
Sobre las estrategias, utilidades y valuación del grupo Garovaglio y Zorraquín durante el siglo XX

● CARLOS NEWLAND*

Instituto Universitario ESEADE

Introducción

Existen muchas perspectivas desde las cuales se puede abordar la historia de la empresa.¹ Pueden describirse, entre otros temas, aspectos organizacionales y de gestión, la acción de emprendedores innovadores o tomadores de riesgo, el tipo de mercado en cuestión (competitivo, monopólico u oligopólico), las relaciones con el entorno político-económico y el sector público, las economías y deseconomías de escala, el desarrollo de redes empresariales y los aportes tecnológicos. En el caso de los grupos económicos, se puede evaluar también su diversificación e interacciones de las distintas firmas que los componen y su acción en mercados globales. Un enfoque adicional a los mencionados es aquel que se ocupa de aspectos financieros-contables, es decir de utilidades, valuación de activos y financiamiento. Aunque la búsqueda de ganancias especulativas como principal motor del accionar del empresariado argentino ha sido postulada por un especialista con gran peso en la disciplina, Jorge Sabato,² los estudios sobre beneficios y rentabilidad no son los más abundantes.³ Pues esta perspectiva brinda un aporte fundamental: el desem-

* Agradezco la ayuda recibida y los comentarios de Lionel Barbagallo, Alfredo Blousson, Norberto Capuano, Martín Cuesta, Juan Pablo Gorostiaga, Daniel González Isolio, Daniel Leonardi, y Federico Zorraquín Vigil.

1. Sobre las temáticas abordadas por la historia empresarial argentina, véase Barbero (2006).

2. Sabato (1988).

3. Principalmente tres autores (Cuesta, Pineda y Lanciotti) han producido estudios que incorporan un análisis de rentabilidad y su relación con el patrimonio o capital: Cuesta (2014); Cuesta (2013); Lanciotti (2011); Lanciotti y Bartolomé (2014); Pineda (2007). Un estudio temprano que incluye un análisis de rentabilidad es Guy (1988).

Fecha de recepción: junio 2014

Versión definitiva: enero 2015

Revista de Historia Industrial

N.º 60. Año XXIV. 2015.3

peño de toda empresa se mide en primera instancia por la comparación de los recursos que utiliza como insumos, en contraste con sus ventas, es decir por sus beneficios. En el tiempo la valuación de una empresa está directamente afectada por los resultados que genera. Toda organización que sistemáticamente obtiene pérdidas tiende a desaparecer y aquella con ganancias persistentes a incrementar su patrimonio. Así, el éxito de una gestión empresarial se refleja tanto en beneficios como en valuación. Por otra parte, las posibilidades de financiamiento externo, vitales en el crecimiento de cualquier organización de cierta dimensión, dependen tanto de sus beneficios como de la existencia de un mercado financiero desarrollado.

Se propone aquí describir la evolución del grupo empresarial argentino Garovaglio y Zorraquín a lo largo del siglo xx a través de su rentabilidad y situación patrimonial. Se parte de una periodización de su itinerario para luego analizar el impacto de las distintas decisiones estratégicas, insertadas en una economía altamente volátil con reglas de juego cambiantes. Para una mejor ilustración del largo periodo cubierto se han elaborado series de indicadores económicos que reflejan los cambios experimentados por la organización en su historia. En la realización de este artículo se ha contado con el acceso a los libros de actas del directorio de Garovaglio y Zorraquín (en adelante GyZ) desde 1926, cuando comenzó a funcionar con su denominación actual. Por otra parte se han obtenido los estados contables, de manera continua desde 1944. Además, se ha podido consultar una memoria inédita redactada por Freddy Zorraquín (a cargo de la firma entre 1955 y 1996), y realizar entrevistas con ejecutivos y empleados que se desempeñaron en el conglomerado desde mediados del siglo xx hasta el presente. A estas fuentes se suman publicaciones bursátiles varias y documentación original del grupo.

