

# Financiarización en grandes empresas argentinas: El grupo Pampa Energía (2004-2019)

Financialization in large Argentine companies: The Pampa Energía group (2004-2019)

Leandro Ezequiel Navarro Rocha\*

## Resumen

Los procesos de financiarización, que tuvieron su origen tras el fin de los acuerdos de Bretton-Woods, alcanzaron también durante las décadas siguientes a los países periféricos. En el caso argentino, cobraron relevancia a partir de la liberalización y privatización de la economía durante la década de 1990. A partir de la década del 2000, y luego de la recuperación económica tras la crisis de comienzos del siglo XXI, es posible señalar una mayor vinculación de Argentina con los procesos de financiarización a escala global, tanto por una reorientación en el papel de las entidades financieras como de las empresas no financieras. El presente artículo aborda el estudio de la financiarización de las grandes empresas en Argentina a partir del estudio de caso, el grupo económico Pampa Energía. La hipótesis sostiene que durante el periodo 2004-2019, Pampa Energía se consolidó como un holding especializado en el sector de energía eléctrica, pero bajo una estrategia propia de una empresa financierizada.

**Palabras clave:** Financiarización, empresas no financieras, energía, países periféricos

## Abstract

The financialization processes, which had their origin after the end of the Bretton-Woods agreements, also reached peripheral countries during the following decades. In the Argentine case, they gained relevance from the liberalization and privatization of the economy during the 1990s. Starting in

---

\* Universidad de Buenos Aires; doctorando en Ciencias Sociales (Universidad de Buenos Aires).  
Contacto: [leandronavarro.ln@gmail.com](mailto:leandronavarro.ln@gmail.com)

the 2000s, and after the economic recovery after the crisis of the early 21st century, it is possible to point out a greater linkage of Argentina with financialization processes on a global scale, both due to a reorientation in the role of financial institutions and non-financial companies. This article deals with the study of the financialization of large companies in Argentina based on the case study, the economic group Pampa Energía. The hypothesis holds that during the period 2004-2019, Pampa Energía consolidated itself as a holding company specialized in the electric power sector, but under the strategy of a financialized company.

**Keywords:** Financialization, non-financial companies, energy, peripheral countries

## **Introducción**

En términos históricos, la financiarización ha sido situada en la década de 1970, a partir del fin del sistema de Bretton-Woods que había dado a lugar a la arquitectura financiera de la segunda posguerra. Con eje primero en Estados Unidos y en el Reino Unido, pero luego extendiéndose a todo el mundo, los países adoptaron medidas tendientes a liberalizar los movimientos de capital, los mercados de acciones y las tasas de interés. Tomaron protagonismo los procesos de titulización de deudas, la aparición de los fondos de pensión y el crecimiento de los mercados de materias primas (Chesnais, 2001; Lapavitsas, 2016), en lo que pasó a ser definido como una pauta de acumulación en la que los beneficios se acumulan principalmente a través de los canales financieros y no a través del comercio y la producción de productos básicos (Arrighi, 1994; Krippner, 2005).

Si bien estos procesos tuvieron y tienen alcance global, en los países periféricos se desplegaron bajo ciertas particularidades que produjeron lo que algunos autores han denominado una financiarización subordinada o periférica (Becker, Jäger, Leubolt, y Weissenbacher, 2010; Kaltenbrunner y Paineira, 2018), consistente con la acumulación de reservas por parte de los Bancos

Centrales, la financiarización de los bancos y los hogares, así como el crecimiento de las inversiones financieras y el carry trade por parte de las empresas no financieras (Demir, 2009), todo lo cual conduce a crecientes niveles de vulnerabilidad ante repentinos movimientos de capital y del tipo de cambio.

En el caso argentino, estas cuestiones cobraron especial relevancia a partir de la liberalización y la privatización sufrida por la economía a comienzos de la década de 1990. Allí podemos encontrar desde el creciente endeudamiento en el exterior por parte de las empresas no financieras, hasta la participación de fondos de inversión en los consorcios adjudicatarios de las privatizaciones<sup>1</sup> y las ganancias patrimoniales generadas por parte de los grupos económicos locales que participaron de las mismas (Arceo y Basualdo, 1999; Kulfas, 2001; Pistonesi, 2001).

A partir de la década del 2000, y luego de la recuperación económica tras la crisis de comienzos del siglo XXI, es posible señalar una mayor vinculación de la Argentina con los procesos de financiarización a escala global, tanto por una reorientación en el rol de las entidades financieras como de las empresas no financieras. En relación a las primeras es destacable el peso creciente y mayoritario que adquieren los ingresos por servicios en relación a los ingresos por intereses, donde estos últimos se direccionan hacia el crédito personal de corto plazo (Cibils y Allami, 2013). Con respecto al comportamiento de las empresas no financieras, hay una persistente caída del coeficiente de inversión en relación a los márgenes de ganancia, volcándose estos recursos hacia una salida de divisas por múltiples vías (Schorr y Wainer, 2018).

En el artículo que sigue a continuación abordaremos el estudio de la financiarización de las grandes empresas en Argentina a partir

---

<sup>1</sup> 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.

de un estudio de caso, el del grupo económico Pampa Energía. Nuestra hipótesis de trabajo sostiene que durante el periodo 2004-2019, Pampa Energía se consolidó como un holding especializado en el sector de energía eléctrica, pero bajo una estrategia propia de una empresa financierizada.

