadesa | Sadesa |
| Hidroeléctrica Alicurá | AES | AES |
| Central Térmica San Nicolas | AES | AES |
| Hidroeléctrica Pichi Picún Leufú | Petrobras | Petrobras |
| Central Güemes | Powerco | Pampa Energía |
| Centrales Térmicas Mendoza | CMS | Sadesa |
| Centrales Térmicas del Noroeste | FATLyF - IATE | Elecnorte, Megaelec |

Fuente: Elaboración propia en base a informe anual del ENRE (2005, 2015)

Cuadro 0-3 Privatización de empresas transportadoras de energía eléctrica

| Empresa | Año de la privatización | Consortio privatizador | Empresas integrantes del consorcio |
|--|--------------------------------|---|--|
| TRANSENER S.A. Compañía de Transporte de Energía de Alta Tensión | 1993 | CITELEC S. A. (Compañía Inversora en Transmisión Eléctrica S. A.) | Eléctrica del Plata S.A. (Argentina), Entergy Corporation., Duke Power Company (EE. UU). National Grid FINANCE B.V (Inglaterra)., Sade Ing. (Argentina), Construcciones S.A. InterRio Holdings Establishment. (Argentina), The Argentine Investment Co., Argentine Private Development Trust. |
| TRANSNOA S. A. Empresa de Transporte de Energía Eléctrica por Distribución Troncal del Noroeste Argentino S. A. | 1994 | - | FATLYF (Argentina), Bco. Feigin, IATE, Tecsa, GEESA. |
| TRANSPA S.A. Empresa de Transporte de Energía Eléctrica por Distribución Troncal de la Patagonia S. A. | 1994 | TRELPA S.A. | Aluar (Argentina), Cg Argentina S.A, Camuzzi Gazometri, Spa (Italia), Soc. Coop. Popular Comodoro Rivadavia (Argentina), Coop. Eléctrica Trelew. (Argentina), Coop. Elec. Puerto Madryn (Argentina), Coop. Elect. De Rawson (Argentina), Rada Tilly; Gaiman (Argentina), Coop. 16 De octubre (Argentina) |
| TRANSNEA S.A. Empresa de Transporte de Energía Eléctrica por Distribución Troncal del Noreste Argentino | 1994 | - | FATLYF, IATE, ELEPRINT S.A., ARGON, CEZ(Operador) |
| DISTROCUYO S. A. Empresa de Transporte de Energía Eléctrica por Distribución Troncal de Cuyo S. A. | 1995 | ELECTRIGAL S. A. | Nucleamiento Inversor S. A (Argentina). EDF International S. A (Francia). Banco de Galicia y Bs. As. (Argentina), Jaques Matas (Argentina) |
| TRANSBA S.A. | 1997 | Transener S.A. | Citelec S.A., Maipú Inversora S.A. (Argentina), National Grid Finance B.V. (Inglaterra), Inter Rio Holdings Establishment (Argentina), The Argentine Investment Co. (TAICO) |

Fuente: Elaboración propia en base a informe anual del ENRE (varios años) y Memoria de las privatizaciones (Ministerio de Economía)

Cuadro 0-4 Evolución de la propiedad de las empresas transportadoras de energía durante la posconvertibilidad

| Empresa | 2005 | 2015 |
|--|---|--|
| TRANSENER S.A. Compañía de Transporte de Energía de Alta Tensión | Petrobras, Banco de la Nación Argentina, accionistas minoritarios | Energía Argentina (ENARSA), Pampa Energía, Electroingeniería, Banco de la Nación Argentina, accionistas minoritarios |
| TRANSNOA S. A. Empresa de Transporte de Energía Eléctrica por Distribución Troncal del Noroeste Argentino S. A. | FATLyF, IATE S.A., Programa de Propiedad Participada (PPP), provincia de Catamarca | Electronorte, IATE S.A., Programa de Propiedad Participada (PPP), provincia de Catamarca |
| TRANSPA S.A. Empresa de Transporte de Energía Eléctrica por Distribución Troncal de la Patagonia S. A. | Aluar, Estado nacional, provincia del Chubut, Programa de Propiedad Participada (PPP) | Aluar, Estado nacional, provincia del Chubut, Programa de Propiedad Participada (PPP) |
| TRANSNEA S.A. Empresa de Transporte de Energía Eléctrica por Distribución Troncal del Noreste Argentino | FATLyF, IATE S.A., Enercon, Devail, Ind. Arg. Man S.A., Programa de Propiedad Participada (PPP) | IATE S.A., Elecnorte, Enercon, Devail, Ind. Arg. Man S.A., Programa de Propiedad Participada (PPP) |
| DISTROCUYO S. A. Empresa de Transporte de Energía Eléctrica por Distribución Troncal de Cuyo S. A. | Electrigral, provincia de Mendoza, Estado nacional, provincia de San Juan | Electrigral, provincia de Mendoza, provincia de San Juan, Programa de Propiedad Participada (PPP) |
| TRANSBA S.A. | Transener, Programa de Propiedad Participada (PPP) | Transener, Programa de Propiedad Participada (PPP) |

Fuente: Elaboración propia en base a informe anual del ENRE (2005, 2015)

Cuadro 0-5 Principales empresas de distribución de energía eléctrica privatizadas

| Empresa | Año de la privatización | Empresa estatal | Consortio privatizador | Empresas integrantes del consorcio |
|--|--------------------------------|------------------------|---|---|
| EDESUR S.A. (Empresa Distribuidora Sur S. A.) | 1992 | SEGBA | Distrilec Inversora. | Compañía Naviera Pérez Companc S. A. (Argentina), Distribuidora Chilectra (Chile), Metropolitana Chilectra S.A. (Chile), Enersis S.A. (Chile). Endesa. (Chile), PSI Energy INC. (EE. UU) |
| EDENOR S.A. (Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A.) | 1992 | SEGBA | EASA (Electricidad de Argentina S. A.) | EDF. Electricité de France (Francia), ENHER S.A. Empresa Nacional Hidroeléctrica del Ribagorzana S.A. (España), Astra S. A. Cía. Argentina de Petróleo S. A. (Argentina), SAUR. Societe D'amenagement urbain et rural. (Francia) Endesa S.A. Empresa Nacional de Electricidad S.A. (España). J.P. Morgan International Corporation. |
| EDELAP. (Empresa Distribuidora de La Plata S.A.) | 1992 | SEGBA | COINELEC S.A. (Compañía de Inversiones en Electricidad S.A.) | Houston Power Co. (EE. UU). Inversora Catalina S.A. ¹³⁵ (Argentina). |
| EDEMSA (Empresa Distribuidora de Energía de Mendoza S.A.) | 1998 | - | - | Electricité de France Internacional SA. (Francia), Saur (Francia), Mendinvert S.A. (EDF) |
| EDEN S.A. (Empresa Distribuidora de Energía Norte S.A.) | 1997 | ESEBA | AESEBA | AES (EE. UU), AESEBA (CEA Américas Operating Argentina) |
| EDES S.A. (Empresa Distribuidora de Energía Sur S.A.) | 1997 | ESEBA | | AES (EE. UU), AESEBA (CEA Américas Operating Argentina) |