Los inicios: la consignataria mayorista, 1900-1926

Garovaglio y Zorraquín presenta en sus antecedentes características comunes a otros holdings empresariales argentinos (Bunge y Born, Bemberg, Fabril y Tornquist) cuyos orígenes se remontan al siglo xix.⁴ Como en los otros casos, el grupo se originó con un inmigrante dedicado al comercio exterior en el contexto de un país con gran crecimiento y una economía abierta. El desarrollo económico propulsó la urbanización, y en especial el crecimiento de la ciudad de Buenos Aires, donde llegaban miles de inmigrantes europeos pertenecientes en general a las clases populares. Unos pocos poseían un nivel sociocultural elevado, como fue el caso de Francisco Garovaglio

4. Véase Barbero (2011), pp. 1-37, y Pineda (2006).

(1857-1927),⁵ quien arribó en 1882 proveniente de Torino.⁶ Garovaglio contaría con la representación de productos de su país para su venta local, entre los que destacaría el vermú Cinzano (una bebida elaborada en Turín), de gran demanda entre la población inmigrante de la península. El italiano, quien adquiriría pronto un buen prestigio comercial, constituyó su empresa eventualmente en 1892 como Francisco Garovaglio y Compañía. El crecimiento de su organización hizo que hacia 1898 contratara como empleado a Federico (Pico) Zorraquín Machain, un joven proveniente de una familia acomodada de Concordia.⁷ Poco a poco, Zorraquín se convirtió en el hombre de confianza de Garovaglio (quien no tenía hijos), actuando en la práctica como su socio. El nacimiento formal de GyZ puede datarse en 1914, cuando el italiano y el argentino se asociaron formalmente creando una firma con un capital de un millón de pesos. En 1926 la compañía se transformaría en Garovaglio y Zorraquín Comercial y Financiera Limitada, con el paquete accionario dividido entre el italiano y el concordense.⁸

Los años entre 1900 y 1926 fueron desde el punto de vista macroeconómico auspiciosos en la Argentina, con la excepción del impacto negativo causado por la Gran Guerra. En un marco general de estabilidad de precios y de tipo de cambio, el producto bruto creció a un promedio del 5% anual.⁹ Aprovechando este contexto, para 1926 GyZ había aumentado notablemente su dimensión: ese momento recibía un sinnúmero de productos importados y locales, en consignación para su venta mayorista, incluyendo bebidas alcohólicas, arroz, yerba, conservas y madera. Pronto fue adquiriendo gran escala la comercialización de azúcar y alcohol producida por ingenios del norte argentino y que la firma distribuía desde Buenos Aires. Sin duda la incorporación de este producto del interior fue una iniciativa de Pico Zorraquín, quien percibió una oportunidad en un artículo local de importancia creciente y con alto consumo interno. Como era usual en los consignatarios, la compañía ofrecía amplios servicios financieros, como adelantos de fondos a sus comitentes, préstamos hipotecarios y descuentos de documentos: el balance contable de la firma de 1926/1927 muestra todo el activo concentrado en el otorgamiento de préstamos y en la intermediación comercial (véase cuadro 1). El 25 de octubre de 1927 Francisco Garovaglio fallecía en el naufragio en las costas de Brasil de la

5. *La Prensa* (29-10-1927), p. 16.

6. Hijo de Santo Garovaglio, un afamado profesor de botánica que fue rector de la Universidad de Pavia.

7. Y que posiblemente poseía algunos conocimientos de comercio exterior, ya que su padre había sido el primer importador de la aduana de Concordia.

8. Incluso antes de esa fecha actuarían como socios en sus negocios, Garovaglio percibiendo un 52,6% de las utilidades y Federico Zorraquín el resto. Acta del Directorio Garovaglio y Zorraquín (28-9-1929).

9. Este promedio sin duda oculta variaciones, en especial las altas tasas logradas al principio del siglo y la caída ocasionada por la Primera Guerra Mundial.