### **Hacia un análisis sobre la financiarización de empresas no financieras**

Los cambios a nivel global anteriormente descriptos dieron lugar a una multiplicidad de aportes al campo de estudio de la financiarización que pueden diferenciar tres niveles de análisis distintos: macro, meso y micro, dependiendo en si el foco de análisis se ubica en la financiarización como un régimen de acumulación (Boyer, 2000; Duménil y Lévy, 2001); un cambio en la relación de las empresas con los mercados financieros y la gobernanza corporativa (Fligstein, 1990; Krier, 2012; Lazonick y O'sullivan, 2000; Orhangazi, 2008); o sus efectos sobre la vida cotidiana, particularmente la relación de los hogares con los mercados de hipotecas y los discursos en torno a la toma de riesgos, la autogestión y la autorrealización (Aalbers, 2008; Langley, 2008).

A los fines de este artículo retomaremos una perspectiva de alcance meso, centrada en analizar la financiarización de las empresas no financieras. En términos generales podemos entender este proceso como una reorientación de las firmas hacia la obtención de resultados financieros bajo una retórica de creación de valor para el accionista (Froud, Johal, Leaver, y Williams, 2006). Fligstein (1990), indica que esta reorientación de la estrategia de las empresas implica la emergencia de una concepción de control financiera que enfatiza el uso de herramientas financieras para evaluar líneas de producción y divisiones. Los managers se focalizan en ampliar las ganancias sin importar en qué mercados, volviéndose las empresas multiproducto y multiindustria. Un aspecto central de estas cuestiones es que la

formación de la gerencia hace foco en contabilidad y finanzas, lo cual lleva a que sus decisiones y estrategias estén basadas en incrementar las ganancias de corto plazo, entendiendo a la firma como un conjunto de activos que pueden ser manipulados.

Krier (2012), ofrece mayores precisiones sobre estos cambios en la gestión empresarial al sostener que este tipo de gestión especulativa, en contraste con una gestión de producción, está orientada hacia el mercado secundario de acciones con la intención de influir en el precio de las mismas. La importancia de los mercados financieros como vía de financiamiento prioritaria en detrimento del modelo clásico con eje en las entidades financieras es también destacado por Lapavitsas (2016).

Una última característica de este tipo de gestión empresarial, e importante para los objetivos de este artículo, es la utilización de empresas tipo private equity enfocadas en compras apalancadas (leverage buy-out, LBO) que buscan aprovechar las oportunidades ofrecidas por los mercados de capitales (Knafo y Dutta, 2020).

### **Entre la energía y las finanzas**

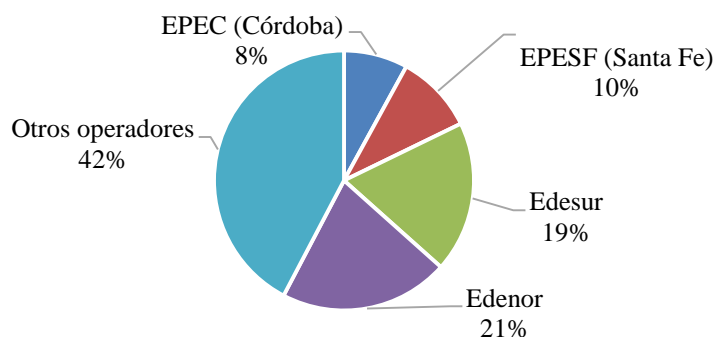
Pampa Energía surgió en el año 2004 como un fondo de inversión denominado Dolphin Fund Management, insertándose en el sector energético a partir de aprovechar la retirada de actores de peso global como las empresas National Grid y Électricité de France. El fin de la convertibilidad entre el peso y el dólar tras la crisis del año 2001 en la Argentina significó importantes transformaciones macroeconómicas e institucionales que llevaron a una retirada parcial del capital extranjero y a una renovada presencia del capital nacional en la estructura económica y particularmente en el sector de servicios públicos (Azpiazu y Bonofiglio, 2006; Gaggero y Schorr, 2017).

Bajo una estrategia que privilegiaba identificar firmas en delicadas situaciones financieras, pero que presentasen un descuento en relación con su valor teórico a partir del flujo de fondos estimados

para las mismas (Autor, 2019), Pampa Energía avanzó a lo largo de toda la cadena de energía eléctrica. Esto llevó a que para el año 2019, concentrase el 21% del segmento de distribución de energía eléctrica (vía Edenor<sup>2</sup>) y el control de la compañía monopólica de transporte de energía de alta tensión (Transener<sup>3</sup>). Edenor es, desde la privatización del sistema energético en el año 1991, la principal empresa de distribución de energía eléctrica, seguida por Edesur, que también opera en la Ciudad y la provincia de Buenos Aires, ubicándose luego las empresas provinciales, con participaciones bastantes por debajo de estos guarismos. Según la Ley N. ° 24.065, del régimen de la energía eléctrica, la distribución de energía eléctrica es una actividad de carácter monopólico, con reserva zonal de mercado.