¹³⁵ Empresa perteneciente al grupo Techint

| | | | | |
|--|------|-------|---|---|
| EDEA S.A. (Empresa Distribuidora de Energía del Atlántico S.A.) | 1997 | ESEBA | | Camuzzi (Italia), Citycorp (EE. UU), United Utilities (EE. UU), Loma Negra (Argentina) |
| EDEER S.A. (Empresa Distribuidora de Electricidad de Entre Ríos S.A.) | 1996 | - | - | CMS Electric & Gas Co. (EE. UU), ASTRA (Argentina), Bco. de Galicia Y Bs. As. (Argentina), Victorio A. Gualtieri S.A., Williams International Investment Vent.Ltd. (Cayman), The Latin American Energy & Electricity Fund. LP. (Cayman), Cooperativa Eléctrica de Bariloche (Argentina) |

Fuente: Elaboración propia en base a informe anual del ENRE (varios años) y Memoria de las privatizaciones (Ministerio de Economía)

Cuadro 0-6 Evolución de la propiedad de las empresas de distribución de energía eléctrica privatizadas durante la posconvertibilidad

| Empresa | 2005 | 2015 |
|---|-------------------------|-----------------------------|
| EDESUR S.A. (Empresa Distribuidora Sur S. A.) | Endesa | Endesa, Sadesa |
| EDENOR S.A. (Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A.) | Dolphin (Pampa Energía) | Pampa Energía |
| EDELAP. (Empresa Distribuidora de La Plata S.A.) | AES | Disvol Energía |
| EDERSA (Empresa de Energía Rio Negro S.A.) | Camuzzi | Harz Energía Rio Negro S.A. |
| EDET (Empresa de Distribución Eléctrica de Tucumán S.A.) | Cartellone | Norelec S.A. |
| EJESA (Empresa Jujeña de Energía S.A.) | Cartellone | Norelec S.A. |
| EDESA (Empresa Distribuidora de Electricidad de Salta S.A.) | Nextar-Coinvest | Siesa |
| Energía San Juan | Emec | CGE |
| EDESAL (Empresa Distribuidora de Energía de San Luis S.A.) | Nextar-Coinvest | Rovella Carranza |
| EDESE (Empresa Distribuidora de Electricidad de Santiago del Estero) | ICK | ICK |
| EDEMSA (Empresa Distribuidora de Energía de Mendoza S.A.) | IADESA | Andes Energía |
| EDEN S.A. (Empresa Distribuidora de Energía Norte S.A.) | AES | Power Infrastructure |
| EDES S.A. (Empresa Distribuidora de Energía Sur S.A.) | AES | Power Infrastructure |
| EDEA S.A. (Empresa Distribuidora de Energía del Atlántico S.A.) | Camuzzi | Disvol Energía |
| EDEER S.A. (Empresa Distribuidora de Electricidad de Entre Ríos S.A.) | Provincia de Entre Ríos | Provincia de Entre Ríos |
| EDELAR (Empresa Distribuidora de Electricidad de La Rioja S.A.) | Nextar-Coinvest | Provincia de la Rioja |
| EDECAT (Empresa de Energía Catamarca) ¹³⁶ | IATE | Provincia de Catamarca |
| EDEFOR (Empresa Distribuidora de Electricidad de Formosa S.A.) ¹³⁷ | IATE | Provincia de Formosa |

Fuente: Elaboración propia en base a informe anual del ENRE (2005, 2015)

¹³⁶ Hoy Energía de Catamarca SAPEM

¹³⁷ Hoy Recursos y Energía Formosa S.A.

Cuadro 0-7 Tipo de participación accionaria de los grupos económicos locales en las empresas privatizadas de energía eléctrica

| Empresa | Pérez Companc | Techint | Astra | Acindar | Loma Negra | Madanes | Soldati |
|---|----------------------|----------------|--------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|
| Edenor | Participa | | | | | | |
| Edesur | Participa | | | | | | |
| Edelap | Participa | | | | | | |
| Central Costanera | Participa | | | | | | |
| Central Pedro de Mendoza | Controla | | | | | | |
| Hidroeléctrica Futaleufú | Controla | | | | | | |
| Hidroeléctrica Piedra Del Águila | Participa | | | | | | |
| Hidroeléctrica Pichi Picún Leufú | Controla | | | | | | |
| Transener | Participa | | | | | | |
| Central Güemes | Participa | | | | | | |
| Transpa | Controla | | | | | | |

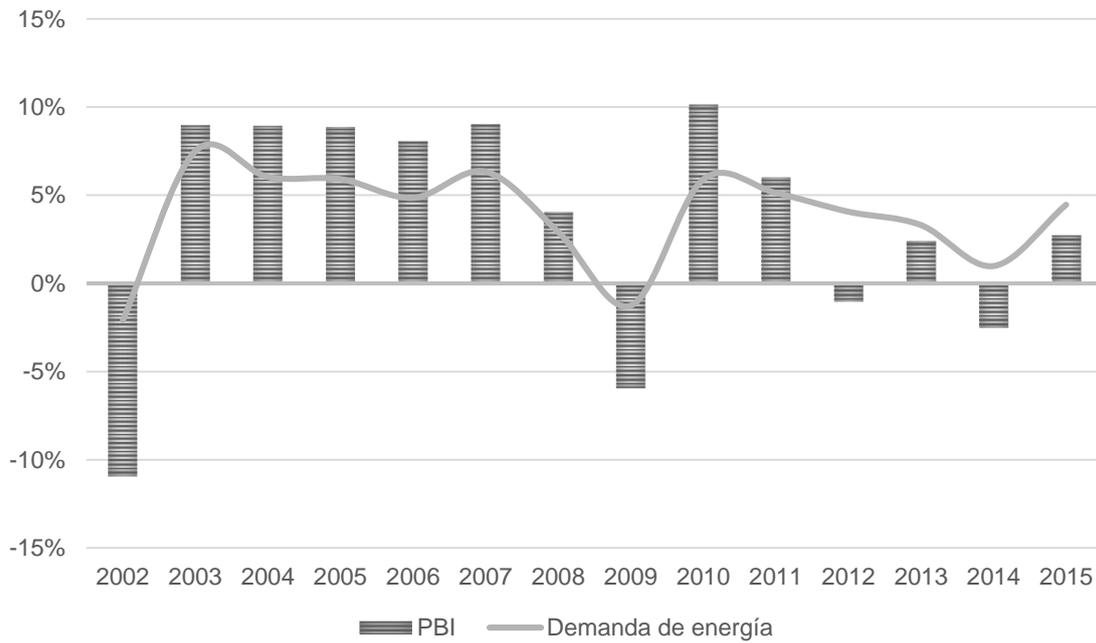
Fuente: Elaboración propia en base a informe anual del ENRE (varios años) y Memoria de las privatizaciones (Ministerio de Economía)