CUADRO 1 • Diversificación y financiamiento del grupo Garovaglio y Zorraquín

	Periodo	1926/27	1944/45	1962/63	1983/84
Dedicación Activo (%)	Consignación y Distribución Azucarera	100	73	64	6
	Explotaciones Agropecuarias		19	18	8
	Empresas Controladas		8	18	86
Patrimonio Neto/Activo (%)		34	41	48	75

Fuente: SACF Garovaglio y Zorraquín, *Balance General al 30 de setiembre de 1926*, Buenos Aires, 1926; «Garovaglio y Zorraquín Ltda.», *Boletín de la Bolsa de Comercio* (29-11-1948), pp. 1128-1142; «Garovaglio y Zorraquín Ltda.», *Boletín de la Bolsa de Comercio* (14-10-1963), pp. 986-1020; «Garovaglio y Zorraquín, Memoria y Balance General», *Boletín de la Bolsa de Comercio* (12-9-1984), pp. 8-19. La dedicación del activo es muy tentativa, ya que tal asignación es difícil por no estar los rubros desagregados en el balance de esta manera.

nave *Principessa Mafalda*, quedando a la cabeza de la compañía Pico Zorraquín. La viuda de Garovaglio, Camila Belli, confiaría plenamente en el concordense, a quien apoyaría en la gestión con su paquete accionario.

La diversificación moderada, 1927-1943

Es bajo la dirección de Pico, un administrador eficiente, laborioso y metódico,¹⁰ que la firma se consolida, iniciando su transformación de ser una importadora y consignataria en un grupo económico. Sería también, a partir de entonces, una entidad controlada societariamente por miembros de la familia Zorraquín y en particular por aquel que actuaba como su máximo directivo.¹¹ El contexto macroeconómico entre 1927 y 1943 fue de estabilidad de precios, aunque con alguna deflación durante la crisis del 30. El crecimiento medio del producto bruto se redujo al 2% anual, una tasa algo menor al promedio para países de América Latina y al de un grupo de países desarrollados no europeos.¹² El balance de la empresa correspondiente a 1935,¹³ el primero detectado

10. Zorraquín Nougés (sf), p. 15.

11. El control del grupo por cada CEO fue consecuencia de que cada directivo facilitó que su hijo mayor varón accediera al control accionario. Tanto por los títulos recibidos, como por el legado de acciones de la Sra. de Garovaglio, Fred terminaría obteniendo el control efectivo del grupo, con más del 40% de los votos. Fredy también recibiría de su padre (con la aprobación de su única hermana y de su madre) las acciones con mayor poder decisorio. Junto con títulos que fue adquiriendo con el tiempo llegaría a poseer el 47% del paquete. Federico, por su parte, obtendría de su padre como donación en 2002 títulos que le permitieron (y permiten) ejercer el rol dominante.

12. Estados Unidos, Australia, Nueva Zelanda y Canadá. Los datos comparativos se han tomado de <http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/orihome.htm>.

13. En todos los casos de citas de balances o memorias se indica el año de cierre de los mismos.

que brinda información detallada, refleja la consolidación de la distribución mayorista y la intermediación financiera, con el azúcar (y su derivado alcohol) tucumano como su componente más importante.¹⁴ Los beneficios seguían siendo generados principalmente por estas dos funciones cuyo alcance se fue incrementado desde 1939 cuando se iniciaron actividades de exportación. Pese a que Pico Zorraquín era un creyente en la concentración de GyZ en la intermediación, en esos años se produce su primera diversificación al ingresar al sector bancario mediante un aporte de capital al Banco Popular de Concordia, dirigido por un hermano de Pico, Ricardo. Más adelante ese Banco se transformaría en el Banco Unido del Litoral, cuya presidencia estuvo a cargo de otro hermano, Alcides. El conglomerado también adquirió participación en el Banco Comercial del Tucumán, una entidad muy vinculada a la producción azucarera que atravesaba un momento crítico, a la que aportó fondos y gerenciamiento. La forma en que se ingresó a estas entidades sería característica del grupo: las compras de empresas fueron casi siempre causadas por oportunidades o solicitudes que aparecían y no por una planificación estratégica.¹⁵