### Gráfico1

#### Principales empresas de distribución de energía según cantidad de clientes (año 2018, en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia en base a ADEERA (2018)

En relación con la generación de energía, el grupo es el principal operador privado, con el 12% del mercado, sobre todo a partir de

---

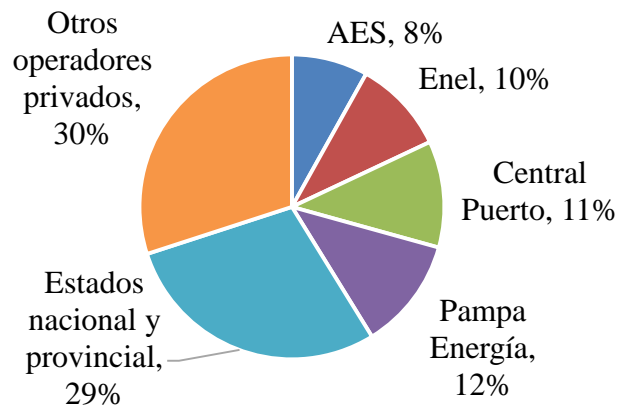
<sup>2</sup> Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A. (Edenor) presta servicio en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y en dieciséis partidos de la provincia de Buenos Aires. Cuenta con 3 millones de clientes.

<sup>3</sup> 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.

firmas de generación térmica e hidráulica. Cuenta también con una creciente participación en los últimos años en el segmento de renovables. La actividad de Pampa Energía en este segmento incluyó una constante ampliación de las plantas térmicas a raíz de las facilidades ofrecidas por el programa Energía Plus lanzando por la Secretaria de Energía de la Nación en el año 2006. Con el mismo se buscaban superar los problemas de abastecimiento y ampliar la oferta de generación de energía (Kozulj, 2005), recompensando con un precio mayor, la nueva energía producida.

### Gráfico 2

**Participación en el segmento de generación de energía según potencia instalada (año 2018, en porcentajes)**



Fuente: Elaboración propia en base a Cammesa (2018)

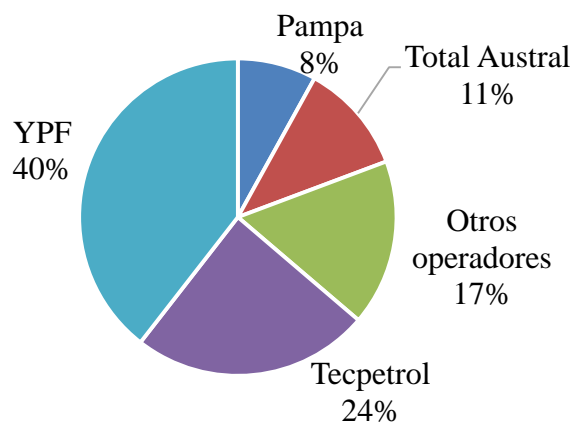
Esta participación en energía eléctrica va a ser complementada con una inserción en petróleo y gas, primero aprovechando el retiro del capital extranjero en el sector y adquiriéndole su parte de Transportadora de Gas del Sur (TGS)<sup>4</sup> al fondo de inversión Ashmore Energy International (AEI). AEI nunca había logrado concretar su desembarco en TGS debido a que no había recibido la aprobación del Estado nacional. Por otra parte, la compañía se encontraba en un default desde el año 2002.

<sup>4</sup> Transportadora de Gas del Sur (TGS) transporta el 60% del gas que se consume en Argentina, con 5,8 millones de usuarios finales. Se trata de un sector monopólico, con cuotas de mercado.

En segundo lugar, la inserción en petróleo y gas incluyó en 2016 la adquisición del paquete accionario de Petrobras Argentina<sup>5</sup>, de esta manera Pampa Energía ganó proyección continental pasando a tener activos del sector energético en Bolivia, Ecuador y Venezuela. Los activos de Petrobras, junto con la propia empresa petrolera del grupo, Petrolera Pampa, le permitieron al holding incrementar su posición en la producción de gas, particularmente tight y shale gas, de carácter no convencional, presente en la formación Vaca Muerta<sup>6</sup>.

### Gráfico 3

#### Producción de gas no convencional según empresa (año 2019, en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Energía de la Nación.

El crecimiento registrado por el grupo, lo llevó a ubicarse desde el año 2008 entre las 200 empresas de mayor facturación del país, ocupando para el año 2018 el puesto número 38.

---

<sup>5</sup> Hasta el año 2016 fue una empresa subsidiaria de la empresa petrolera de capitales brasileños y propiedad mixta, Petrobras.

<sup>6</sup> Yacimiento petrolífero ubicado en la cuenca neuquina que comprende las provincias de Neuquén, Mendoza, Rio Negro y La Pampa, Argentina. Se trata de un yacimiento de tipo no convencional cuyos recursos representarían según la US Energy Information Administration (EIA) el 11% de las reservas de gas y el 6% de las de petróleo.