Cuadro 0-8 Potencia instalada según tipo de generación, en MWh. Años 1992-2015

| Año | Térmica | Nuclear | Fotovoltaica | Eólica | Hidráulica | TOTAL | Variación A/A |
|------------|----------------|----------------|---------------------|---------------|-------------------|--------------|----------------------|
| 1992 | 7.049 | 1.005 | 0 | 0 | 6.023 | 14.077 | |
| 1993 | 7.334 | 1.005 | 0 | 0 | 6.723 | 15.062 | 7% |
| 1994 | 8.029 | 1.005 | 0 | 0 | 8.043 | 17.077 | 13% |
| 1995 | 8.191 | 1.005 | 0 | 0 | 8.818 | 18.015 | 5% |
| 1996 | 8.439 | 1.005 | 0 | 0 | 9.362 | 18.806 | 4% |
| 1997 | 9.225 | 1.005 | 0 | 0 | 10.322 | 20.552 | 9% |
| 1998 | 10.115 | 1.005 | 0 | 0 | 10.666 | 21.786 | 6% |
| 1999 | 10.233 | 1.005 | 0 | 0 | 10.834 | 22.072 | 1% |
| 2000 | 11.382 | 1.005 | 0 | 0 | 10.834 | 23.221 | 5% |
| 2001 | 13.075 | 1.005 | 0 | 0 | 10.834 | 24.913 | 7% |
| 2002 | 13.407 | 1.005 | 0 | 0 | 10.931 | 25.343 | 2% |
| 2003 | 13.555 | 1.005 | 0 | 0 | 10.931 | 25.491 | 1% |
| 2004 | 13.530 | 1.005 | 0 | 0 | 11.003 | 25.538 | 0% |
| 2005 | 13.962 | 1.005 | 0 | 0 | 11.164 | 26.131 | 2% |
| 2006 | 13.439 | 1.005 | 0 | 0 | 11.164 | 25.608 | -2% |
| 2007 | 13.669 | 1.005 | 0 | 0 | 11.216 | 25.890 | 1% |
| 2008 | 15.201 | 1.005 | 0 | 0 | 11.216 | 27.422 | 6% |
| 2009 | 15.414 | 1.005 | 0 | 0 | 11.336 | 27.755 | 1% |
| 2010 | 17.266 | 1.005 | 0 | 0 | 11.336 | 29.607 | 7% |
| 2011 | 18.029 | 1.005 | 1 | 8 | 11.411 | 30.454 | 3% |
| 2012 | 19.469 | 1.005 | 6 | 112 | 11.450 | 32.042 | 5% |
| 2013 | 19.797 | 1.010 | 8 | 165 | 11.452 | 32.432 | 1% |
| 2014 | 19.872 | 1.755 | 8 | 191 | 11.478 | 33.304 | 3% |
| 2015 | 20.214 | 1.755 | 8 | 191 | 11.476 | 33.644 | 1% |

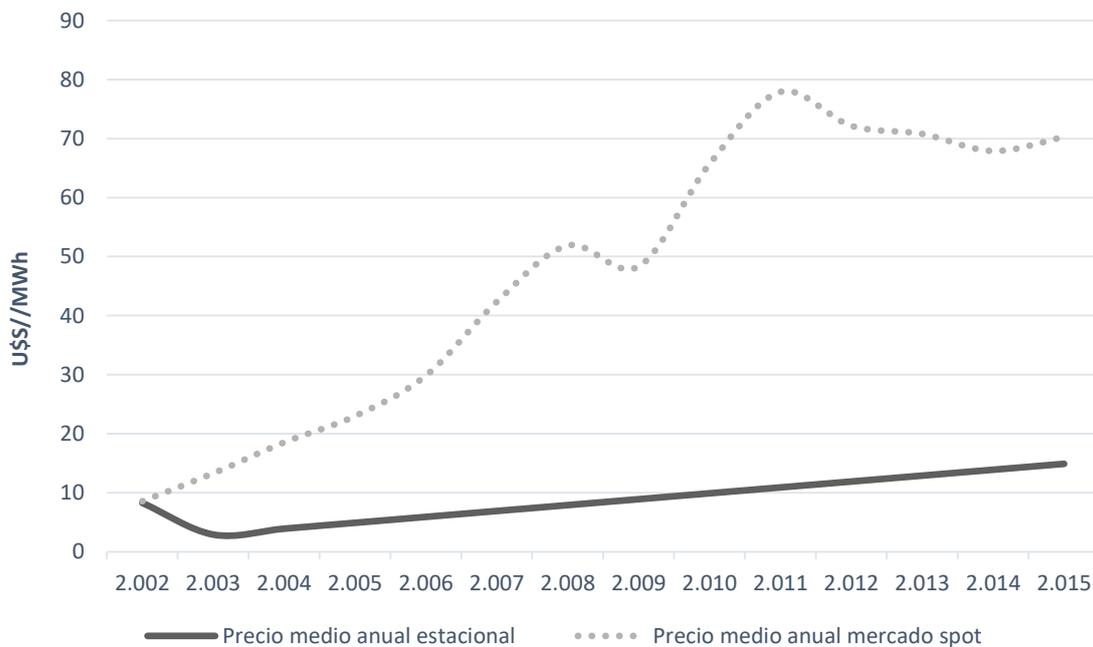
Fuente: Elaboración propia en base a CAMMESA

Gráfico 0.1 Evolución del PBI y la demanda de energía eléctrica, años 2002-2015



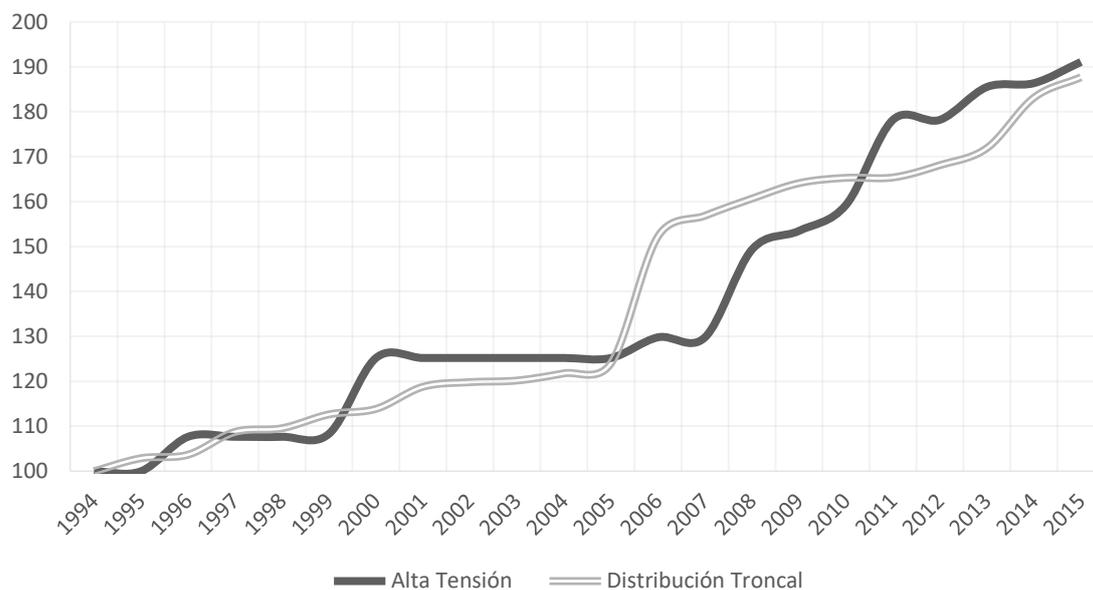
Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Energía

Gráfico 0.2 Precio medio anual y spot de la energía eléctrica, en U\$\$/MWh



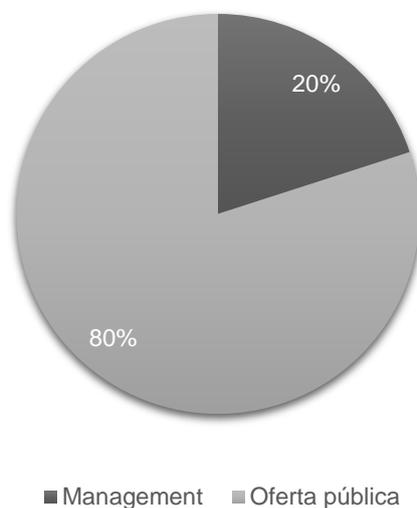
Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Energía