A lo largo de la década de 1940 la conducción empresarial es paulatinamente asumida por Fred Zorraquín, que presentaba un carácter muy distinto a su padre: audaz e impulsivo, le apasionaba iniciar nuevos negocios.¹⁶ Claramente deseaba la diversificación de la compañía en múltiples emprendimientos, con lo que poco a poco fue haciendo que el grupo adquiriera participación accionaria en diversas empresas. Ya en la década de 1930 había logrado que GyZ adquiriera las estancias Saucemelú y Los Bayos, como una oportunidad por su bajo precio causado por la crisis. A estos establecimientos se agregaría un buen número de campos en arriendo en la Provincia de Buenos Aires y Entre Ríos. Los vacunos producidos por los establecimientos ganaderos fueron excelentes, con lo que se generó una fuerte relación con frigoríficos exportadores que demandaban carne de calidad. En 1946 el grupo sumó la estancia La Florida con de 6.400 hectáreas

El desarrollo del grupo: la etapa industrial, 1944-1972

Para 1944 GyZ sofisticó su exposición pública al comenzar a cotizar en la Bolsa de Buenos Aires. Entre los objetivos de la innovación estaba la posibilidad de obtener capital externo por esta vía para sus emprendimientos, a la vez que dar una posibilidad de venta rápida y sin trauma para familiares

14. Acta del Directorio Garovaglio y Zorraquín (28-11-1935).

15. En ambos casos los bancos estaban en una situación financiera difícil, causada por la crisis del 30.

16. Zorraquín Nougues (sf), p. 31.

que quisieran vender sus participaciones.¹⁷ En general los títulos transados del grupo fueron aquellos vendidos por los que los habían heredado, cuya magnitud se incrementada al recibir acciones como parte de los dividendos. Con el tiempo y cuando muchos miembros de la familia enajenaron sus valores aparecería un conjunto de tenedores dispersos y atomizados.

Desde un punto de vista macroeconómico el lapso 1944-1972 se puede caracterizar como de un crecimiento económico razonable: Argentina presentaba una tasa (3,6%) algo mayor al del grupo de países desarrollados no europeos,¹⁸ pero menor al de otros países de América Latina. Por otra parte en el lapso aparece el fenómeno inflacionario en el país, que ya no lo abandonaría en el futuro. Con el golpe militar de 1943 y el advenimiento del gobierno peronista se producirán fuertes cambios en la política económica, al alentarse la producción industrial mediante proteccionismo y crédito subsidiado. A la vez aumentó la presión impositiva sobre el sector agropecuario. Nuevas medidas afectaron gravemente la comercialización del azúcar, al establecerse precios máximos y limitarse las comisiones que podían cobrar los intermediarios. Pese a su antagonismo político con el nuevo gobierno Fred Zorraquín reaccionó rápidamente a las nuevas condiciones imperantes redireccionando recursos hacia inversiones industriales.¹⁹ Así GyZ adquirió participación de plantas productoras de máquinas herramientas y de tambores de acero, laminadoras de hierro y bolsas arpilleras.²⁰ Para 1948 las empresas manufactureras absorbían el 31% de las inversiones del grupo.²¹ La firma también actuó con éxito en la importación de herramientas y maquinaria industrial, en gran demanda por el crecimiento de los establecimientos manufactureros. Esta importación era favorecida por la asignación oficial de divisas, ahora racionadas.

Por sus adquisiciones GyZ pasaría gradualmente a ser un holding complejo consistente en múltiples empresas de las cuales poseía participaciones que le permitían su control efectivo. Para 1963 entre las firmas vinculadas destacaban (en orden de importancia económica) Saiar, dedicada a la producción de termotanques y envases; La Merced, productora de caña de azúcar en Jujuy; Caeba, importadora y comercializadora de electrodomésticos; Imexport, dedicada a la importación y exportación y venta de máquinas herramientas, el Banco Comercial de Tucumán (que en 1965 pasó a denominarse Banco Comercial del Norte), Sacfil, una entidad financiera, y Textilyute, consagrada al hilado y tejeduría de yute (y más adelante de polipropileno).