## Cuadro 1

### Principales empresas del grupo por segmento de actividad

Empresa	Sector	Año de adquisición
Transener	Transporte de electricidad	2004
Edenor	Distribución de electricidad	2005
Hidroeléctrica Nihuiles	Generación de Electricidad	2006
Hidroeléctrica Diamante	Generación de Electricidad	2006
Central Térmica Loma la Lata	Generación de Electricidad	2006
Central Térmica Güemes	Generación de Electricidad	2006
Central Térmica Piedra Buena	Generación de Electricidad	2007
Transportadora de Gas del Sur	Petróleo y gas	2011
Oleoductos del Valle	Petróleo y gas	2016
Petrolera Pampa	Petróleo y gas	(Creada por el grupo)
Refinor	Petroquímica	2016

Elaboración propia en base a memorias de Pampa Energía (2006-2016)

Bajo esta descripción realizada, Pampa Energía podría tratarse de un exitoso caso de una estrategia de especialización en la actividad energética, conducido por un *management* que realizó una correcta lectura de la situación tanto macroeconómica como política, en el marco de una renovada presencia de empresas nacionales en la cúpula empresarial argentina.<sup>7</sup>

Sin embargo, el ascenso del grupo estuvo relacionado principalmente con prácticas vinculadas al mundo financiero (compraventa 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

<sup>7</sup> Se trata de las 200 empresas de mayor facturación del país, excluyendo a las compañías financieras y agropecuarias, salvo aquellas destinadas a la comercialización de granos, sí presentes.

mismo. 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 y la relación de estos con los procesos de financiarización.

El grupo ingresó en la actividad energética bajo la figura de inversión de tipo *private equity*,<sup>8</sup> donde el objetivo pasa por la valorización de las acciones bursátiles de la empresa en el marco de lo que se conoce como “crear valor para el accionista”. Estamos ante un tipo de control corporativo financiero en el cual las decisiones de la empresa se tomaron a partir de estos objetivos (Fligstein, 1990; Lazonick y O’sullivan, 2000). Para ello se recurre al uso de herramientas financieras para evaluar líneas de producción y divisiones, se privilegia la formación de sus directivos en contabilidad y finanzas,<sup>9</sup> y la mirada está puesta no ya en las necesidades de producción de la firma o su incremento de las ventas, sino en aumentar las ganancias de corto plazo y un crecimiento por medio de fusiones y adquisiciones vía endeudamiento.

A partir del año 2006, Pampa Energía pasó a cotizar en el índice Merval<sup>10</sup> (índice de acciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires) y desde 2009 en la New York Stock Exchange (NYSE). 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.

---

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> Esto lleva al grupo a adoptar la estrategia de invertir en sociedades que cuenten con equipos gerenciales sólidos y estables (Pampa Energía, 2006), donde los directores 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).

<sup>10</sup> Este proceso se realizó mediante *reverse merger*, al adquirir una empresa listada en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, pero sin actividad bursátil en ese entonces.

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 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 analizados, el grupo ha tenido una activa política de recompra de acciones. Por un lado, aprovechó la crisis financiera de 2008 para recompra 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.

Sobresale que, a partir del año 2016, Pampa Energía destinó mayores recursos a la adquisición de acciones propias e incluso distribuyó dividendos en 2019 a un nivel que no lo había hecho en años anteriores. Es notable cómo el grupo refuerza la recompra de acciones en periodos de crisis, sosteniéndolo particularmente en los años 2018-2019. Las dificultades macroeconómicas y financieras de los dos últimos años del gobierno de Mauricio Macri provocaron que la cotización de las acciones del grupo valiese la décima parte de lo que valían con anterioridad a estos episodios.

**Cuadro 2**  
**Distribución de dividendos y adquisición de acciones propias según patrimonio neto. Años 2007-2019**

Año	Dividendos/Patrimonio neto (1)	Adquisición de acciones propias/Patrimonio neto (2)	1+2
2007	0,3%	0,0%	0,3%
2008	0,6%	3,8%	4,4%
2009	0,5%	1,0%	1,5%
2010	0,5%	2,6%	3,1%
2011	0,5%	2,4%	2,9%
2012	0,3%	3,8%	4,1%
2013	0,6%	2,3%	2,9%
2014	0,1%	0,0%	0,1%
2015	0,2%	1,4%	1,6%
2016	0,2%	7,7%	7,9%
2017	0,5%	0,2%	0,6%
2018	0,6%	15,5%	16,1%
2019	2,5%	6,3%	8,9%

Fuente: Elaboración propia en base a balances de Pampa Energía (2007-2019)

La recompra de acciones tiene otro objetivo: no afectar la remuneración de los directores del grupo económico. Una parte de los ingresos de estos provienen del “Plan de compensación en acciones”, mediante el cual dicho personal recibe una determinada cantidad de acciones en busca “de favorecer la alineación del desempeño de los empleados con la estrategia de la Sociedad y generar vínculo claro y directo entre la creación de valor para el accionista y la compensación de los empleados” (Pampa Energía, 2018: 161). Esta cuestión se encuentra estrechamente vinculada a lo señalado por Stockhammer (2004), en el marco de lo que se conoce como “la revolución de los accionistas”: cambios

institucionales donde el control corporativo es ejercido por el mercado por medio de planes de pago a los gerentes atado a la cotización de las acciones. Sus efectos generan un *trade-off* entre beneficios y crecimientos que se traduce en una menor actividad inversora (Stockhammer, 2004), reduciendo también la autonomía de los presidentes de las empresas y un mayor control por parte del mercado de acciones (Westphal y Zajac, 1998).