Gráfico 0.3 Evolución de las longitudes de las líneas de alta tensión y distribución troncal, en porcentajes. (1994=100)¹³⁸



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Energía

Gráfico 0.4 Capital accionario de Pampa Energía¹³⁹

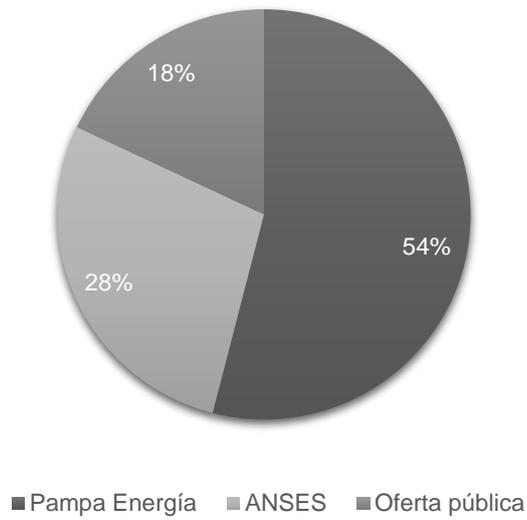


Fuente: Elaboración propia en base a documento 20-f presentado por Pampa Energía ante la SEC

¹³⁸ En 2006 se incorpora el área patagónica al MEM.

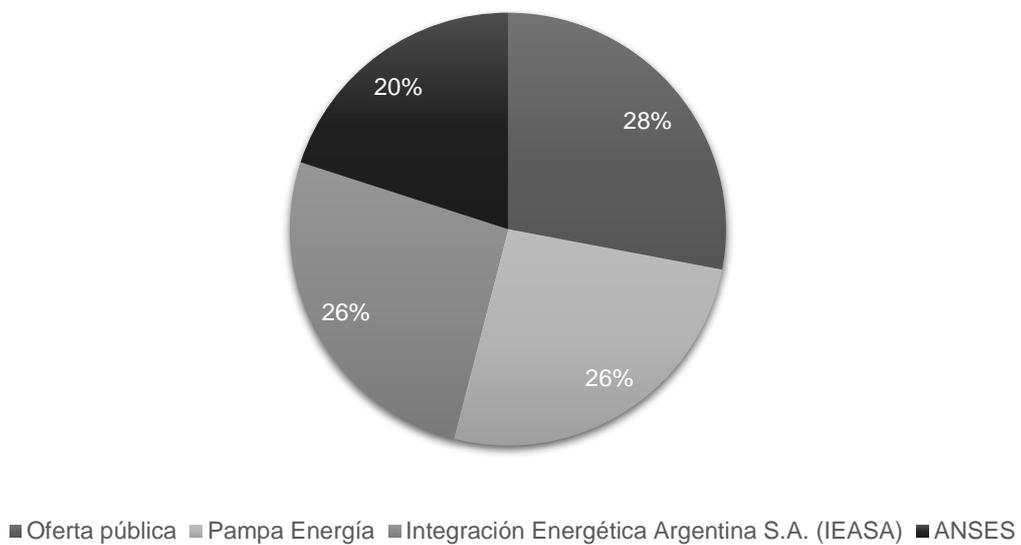
¹³⁹ El 20% de tenencia correspondiente al management incluye las acciones de: Marcelo Mindlin, Damián Mindlin, Gustavo Mariani y Ricardo Torres.

Gráfico 0.5 Capital accionario de Edenor



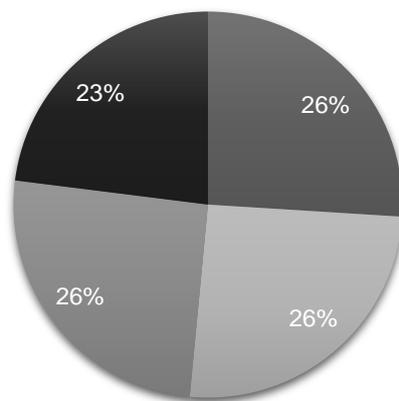
Fuente: Elaboración propia en base a documento 20-f presentado por Edenor ante la SEC

Gráfico 0.6 Capital accionario de Transener



Fuente: Elaboración propia en base a investor presentation de Pampa Energía (2019)

Gráfico 0.7 Capital accionario de TGS



■ Oferta pública ■ Pampa Energía ■ Sielecki, Safra, Werthein ■ ANSES

Fuente: elaboración propia en base a documento 20-f presentado por TGS ante la SEC

Cuadro 0-9 Evolución de los subsidios a la energía en millones de dólares corrientes. Años 2005-2015

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CAMMESA | 231 | 476 | 1401 | 2695 | 2183 | 3463 | 5809 | 5417 | 6636 | 8834 | 9722 |
| ENARSA | 0 | 95 | 169 | 726 | 626 | 1335 | 2357 | 3764 | 5247 | 5012 | 2929 |
| Otros subsidios | 154 | 170 | 365 | 404 | 309 | 506 | 640 | 703 | 2119 | 2004 | 2274 |
| Transferencia de capital a empresas energéticas | 46 | 579 | 521 | 1419 | 665 | 1606 | 1684 | 2351 | 2614 | 4058 | 3481 |
| Total subsidios + capital | 349 | 1320 | 1900 | 5243 | 4336 | 6909 | 10491 | 12234 | 16617 | 19907 | 18405 |
| Total subsidios cómo % del PIB | 0,2 | 0,6 | 0,7 | 1,4 | 1,3 | 1,6 | 2,0 | 2,1 | 2,7 | 3,5 | 2,9 |

Fuente: Elaboración propia en base a SIDIF y ASAP

BIBLIOGRAFÍA

- Abeles, M. (1999). "El proceso de privatizaciones en la Argentina de los noventa: ¿reforma estructural o consolidación hegemónica?", en *Revista Época*, Año 1, Nro. 1, Buenos Aires.
- Abeles, M., Pérez Caldentey, E., y Valdecantos, S. (2018). *Estudios sobre financierización en América Latina*. CEPAL.
- Acevedo, M., Basualdo, E. y Khavisse, M. (1991). *¿Quién es quién? Los dueños del poder económico (Argentina 1973-1987)*. Buenos Aires: Editora/12-Pensamiento Jurídico.
- Acuña, C. H. (1994). "El análisis de la burguesía como actor político". *Realidad Económica*, no. 128 (1995), p. 45-77.
- Amsden, A. (1989). *Asia's next giant: South Korea and late industrialization*. New York: Oxford University Press.
- Amsden, A. (2001). *The Rise of "The Rest": Challenges to the West from late industrializing economies*. New York: Oxford University Press.
- Andrews, K. (1997). "The Concept of Corporate Strategy", en Foss, N. J. (Ed): *Resources Firms and Strategies: A reader in the resource-based perspective*. Oxford University Press.
- Anwar, S. (2006). *Valor, acumulación y crisis. Ensayos de economía política*. Ediciones RyR. Buenos Aires.
- Arceo, E., y Basualdo, E. (1999). "Las tendencias a la centralización del capital y la concentración del ingreso en la economía argentina durante la década del noventa". *Cuadernos del Sur*, 29, 23-38.
- Arrighi, G. (1994) *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times*, London: Versa.
- Auvray, T., y Rabinovich, J. (2018). "Cambios en la estructura de propiedad y la financierización de las grandes empresas en Francia". En Martín Schorr y Andrés Wainer (eds.). *La financierización del capital. Estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos*