17. Zorraquín Nougés (sf), p. 34.

18. Estados Unidos, Australia, Nueva Zelanda y Canadá.

19. En 1949 GyZ anunciaba por primera vez una caída en el volumen de su producción cárnica (Acta del Directorio Garovaglio y Zorraquín (4-7-1949).

20. Acta del Directorio Garovaglio y Zorraquín (5-7-1947).

21. *Boletín de la Bolsa de Comercio* (29-11-1948), p. 1130. En sus emprendimientos manufactureros GyZ tendió a utilizar tecnología importada sin realizar desarrollos propios, lo que ha caracterizado también a las otras empresas industriales argentinas.

En 1956 Fred Zorraquín planificó un nuevo emprendimiento industrial de gran alcance y que debía culminar con la producción de un nuevo tractor (con tecnología aportada por Case) que compitiera con el elaborado localmente por Fiat. La producción de maquinaria agrícola se desarrollaba en la Argentina en ese momento en el marco de políticas públicas proteccionistas y de incentivos fiscales y crediticios. Para desarrollar la empresa Fred tomó control de Ryrsa, un establecimiento productor de cosechadoras y laminados, con plantas en Arrecifes y San Nicolás que contaba con más de dos mil empleados.²² A Ryrsa integró mediante la compra de sus activos a Ferrodiene, un establecimiento dedicado a la elaboración de equipos pesados como puentes grúa y motoniveladoras.²³ Según consta en las memorias de su hijo Fredy Zorraquín, la iniciativa fue arriesgada y terminaría absorbiendo ingentes recursos del grupo. Con el tiempo Ryrsa entraría en dificultades operativas afectada por la devaluación de 1962 y por su endeudamiento externo. Sus continuas pérdidas causaron finalmente su cierre, sin haberse podido implementar el nuevo tractor. Por esta situación el holding debió realizar en 1965 el primer *write off* de su historia. Ello tendría algún efecto sobre su prestigio financiero, que era central en su actividad comercial.²⁴ Sin embargo, como fue el caso de otras sociedades de GyZ que quebraron, las consecuencias para esta no fueron catastróficas, al perjudicarse solo por la pérdida de valor de su participación accionaria de la empresa en cuestión.

Pese a la multiplicidad de las empresas y actividades la comercialización del azúcar seguía siendo el principal origen de las utilidades del grupo,²⁵ absorbiendo el 64% del activo (mientras que el resto se dividía en partes iguales entre las actividades agropecuarias y las empresas controladas) —véase cuadro 1—. GyZ continuaba adquiriendo azúcar en los mayores ingenios del norte argentino y también de proveedores del exterior. Normalmente vendía unas 100.000 toneladas anualmente, de las cuales en algunos años exportaba buena parte. Así GyZ con el tiempo desarrolló una fuerte vinculación con traders azucareros mundiales de Europa y Estados Unidos. La participación en el comercio internacional hizo que GyZ también se ocupara del prefinanciamiento de las operaciones comerciales, ya que bancos internacionales le brindaban facilidades para abrir y confirmar cartas de crédito. Seguramente en sus últimos años de vida, al tiempo que gradualmente transfería el control del grupo a su hijo Fredy, Fred terminó en parte dando la razón a su padre y su animadversión a la diversificación, ya que concentró sus energías en desarrollar a

22. Junto con Sud América Cía de Seguros de Vida.

23. Como complemento se adquirió también una participación en la firma Metalúrgica de Tandil.

24. Zorraquín Nougués (sf), p. 75.

25. *Ibíd.*, p. 67.