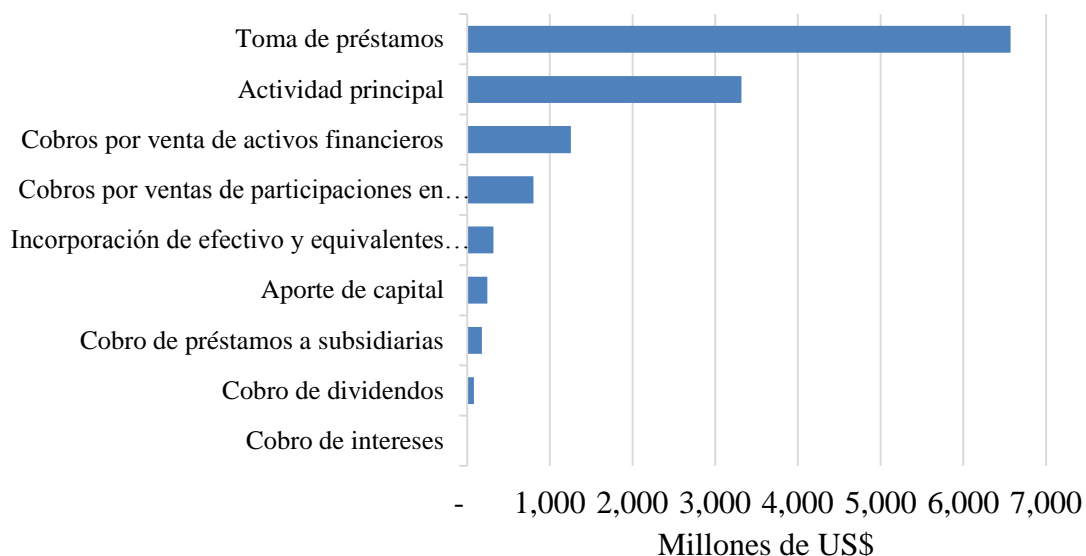
### **Inversión productiva e inversión financiera**

La última cuestión referida a la conformación de Pampa Energía como grupo financierizado remite a la estrategia implementada por él mismo al momento de adquirir paquetes accionarios de empresas, y el eje en la relación existente entre las inversiones de capital y las inversiones financieras. Para esto recurrimos en primer lugar a analizar el flujo de caja del grupo para el periodo 2009-2019, dando cuenta de la relación entre las fuentes de financiamiento utilizadas y del destino de este.

Un análisis del gráfico 4 acerca de las fuentes de financiamiento del grupo nos permite observar que el endeudamiento fue la principal vía de acceso a recursos utilizada por Pampa Energía. Dentro de esta se cuentan tanto la deuda con entidades financieras, bancos, así como la emisión de obligaciones negociables (ON). 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.

## Gráfico 4

## Fuentes de financiamiento de Pampa Energía



Fuente: elaboración propia en base a balances de Pampa Energía (2009-2019)

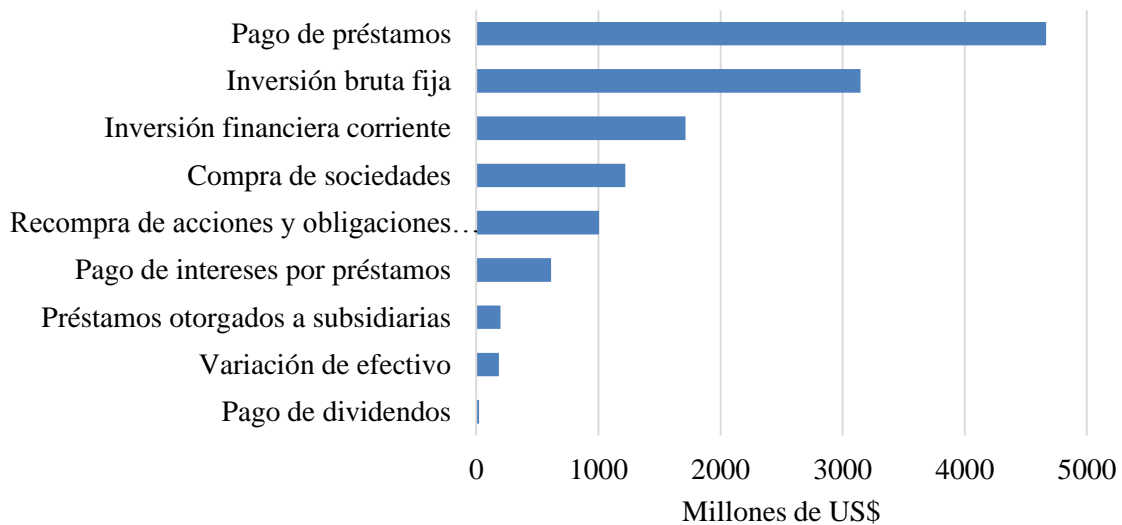
A los fines de este artículo es menester comparar la relación entre el financiamiento vía deuda con respecto a, por un lado, el otorgado por los ingresos de la actividad operativa del grupo y, en segundo lugar, por los aportes de capital realizados. Mientras, como dijimos anteriormente, la deuda ocupa el lugar más destacado, el financiamiento por vía de la actividad principal se ubica a la zaga de esta. Los aportes de capital ocupan un lugar mínimo al lado de los recursos originados en otras fuentes.