- Azpiazu, D. (2002). *Privatizaciones y poder económico: la consolidación de una sociedad excluyente*. Universidad nacional de Quilmes.
- Azpiazu, D. (2008). "Concentración y centralización del capital en el mercado eléctrico argentino". En *Realidad Económica*, 233, 86-110.
- Azpiazu, D., y Schorr, M. (2001). *Privatizaciones, rentas de privilegio, subordinación estatal y acumulación del capital en la Argentina contemporánea*.
- Azpiazu, D y Schorr, M (2010). *Hecho en Argentina. Industria y economía, 1976-2001*. Buenos Aires: Siglo XXI Editores.
- Azpiazu, D., Basualdo, E., M., y Khavisse, M. (2004). *El Nuevo Poder Económico en la Argentina de los Años 80*. Buenos Aires: Siglo XXI Argentina Editores.
- Azpiazu, D., y Basualdo, E. (2004). "Las privatizaciones en la Argentina. Génesis, desarrollo y principales impactos estructurales". *Las privatizaciones y la desnacionalización de América Latina*. Buenos Aires, Prometeo Libros, 55-112.
- Azpiazu, D. y Bonofiglio, N. (2006) *Nuevos y viejos actores en los servicios públicos. Transferencias de capital en los sectores de agua potable y saneamiento y en distribución de energía eléctrica en la post-convertibilidad*. Buenos Aires: FLACSO.
- Azpiazu, D., Manzanelli, P. y Schorr, M. (2011). *Concentración y extranjerización. La Argentina en la posconvertibilidad*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Azpiazu, D. y Nochteff, H. (1994). *El Desarrollo Ausente. Restricciones al desarrollo, neoconservadorismo y elite económica en la Argentina. Ensayos de Economía Política*. Buenos Aires: FLACSO.
- Basualdo, E. (2010). *Estudios de historia económica argentina. Desde mediados del siglo XX a la actualidad*. Siglo XXI-FLACSO.
- Basualdo, E. (2011). *Sistema político y modelo de acumulación. Tres ensayos sobre la Argentina actual. Cara o Ceca*, Buenos Aires.

- Baumol, WJ. (1959). *Business Behavior, Value, and Growth*. New York: Macmillan.
- Becht, M. (1999). European corporate governance: Trading off liquidity against control. *European Economic Review*, 43(4-6), 1071-1083.
- Beckert, J. (2003). "Economic sociology and embeddedness: How shall we conceptualize economic action?" *Journal of economic issues*, Vol. 37, Nº 3, pp. 769-787, Association for evolutionary economics.
- Beckert, J. (2017). "Sociología Económica y enraizamiento. ¿Cómo conceptualizar la acción económica?" ("Economic Sociology and Embeddedness: How Shall We Conceptualize Economic Action?") Traducción: Matías Dewey, Pablo Nemiña y Melina Pagnone. *Papeles de trabajo: La revista electrónica del IDAES*, 11(20), 1-37.
- Beltrán, G. (2011). "Las paradojas de la acción empresaria. Las asociaciones del empresariado argentino y la persistencia de las reformas estructurales." *Los años de Menem. La construcción del orden neoliberal, Buenos Aires, Siglo XXI*.
- Berger, P., y Luckmann, T. (1966). *The Social Construction of Reality*. New York: Double-day.
- Berle, A. A., y Means, G.C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Commerce Clearing House.
- Bisang, R. (1998). "Apertura, reestructuración industrial y conglomerados económicos", en *Revista Desarrollo Económico*, número especial, volumen 58, Buenos Aires.
- Bonnet, A. (2007). *La hegemonía menemista. El neoconservadurismo en Argentina, 1989-2001*. Buenos Aires: Prometeo Libros.
- Bourdieu, P. (2002). *Las estructuras sociales de la economía*. Buenos Aires: Manantial.
- Burachik, G. (2010). "Extranjerización de grandes empresas en Argentina", en *Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía*, Nº 160, México.

- Burachik, G. (2011). "Argentina post devaluación. El fallido "regreso" de la burguesía nacional". *Hic Rhodus. Crisis capitalista, polémica y controversias*, (1).
- Cantamutto, F. y Wainer, A. (2013). *Economía política de la Convertibilidad. Disputa de intereses y cambio de régimen*. Capital Intelectual.
- Cantamutto, F., Schorr, M., Wainer, A. (2016). "El sector externo de la economía argentina durante los gobiernos del kirchnerismo (2003-2015)". En revista *Realidad Económica*, 304, 41-73.
- Castellani, A (2006). *Estado, empresas y empresarios. La relación entre intervención económica estatal, difusión de ámbitos privilegiados de acumulación y desempeño de las grandes firmas privadas. Argentina 1966-1989*. Tesis de Doctorado en Ciencias Sociales. Universidad de Buenos Aires, mimeo.
- Castellani, A. (2012). "Introducción" y "Ámbitos privilegiados de acumulación y restricciones al desarrollo en Argentina (1966-1989)" en Ana Castellani (coord.) *Recursos públicos, intereses privados. Ámbitos privilegiados de acumulación en Argentina 1966-2003*, Buenos Aires: UNSAM Edita.
- Castellani, A. (2014). "La elite económica en la Argentina de los años noventa". En Ana Castellani (coord.). *Radiografía del poder económico en la Argentina de los años noventa*. Buenos Aires: UNSAM Edita, en prensa.
- Castellani, A. y Schorr, M. (2004). "Argentina: convertibilidad, crisis de acumulación y disputas en el interior del bloque de poder económico" en *Cuadernos del CENDES*, N° 57, Caracas, Venezuela, septiembre-diciembre.
- Castellani, A., y Serrani, E. (2011). "Reformas estructurales y acumulación privilegiada de capital. El caso del mercado petrolero argentino durante los años noventa". *Los años de Menem. La construcción del orden neoliberal*, 95-104.
- Castellani, A. y Gaggero, A. (2017). "La relación entre el Estado y la elite económica". En A. Pucciarelli y A. Castellani (coords.). *Los años del kirchnerismo. La disputa hegemónica tras la crisis del orden neoliberal*. Buenos Aires. Argentina: Siglo XXI

- Castro, C. (2008). *Paradigma tecnológico, empresa y transformaciones cualitativas. Techint y el desarrollo energético en la Argentina de posguerra*. Universidad de San Andrés.
- Caves, R. (1982). *American industry: Structure, conduct, performance*, Prentice-Hall.
- Caves, R. E. (1989). Mergers, takeovers, and economic efficiency: foresight vs. hindsight. *International Journal of Industrial Organization*, 7(1), 151-174.
- CENDA (2010). *La anatomía del nuevo patrón de crecimiento y la encrucijada actual. La economía argentina en el período 2002-2010*. Buenos Aires: Cara o Ceca.
- Cobe, L. (2009). *La salida de la convertibilidad. Los bancos y la pesificación*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Chandler, A. (1990). *Scale and Scope. The dynamics of industrial capitalism*. The Belknap Press of Harvard University Press.
- Chandler, A. D. (1992). "Organizational capabilities and the economic history of the industrial enterprise". *Journal of economic perspectives*, 6(3), 79-100.
- Chandler, A. (1996). *Escala y diversificación*. Zaragoza: Prensas Universitarias.
- Chandler, A. D., y Hikino, T. (1997). "The large Industrial Enterprise and the Dynamics of Modern Economic Growth". En *Big Business and the Wealth of Nations*, Cambridge: Cambridge University Press (24-57).
- Chibber, V. (2005). "¿Reviviendo el Estado desarrollista? El mito de la 'burguesía nacional'", en *El imperio recargado*, CLACSO/SocialistRegister.
- Damill, M., y Frenkel, R. (2015). "La economía argentina bajo los Kirchner: una historia de dos lustros" en PERUZZOTTI, E. y GERVASONI, C (eds.), *¿Década ganada? Evaluando el legado del kirchnerismo*.
- Dobbin, F. (1997). *Forging industrial policy: The United States, Britain, and France in the railway age*. Cambridge university press.