El análisis del uso del financiamiento arroja que: una parte destacable del mismo se destinó al repago de deuda contraída, 4667 millones de dólares (mdd), mientras otra parte importante se repartió entre aplicación de capacidades productivas 3146 mdd, aunque no está diferenciada la inversión de reposición de la inversión neta, y otra parte también destacable se destinó a la inversión financiera. Si consideramos a ésta en sentido amplio, es decir tanto la inversión financiera de carácter permanente (compra

de sociedades)<sup>11</sup> como aquella temporal (efectivo, títulos de deuda o recompra de acciones), sus guarismos se ubican por encima de los fondos destinados a la inversión en activos fijos, 4124 mdd versus 3146 mdd.

**Gráfico 5**

**Uso del financiamiento de Pampa Energía**



Fuente: elaboración propia en base a balances de Pampa Energía (2009-2019)

Otro rasgo sobresaliente es que los préstamos intragrupo no parecen tener un peso determinante en el destino de los fondos recaudados. Es destacable que si bien una parte de esta inversión financiera se destina a la compra de activos como títulos de deuda o letras de tesorería, una parte importante también está dedicada a la compra de divisas para atesoramiento, con el objetivo de cubrirse frente a posibles devaluaciones de la moneda local, siendo por ende un costo asumido por las grandes empresas en busca de previsibilidad ante contextos volátiles<sup>12</sup> (Schorr y Wainer, 2018).

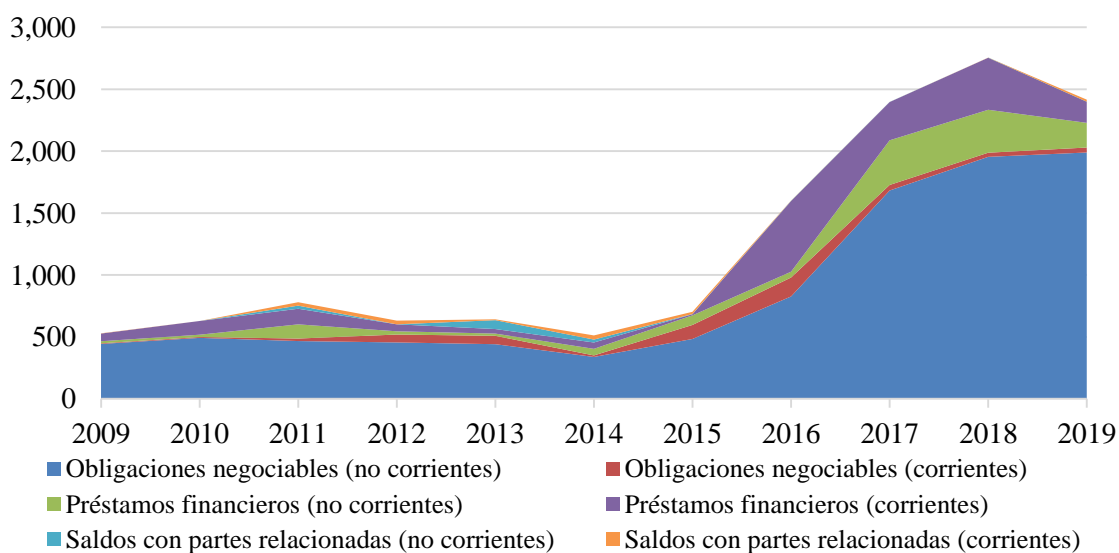
<sup>11</sup> El crecimiento por fusiones y adquisiciones, centralización del capital, se convierte en el mecanismo principal de crecimiento frente a la inversión en capacidades productivas adicionales (Guttmann, 2009).

<sup>12</sup> Esta práctica ampliamente difundida entre los grupos económicos locales explica el carácter subordinado de la financiarización de la economía local.

El destino del financiamiento parece estar vinculado a la evidencia disponible en la literatura sobre el peso creciente que tienen las inversiones financieras en relación a las inversiones reales, y su consecuente cambio en los incentivos de la dirección de las empresas en relación con las decisiones de inversión (Orhangazi, 2008). Esta preferencia por inversiones financieras y el desplazamiento de la inversión en activos fijos por parte del grupo es compartida por firmas de otros sectores como el de la agroindustria y otras actividades primarias en la Argentina (Cassini, Zanotti, y Schorr, 2019).

### Gráfico 6

#### Evolución del stock de deuda financiera del grupo Pampa Energía, 2009-2019



Fuente: elaboración propia en base a balances de Pampa Energía (2009-2019)

Yendo específicamente al rubro de la deuda financiera, un análisis de la evolución de su stock durante los años 2009-2019, arroja en primer lugar la centralidad dada a la emisión de obligaciones negociables, en detrimento de los préstamos bancarios, sean estos corrientes o no corrientes. Dicha preferencia señala un aspecto fundamental de la financiarización en relación a etapas anteriores del capitalismo: “los fondos que se obtienen en el mercado abierto



ganan importancia en relación con los fondos que provienen de los bancos” (Lapavitsas, 2016:16).

El gráfico 3 destaca otro aspecto en torno al financiamiento del grupo y es el crecimiento del stock de deuda a partir del año 2016. Aquí aparecen dos elementos relevantes: por un lado, el trasfondo político y macroeconómico, y por otro, la dinámica del grupo en estos últimos años.