- DiMaggio, P., y Powell, W. W. (1983). "The iron cage revisited: Collective rationality and institutional isomorphism in organizational fields". *American sociological review*, 48(2), 147-160.
- Epstein, G. A. (Ed.). (2005). *Financialization and the world economy*. Edward Elgar Publishing.
- Etchemendy, S., y Filc, J. (2001). Construir coaliciones reformistas: la política de las compensaciones en el camino argentino hacia la liberalización económica. *Desarrollo económico*, 675-706.
- Evans, P. (1996). "El Estado como problema y como solución", en *Desarrollo Económico* (140). Vol. 35. Buenos Aires, enero-marzo.
- Fairfield, T. (2015). *Private wealth and public revenue*. Cambridge University Press.
- Fernández Bugna, C. y Porta, F. (2007). *El crecimiento reciente de la industria argentina. Nuevo régimen sin cambio estructural*, Centro Redes.
- Fligstein, N. (1985). "The spread of the multidivisional form". *Am. Sociol. Rev.* 50:377-91.
- Fligstein, N. (1990). *The transformation of corporate control*. Harvard University Press.
- Fligstein, N. (1996). "Markets as politics: A political-cultural approach to market institutions", en *American sociological review*, 61(4), 656-673.
- Fligstein, N. (2008). "Alfred Chandler and the Sociology of Organizations." IRLE Working Paper No. 161-08.
- Fligstein, N. y Dauber, K. (1989). "Structural change in corporate organization", en *Annual Review of Sociology*, Vol. 15.
- Fligstein, N., y Dauter, L. (2007). "The sociology of markets". *Annu. Rev. Sociol.*, 33, 105-128.
- Froud, J., Johal, S., Leaver, A., & Williams, K. (2006). *Financialization and strategy: Narrative and numbers*. Routledge.

- FUNDACIÓN, F. I. E. L. (1999). *La Regulación de la Competencia y de los Servicios Públicos: Teoría y Experiencia Argentina Reciente*, FIEL, Buenos Aires, Argentina.
- Gaggero, A. (2008). “‘Fui industrial durante muchos años...’ Los Grupos Económicos Nacionales y el proceso de extranjerización del empresariado argentino durante la década de los noventa”, en *Papeles de Trabajo*, N° 3, Instituto de Altos Estudios Sociales.
- Gaggero, A. (2011). *Los múltiples caminos de la retirada. Estrategias y desempeños de los grupos económicos nacionales en Argentina, entre la hiperinflación y el derrumbe de la convertibilidad (1989-2002)* (tesis de doctorado). Universidad de Buenos Aires, Argentina.
- Gaggero, A. (2012). “La retirada de los grupos económicos argentinos durante la crisis y salida del régimen de convertibilidad”, en *Desarrollo Económico: Revista de Ciencias Sociales*, 229-254.
- Gaggero, A., Schorr, M. y Wainer, A. (2014). *Restricción eterna. Poder económico y trabas al desarrollo durante el kirchnerismo*. Buenos Aires: Futuro Anterior.
- Gaggero, A., y Schorr, M. (2016). La cúpula empresarial durante los gobiernos kirchneristas: balance y legados de una etapa. *Realidad Económica*, 297, 61-92.
- Gaggero, A., y Schorr, M. (2017). “Las grandes empresas nacionales de la Argentina bajo los gobiernos del Kirchnerismo”. En *H-industri@: Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina*, (21), 54-75.
- Galbraith, J. (1984). *El nuevo estado industrial*. Barcelona: Ariel.
- García Ferrando, M. (1989). *Socioestadística. Introducción a la estadística en ciencias sociales*, Alianza Editorial.
- García Zanotti, G. (2017). “Esquemas de financiarización de grandes empresas en Sudamérica: estudio de casos de empresas energéticas con participación del Estado”, ponencia presentada en las X Jornadas de economía crítica.

- Gerchunoff, P. (2003). *Comienzos diversos, distintas trayectorias y final abierto: más de una década de privatizaciones en Argentina, 1990-2002* (No. 34). United Nations Publications.
- Goldstein, E., Kulfas, M., Margulis, D., y Zack, G. (2016). "Efectos macroeconómicos del sector energético en la Argentina en el período 2003-2014". *Realidad Económica*, 16.
- Granovetter, M. (1985). "Economic action and social structure: the problem of Embeddedness", en *American journal of sociology*, Vol.91, Nro3, pp. 481-493.
- Granovetter, M. (1994). Business groups. *The handbook of economic sociology*, 453-475.
- Granovetter, M. (1995). Coase revisited: Business groups in the modern economy. *Industrial and corporate change*, 4(1), 93-130.
- Granovetter, M. (1992). "Economic institutions as social constructions: a framework for analysis". *Acta sociológica*, 35(1), 3-11.
- Granovetter, M. (2005). "Business groups and social organizations", en Smelser, N. J. y Swedberg, R., *The handbook of economic sociology*, Princeton University Press, New York, pp. 115-135.
- Granovetter, M. y R. Swedberg (1992). "Introduction", en Granovetter, M y R. Swedberg (eds.): *The Sociology of Economic Life*, Boulder, Westview Press, pp 1-26.
- Granovetter, M., y McGuire, P. (1998). "The making of an industry: electricity in the United States". *The Sociological Review*, 46(S1), 147-173.
- Gutman, G. E., y Rivas, D. (2017). Empresas multinacionales y heterogeneidades territoriales en la Argentina.
- Guillén, M. F. (1992). "The New Institutionalism in Organizational Analysis by Walter W. Powell, Paul J. Dimaggio". En *Reis: Revista Española de Investigaciones Sociológicas* No. 59 (Jul. - Sep., 1992), pp. 344-346.
- Guillen, M. F. (2000). Business groups in emerging economies: A resource-based view. *Academy of Management Journal*, 43(3), 362-380.

- Henwood, D. (1997) *Wall Street: How It Works and For Whom*, Londres, Verso Press.
- Herrera, G y Tavošnanska, A (2011). “La industria argentina a comienzos del siglo XXI”, en *Revista CEPAL*, N° 104.
- Heymann, D. (2006). *Buscando la tendencia: crisis macroeconómica y recuperación en la Argentina*. CEPAL.
- Holmstrom, B. R., y Tirole, J. (1989). “The theory of the firm. Handbook of industrial organization”, 1, 61-133.
- Hilferding, R. (1971). “El capital financiero” (No. 332 H5.). La Habana: Instituto Cubano del Libro.
- Katz, C. (1996). “La concepción marxista del cambio tecnológico”. *Pensamiento Económico*, 1, 155-180.
- Khanna, T., & Palepu, K. G. (1997). Why focused strategies may be wrong for emerging markets.
- Khanna, T. y Yafeh, Y. (2005). “Business groups in emerging markets: paragons or parasites?” *Journal of Economic Literature*, Vol. 45, No 2, pp. 331-372.
- Kosacoff, B., Forteza, J., Barbero M. I. y Stengel, A. (2001). *Globalizar desde Latinoamérica: el caso Arcor*. McGraw-Hill: Buenos Aires.
- Kozulj, R. (2004). *La industria del gas natural en América del Sur: situación y posibilidades de la integración de mercados* (Vol. 77). United Nations Publications.
- Kozulj, R. (2005). La crisis energética de la Argentina: orígenes y perspectivas. *Fundación Bariloche IDEE paper*, 7.
- Kozulj, R. (2015). *El sector energético argentino. Un análisis integrado de sus problemas, impactos y desafíos macroeconómicos*.
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socio-economic review*, 3(2), 173-208.

- Kulfas, M. (2001). *El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas: factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de capital local*. Cepal.
- Kulfas, M. (2016). *Los tres kirchnerismos. Una historia de la economía argentina. 2003-2015*. Buenos Aires. Argentina: Siglo XXI
- Kulfas, M., Porta, F., y Ramos, A. (2002). *La inversión extranjera en la Argentina*. CEPAL/Naciones Unidas, Buenos Aires.
- Lanciotti, N. (2008). "Inversiones, transferencia tecnológica y rentabilidad de las empresas extranjeras de electricidad en Argentina. La Sociedad de Electricidad de Rosario, 1910-1956", *Anuario IEHS*, nro. 23, UNCPBA, Tandil.
- Lapavitsas, C. (2009). "'Financiarización', o la búsqueda de beneficios en la esfera de la circulación." *EKONOMIAZ. Revista vasca de Economía*, 72(03), 98-119.
- Lapavitsas, C. (2016). *Beneficios sin producción: cómo nos explotan las finanzas*. Madrid: Traficantes de sueños.
- La Scaleia, L. (2007). "El desarrollo del sector eléctrico nacional", en revista *Desarrollo Económico*, Buenos Aires.
- La Scaleia, L. (2015). "Estado empresario y electrificación: el largo despegue del peronismo al desarrollismo en la provincia de Buenos Aires, 1946-1962", en Regalsky, A. M., y Rougier, M. (Eds.). *Los derroteros del estado empresario en la Argentina: siglo XX*. EDUNTREF, Editorial de la Universidad Nacional de Tres de Febrero.
- Lazonick, W., y O'sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and society*, 29(1), 13-35.
- Lechner, N. (1977). "La crisis del Estado en América Latina", en *Revista Mexicana de Sociología*, Vol. 39, N2, pp. 389-426.
- Leff, N. H. (1979). Entrepreneurship and economic development: The problem revisited. *Journal of economic literature*, 17(1), 46-64.

- Lenin, V. I. (2005). *El imperialismo, fase superior del capitalismo: ensayo popular*. Buenos Aires: Ediciones Libertador.
- López, A. (1996). "Las ideas evolucionistas en economía: una visión de conjunto", en Revista *Buenos Aires Pensamiento Económico*.
- López, A. (2006). *Empresarios, instituciones y desarrollo económico: el caso argentino*. Buenos Aires: CEPAL.
- López, F. A. G. (2017). Los fundamentos micro de la economía: futuro, expectativas ficcionales y las dinámicas del capitalismo en la teoría de Jens Beckert. *Papeles de trabajo: La revista electrónica del IDAES*, 11(20), 59-80.
- Manzanelli, P. (2011). "Peculiaridades en el comportamiento de la formación de capital en las grandes empresas durante la posconvertibilidad", en *Apuntes para el Cambio. Revista Digital de Economía Política*, Nº 1, Buenos Aires.
- Manzanelli, P., y Basualdo, E. (2017). "La era kirchnerista. El retorno de la economía real, el desendeudamiento externo y las pugnas por la distribución del ingreso, 2003-2015" En Basualdo, E., Wainer, A., Barrera, M., Bona, L., González, M., y Manzanelli, P. *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Siglo XXI editores.
- Marx, K. (2001). *El Capital*, tomo I. México, Fondo de Cultura Económica.
- Marris, R. (1964). *The Economic Theory of Managerial Capitalism*. Glencoe, IL: Free.
- Muras, R., Melamud, A., Ortolani, N., Martínez de Vedia, R., y Einstoss, A. (2015). *Los subsidios energéticos en argentina*. Buenos Aires, Argentina: IAE ASAP.
- Murillo, M. V., y Finchelstein, D. (2004). "Privatización y poder de mercado: el caso de la generación de energía eléctrica en la Argentina". *Desarrollo económico*, 131-144.
- Nelson, R. R., y Winter, S. G. (2002). "Evolutionary theorizing in economics" en *Journal of Economic Perspectives*, 16(2), 23-46.

- Nemiña, P. (2015). "Acción económica e incertidumbre. La sociología económica de Jens Beckert", *Equidad & Desarrollo*, N° 23, Universidad de La Salle, Colombia, en prensa.
- Nemiña, P. (2017). Incertidumbre, racionalidad intencional y expectativas ficticias. La sociología de la acción económica de Jens Beckert. *Papeles de trabajo: La revista electrónica del IDAES*, 11(20), 103-124.
- Nochteff, H (1994). "Los senderos perdidos del desarrollo. Elite económica y restricciones al desarrollo en la Argentina", en Daniel Azpiazu y Hugo Nochteff, *El desarrollo ausente. Restricciones al desarrollo, neoconservadurismo y elite económica en la Argentina. Ensayos de Economía Política*. Buenos Aires: FLACSO.
- North, D. C. (1992). "The New Institutional Economics And Development" (No. 2, pp. 1-42). Washington University Working Paper.
- O'Donnell, G. (1978). "Notas para el estudio de la burguesía local, con especial referencia a sus vinculaciones con el capital transnacional y el aparato estatal". *Estudios Sociales* N° 12, Buenos Aires.
- Ortiz R, y Schorr M. (2007). "La rearticulación del bloque de poder en la Argentina de la post-convertibilidad". *Papeles de trabajo*. Revista electrónica del Instituto de Altos Estudios Sociales de la Universidad Nacional de General San Martín. Año 1, n° 2, Buenos Aires.
- Palmer, D., Friedland, R., Jennings, P. D, Powers, M. (1987). The economics and politics of structure: the multidivisional form and the large U.S. Corporation. *Admin.Sci.Q.* 32:25-48
- Perrow, C. (1981). Markets, hierarchy, and hegemony. In *Perspectives on Organizational Design*, Ed A. Van de Ven, W. Joyce. New York: Wiley
- Porta, F., y Bugna, C. F. (2011). "La industria manufacturera: trayectoria reciente y cambio estructural". *La Argentina del largo plazo: crecimiento, fluctuaciones y cambio estructural*, 85-125.
- Pistonesi, H. (2001). *Desempeño de las industrias de electricidad y gas natural después de las reformas: el caso de Argentina*. ILPES.