En relación a la primera cuestión, la reorientación de la política económica a partir de diciembre de 2015 implicó desregulaciones en el mercado financiero y en los movimientos de capital hasta entonces vigentes, junto a un discurso que apuntaba hacia mayores niveles de integración financiera con el mundo (Cantamutto, Constantino, y Schorr, 2019; Manzanelli, González, y Basualdo, 2017). Estas cuestiones implicaron en términos financieros una baja del riesgo país tras el acuerdo con los acreedores externos denominados “fondos buitres” y por ende posibilidades de financiarse en moneda extranjera a menores tasas, aunque como reverso, un circuito de acumulación financiera de corto plazo (Rua y Zeolla, 2018). Así, Pampa Energía destinó crecientes ingresos a llevar adelante un *rollover* de su deuda, aprovechando el diferencial de tasas entre deuda vieja y deuda nueva. Para 2019, el 96% de la deuda contraída por el grupo, al igual que sucede en el conjunto de las grandes empresas en Argentina, se encontraba nominada en dólares producto de lo limitado del mercado de capitales local.

Por otra parte, el crecimiento de la deuda también estuvo vinculado a la adquisición del paquete accionario de Petrobras Argentina, en una maniobra de centralización de capital que conllevó una inversión de 900 mdd. De este total solo 213 mdd fueron aportados en efectivo. El capital restante provino de un préstamo bancario, un préstamo de YPF y otro prestamos del grupo EMES, una entidad financiera subsidiaria del grupo, donde también están presentes inversores internacionales.

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 3 nos muestra esta relación en perspectiva compara entre Pampa Energía y el conjunto de las 500 empresas más grandes de la Argentina.<sup>13</sup> Es destacable como en promedio, para los años 2012-2018 el grupo económico se ubica por encima del ratio de endeudamiento de las 500 principales empresas del país. 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.

El otro ratio bajo análisis mide la solvencia entendida como 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 estudiado, entre 2012 y 2018, tanto el grupo como las 500 empresas más grandes del país mantienen los mismos guarismos, aunque Pampa Energía muestra valores más bajos.

---

<sup>13</sup> La elección del periodo bajo estudio remite a la disponibilidad de los datos para las 500 empresas más grandes.

**Cuadro 3**  
**Ratios de solvencia y endeudamiento 2012-2019**

	Pampa Energía		500 empresas más grandes	
	Solvencia	Endeudamiento	Solvencia	Endeudamiento
2012	1,3	3,9	1,8	1,3
2013	1,3	3,4	1,8	1,3
2014	1,3	3,7	1,8	1,3
2015	1,4	2,5	1,7	1,5
2016	1,2	4,5	1,7	1,5
2017	1,5	1,9	1,7	1,5
2018	1,5	2,2	2,0	1,0
Promedio del periodo	1,4	3,2	1,8	1,3

Fuente: Elaboración propia en base a balances empresarios e INDEC

Si pensamos esta situación que venimos analizando, en términos regionales, efectivamente asistimos durante la década de los años 2000 a un incremento de la deuda contraída en dólares por las empresas cotizantes en bolsa de América Latina, ante todo de las compañías brasileras 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 Zone y Gottschalk, 2018)

### **Conclusión**

A lo largo del artículo hemos analizado el proceso de financiarización de empresas no financieras en la Argentina a partir de un estudio de caso, el del grupo Pampa Energía, caracterizado como un holding especializado en el sector energético, pero con prácticas financiarizadas.

Si la financiarización designa aquellos cambios que se han producido en la relación entre el sector empresarial no financiero y los mercados financieros (Orhangazi, 2008), en este trabajo partimos de los aportes de Lazonick y O'sullivan (2000) y Fligstein (1990) sobre el control corporativo financiero y la implementación de las estrategias empresariales a partir del concepto de “crear valor para el accionista”.

Dicha perspectiva teórica nos permitió analizar a Pampa Energía a partir de considerar que el grupo posee un *management* con trayectoria laboral y educativa en el área de finanzas, focalizado en la gestión financiera de las empresas que adquiere y con un crecimiento mediante fusiones y adquisiciones. Dicho *management* no solo está focalizado en la creación de valor para el accionista, sino que su propia remuneración se encuentra atada al desempeño de las acciones del grupo en los mercados financieros.

El financiamiento de las operaciones del grupo hace eje en los mercados abiertos, principalmente por medio de obligaciones negociables aunque también por medio de su cotización bursátil. Aquí se opera el desplazamiento en torno a las formas de financiamiento clásicas, centradas en el crédito bancario (Lapavitsas, 2016). El uso de dichos fondos tiene un destino principalmente en la inversión financiera, tanto en aquella permanente a través de la adquisición de sociedades, como en la de carácter corriente, por medio de compra de títulos públicos, letras de tesorería y moneda extranjera.

Puesto en perspectiva con las 500 empresas más grandes del país, Pampa Energía se destaca por menores niveles de solvencia y un mayor ratio de endeudamiento, mostrando una trayectoria diferenciada en relación a las principales firmas de Argentina en lo referido a su vinculación con los procesos de financiarización. De esta manera, el *holding* energético sobresale entre las empresas líderes en tanto las transacciones financieras ocupan un lugar central en su dinámica y en los beneficios realizados.

## Bibliografía

- Aalbers, M. B. (2008). "The financialization of home and the mortgage market crisis". *Competition & change*, 12(2), 148–166.
- 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*. verso.
- 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". *Documento de Trabajo*, (16).
- Becker, J., Jäger, J., Leubolt, B., y Weissenbacher, R. (2010). "Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A regulationist perspective". *Competition & Change*, 14(3-4), 225–247.
- Boyer, R. (2000). "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis". *Economy and society*, 29(1), 111–145.
- Cantamutto, F., Constantino, A., y Schorr, M. (2019). "El gobierno de Cambiemos en la Argentina: Una propuesta de caracterización desde la economía política". *el@ tina. Revista electrónica de estudios latinoamericanos*, 17(67).
- Cassini, L., Zanotti, G. G., y Schorr, M. (2019). "Estrategias de financiarización en las producciones primarias de Argentina durante los gobiernos del kirchnerismo, 2003-2015". *Ciclos en la Historia, la Economía y la Sociedad*, (53), 195-220.
- Chesnais, F. (2001). *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafíos*. Buenos Aires: Losada.
- Cibils, A., y Allami, C. (2013). "Financialisation vs. development finance: The case of the post-crisis Argentine banking system". *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, (13).

- Demir, F. (2009). "Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets". *Journal of Development Economics*, 88(2), 314–324.
- Duménil, G., y Lévy, D. (2001). "Costs and benefits of neoliberalism. A class analysis". *Review of International Political Economy*, 8(4), 578–607.
- Fligstein, N. (1990). *The transformation of corporate control*. Harvard University Press.
- Froud, J., Johal, S., Leaver, A., y Williams, K. (2006). *Financialization and strategy: Narrative and numbers*. Routledge.
- Gaggero, A., y Schorr, M. (2017). "Las grandes empresas nacionales de la Argentina bajo los gobiernos del kirchnerismo". *H-industri@: Revista de historia de la industria, los servicios y las empresas en América Latina*, (21), 54–75.
- Guttman, R. (2009). "Introducción al capitalismo conducido por las finanzas". *Ola financiera*, 2(2), [http://www.olafinanciera.unam.mx/new\\_web/02/index.html](http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/02/index.html).
- Kaltenbrunner, A., y Paineira, J. P. (2018). "Financierización en América Latina: Implicancias de la integración financiera subordinada". En M. Abeles, E. Pérez Caldentey, y S. Valdecantos (Eds.), *Estudios sobre financierización en América Latina* (p. 33). CEPAL.
- Knafo, S., y Dutta, S. J. (2020). "The myth of the shareholder revolution and the financialization of the firm". *Review of International Political Economy*, 27(3), 476-499. <https://doi.org/10.1080/09692290.2019.1649293>
- Kozulj, R. (2005). "La crisis energética de la Argentina: orígenes y perspectivas". Fundación Bariloche IDEE paper, 7.
- Krier, D. (2012). *Speculative management: Stock market power and corporate change*. SUNY Press.
- 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.
- Langley, P. (2008). *The everyday life of global finance: Saving and borrowing in Anglo-America*. OUP Oxford.
- Lapavitsas, C. (2016). *Beneficios sin producción: cómo nos explotan las finanzas*. Traficantes de sueños Madrid.
- Lazonick, W., y O'sullivan, M. (2000). "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance". *Economy and society*, 29(1), 13–35.
- Manzanelli, P., González, M., y Basualdo, E. (2017). "La primera etapa del gobierno de Cambiemos. El endeudamiento externo, la fuga de capitales y la crisis económica y social". *Endeudar y fugar. Un análisis de la historia económica argentina, de Martínez de Hoz a Macri*, 179–219.
- Orhangazi, Ö. (2008). "Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003". *Cambridge journal of economics*, 32(6), 863–886.
- Pistonesi, H. (2001). *Desempeño de las industrias de electricidad y gas natural después de las reformas: el caso de Argentina*. ILPES.
- Rua, M., y Zeolla, N. (2018). "Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente". *Problemas del desarrollo*, 49(194), 5–30.
- Schorr, M., y Wainer, A. (2018). *La financiarización del capital: estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos*. Buenos Aires: Futuro Anterior.
- Stockhammer, E. (2004). "Financialisation and the slowdown of accumulation". *Cambridge journal of economics*, 28(5), 719–741.
- Torija Zone, E., y Gottschalk, R. (2018). "Patrones financieros y de inversión en América Latina desde la perspectiva del comportamiento

empresarial". En M. Abeles, E. Pérez Caldentey, y S. Valdecantos (Eds.), *Estudios sobre Financierización en América Latina*. CEPAL.

- Westphal, J. D., y Zajac, E. J. (1998). "The Symbolic Management of Stockholders: Corporate Governance Reforms and Shareholder Reactions". *Administrative Science Quarterly*, 43(1), 127. <https://doi.org/10.2307/2393593>

### **Fuentes**

- Informe anual de la Asociación de Distribuidores de Energía Eléctrica de la República Argentina (ADDERA) (2018)
- Memorias y balances de Pampa Energía (2006-2019)
- Secretaría de Energía de la Nación

Recibido 29 de junio 2020

Aceptado 20 de septiembre 2020