- Peralta Ramos, M. (2007). *La economía política argentina: poder y clases sociales (1930-2006)*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.
- Rafaele, E. y Fernández Blanco, P. (2013). *Los patrones de la Argentina K*. Buenos Aires: Planeta.
- Ramírez, S. (2016). *La reforma del sector eléctrico del Gran Buenos Aires. Privatización y nuevos actores empresariales (1992-2000)* (tesina de grado). Universidad Nacional de San Martín, Argentina.
- Rangugni, G. (2013). Subsidios energéticos y su impacto fiscal. *Ponencia presentada en el seminario Infraestructura y energía: desafíos y propuestas para la Argentina, Instituto Argentino de Energía "General Mosconi", Buenos Aires.*
- Rougier, M., y Schvarzer, J. (2006). *Las grandes empresas no mueren de pie: el (o) caso de SIAM*. Grupo Editorial Norma.
- Rougier, M. (2011). *Estado y empresarios de la industria del aluminio en la Argentina: El caso Aluar*. Universidad Nacional de Quilmes.
- Schneider, B. R. (1999). "La relación entre el Estado y las empresas y sus consecuencias para el desarrollo: una revisión de la literatura reciente". *Desarrollo Económico*, Vol.3, Nº 153 (April-June), pp. 45-75.
- Schneider, B. (2007). *How States Organize Capitalism: A Comparative Political Economy of Diversified Business Groups*.
- Schneider, B. y Karcher S. (2012). "La política de las empresas en Latinoamérica: investigando sus preferencias, estructura e influencia" en *Revista Apuntes*, Vol. XXXIX, Nº 70. Universidad Del Pacífico: Lima.
- Serrani, E. (2012). "El desarrollo económico y los estudios sobre el Estado y los empresarios. Un constante desafío para las Ciencias Sociales." *Papeles de Trabajo*, 6(9), 127-154.
- Serrani, E. (2018). "Transformaciones tarifarias y efectos en la Región Patagónica Camuzzi Gas del Sur y la distribución de gas natural, 1999-2017" *Identidades* (8), 45-70.

- Serrani, E., y Barrera, M. A. (2018). "Efectos estructurales de la política energética en la economía argentina, 1989-2014". *Sociedad y economía*, (34), 121-142.
- Schorr, M y Wainer, A. (2006). "Trayectorias empresarias diferenciales durante la desindustrialización en la Argentina: los casos de Arcor y Servotron", revista *Realidad Económica*, Nº 223, pp. 116-141. Buenos Aires.
- Schorr, M. y Wainer, A. (2014). "La economía argentina en la posconvertibilidad: problemas estructurales y restricción externa", en *Realidad Económica*, Nº 286, Buenos Aires.
- Schorr, M., y Wainer, A. (2017). "La economía argentina bajo el kirchnerismo: de la holgura a la restricción externa. Una aproximación estructural." En A. Pucciarelli y A. Castellani (coords.). *Los años del kirchnerismo. La disputa hegemónica tras la crisis del orden neoliberal*. Buenos Aires. Argentina: Siglo XXI.
- Schorr, M. y Wainer, A (2018). *La financiarización del capital. Estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos*. Futuro Anterior.
- Schvarzer, J. (1977). "Las empresas industriales más grandes de la Argentina. Una evaluación", en *Desarrollo Económico: Revista de Ciencias Sociales*, 319-337.
- Schvarzer, J. (1978). "Estrategia industrial y grandes empresas: el caso argentino", en *Desarrollo Económico: Revista de Ciencias Sociales*, 307-351.
- Schvarzer, J. (1980). "Dinámica empresarial y desarrollo económico. Evolución de una muestra de grandes empresas argentinas en el período 1961-79", mimeo, CISEA, Buenos Aires.
- Schvarzer, J. (1994). *Grandes grupos económicos en la Argentina. Formas de propiedad y lógicas de expansión*. CISEA, Centro de Investigación de la Situación del Estado Administrativo, Buenos Aires.

- Sidicaro, R. (2001). *La crisis del estado y los actores políticos y socioeconómicos en la Argentina (1989-2001)*. Universidad de Buenos Aires, Centro Cultural Ricardo Rojas.
- Simon, H. (1957). *Models of Man: Social and Rational*. John Wiley and Sons, Nueva York.
- Smelser, N. J., y Swedberg, R. (2005). "Introducing economic sociology". En Smelser, N. J., y Swedberg, R. (Eds.). *The handbook of economic sociology*. Princeton university press.
- Socoloff, I. (2015). "Financiamiento global y centros comerciales en Buenos Aires: un estudio del caso IRSA". *Revista INVI*, 30(84), 151-177.
- Solveira, B. (2009). "Las empresas públicas de electricidad en la Argentina. EL caso de la Empresa Provincial de Energía de Córdoba, 1953-1981", en *VII Coloquio de historia de las empresas: evolución, política y empresas*, Universidad de San Andrés.
- Stanley, L. (2004). *Acuerdos bilaterales de inversión y demandas ante tribunales internacionales: la experiencia argentina reciente*. CEPAL.
- Stigler, G. J. (1983). *The organization of industry*. University of Chicago Press Economics Books.
- Sweezy, P. M. (1970). *Teoría del desarrollo capitalista*. La Habana: Editorial de Ciencias Sociales.
- Sweezy, P. M. y Baran, P. A. (1982). *El capital monopolista: ensayo sobre el orden económico y social de Estados Unidos*. Siglo XXI.
- Thompson, J.D. (1967): *Organizations in action: Social science bases of administrative theory*, Nueva York, Mc Graw Hill.
- Tickell, A. (1999) "Unstable Futures: Controlling and Creating Risks in International Money". En Panitch, L. y Leys, C. (eds) *Socialist Register*, New York, Monthly Review, pp. 248–77.

- Varrotti Sosa, A., y Frederico, S. (2018). "Las estrategias empresariales del agronegocio en la era de la financiarización: el caso de El Tejar." *Mundo Agrario*, 19.
- Vispo, A. (1999). *Los entes de regulación: problemas de diseño y contexto: aportes para un urgente debate en la Argentina*. Grupo Editorial Norma.
- Weber, M. (2002). *Economía y sociedad*. Fondo de cultura económica.
- Wainer, A. (2011). "Inserción argentina en el comercio mundial. De la restricción externa al desarrollo económico", en *Realidad Económica*, N° 264, pp. 60-88. Buenos Aires.
- Winter, S. (1991), "On Coase, Competence and the Corporation", en O. Williamson y S. Winter (eds.), *The nature of the firm. Origins, evolution, and development*, Oxford University Press, Nueva York.

FUENTES

- BCRA, serie sobre tipo de cambio
- Bolsas y Mercados Argentinos
- CAMMESA, anuario, varios números
- CEPAL: *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe. Santiago de Chile*, CEPAL, varios números
- CNV, balances empresarios
- Diario *Ámbito financiero*
- Diario Clarín
- Diario El cronista Comercial
- Diario La Nación
- Diario *Página|12*
- ENARSA
- ENRE, informe anual, varios números
- IAE, Informes de tendencias del sector energético, varios números
- INDEC, serie de cuentas nacionales y agregados macroeconómicos
- Ministerio de Hacienda y finanzas, series sobre finanzas y precios
- Revista Mercado
- Revista Petrotecnia.
- SEC
- Secretaria de Energía, informes estadísticos sobre el sector eléctrico y balances energéticos
- Yahoo finance