GyZ como un trader global de azúcar, para lo cual se trasladó a Londres, desde donde comandaba las transacciones internacionales.²⁶

El predominio petroquímico, 1973-1989

El desempeño de la economía argentina en la etapa 1973-1989 fue desalentador. A la vez que se verificaba un crecimiento nulo, la inflación alcanzaba niveles astronómicos y el tipo de cambio real sufría fuertes variaciones. Es en este periodo tan conflictivo cuando el grupo GyZ bajo el comando de Fredy Zorraquín se transforma radicalmente. Lo que había sido hasta entonces su actividad principal, la comercialización del azúcar y sus derivados fue perdiendo relevancia, hasta desaparecer hacia 1985. La razón principal fue que la intermediación que realizaban las consignatarias mayoristas fue reemplazada por redes directas de comercialización y distribución de las compañías industriales azucareras. En 1979 el grupo intentó dedicarse a la comercialización de granos, consciente de que la venta de azúcar no presentaba buenas perspectivas futuras. Para ello construyó tres silos para granos en las cercanías el puerto de Bahía Blanca, mientras un tercero era adquirido en Tucumán: todos sumarían una capacidad de almacenamiento de 42.000 toneladas. La actividad tuvo resultados positivos durante algún tiempo y en 1984 se llegaron a comercializar 230.000 toneladas de grano. Pero el ritmo sería decreciente, lo que hizo que en 1990 la compañía decidiera arrendar a terceros dos de sus silos, para luego discontinuar la actividad.

En 1974 Fredy Zorraquín gestionó lo que sería el mejor negocio realizado por el grupo en su historia y que alteraría cuantitativamente su dimensión. La adquisición del control de Ipako revela su forma rápida de actuar, en medio de un contexto general de caos económico y violencia política.²⁷ En esta acción, en que por la urgencia no se realizó el usual proceso de *due diligence*, Fredy seguía el consejo que siempre repetía su padre: «Hay que invertir en tiempos de crisis».²⁸ La empresa, una productora de polietileno con plantas en Ensenada y Florencio Varela, fue puesta a la venta por Koppers International. La multinacional había decidido abandonar el país temerosa de la situación general: tal era el pánico de sus cuadros gerenciales por amenazas terroristas que solicitaron que la operación se realizara en Montevideo y no en

26. *Ibidem*, p. 45.

27. Violencia también sufrida por integrantes de GyZ. En marzo de 1975 el gerente de planta de Rheem Saiar Carlos Gagey fue secuestrado por los Montoneros, permaneciendo en cautividad durante 40 días. Su reemplazo, Oscar Gervasio Belloso, sería asesinado frente a su familia (presumiblemente por el mismo grupo terrorista) en julio de 1976.

28. Frase registrada por Norberto Capuano.

Buenos Aires.²⁹ La transacción se cerró por una fracción del valor futuro del compañía, 33 millones de pesos (unos 2,7 millones de dólares).³⁰ Junto con Ipako GyZ recibió una participación en el nuevo Polo Petroquímico de Bahía Blanca, una sociedad mixta privado estatal conducida por Fabricaciones Militares que producía etileno y propileno, materias primas para otras empresas que funcionarían en el lugar. Entre ellas estaba Polisur, una productora de polietileno de baja densidad, de la que GyZ pasaría a tener en el tiempo el control absoluto.³¹ En 1980 Ipako compraba por 42 millones de dólares —mediante un crédito conjunto del Bankers Trust, el Banco de la Nación Argentina y el Banco Provincia— una planta flotante para la producción de polietileno lineal. Esta, junto con la planta de polietileno convencional en tierra, comenzó a funcionar en Bahía Blanca en enero de 1982. En 1987 Ipako se uniría con Shell en la empresa Petroken, una planta elaboradora de poli-propileno ubicada en Ensenada. Las condiciones favorables, especialmente en cuanto al reducido costo del etileno, principal insumo de Ipako, fue cambiando a partir de la privatización de Gas del Estado y del Polo Petroquímico. Luego de intentar infructuosamente tomar el control del polo, GyZ traspasó a Dow Chemical sus tenencias accionarias de Polisur y de Petroquímica Bahía Blanca en 1996.

Durante las décadas de 1960 y 1970 el principal banco del grupo había experimentado un crecimiento paulatino en sus activos financieros. En 1965 pasó a denominarse Banco Comercial del Norte para que su nombre expresara mejor su cobertura regional. Para 1972 contaba con 10 sucursales en el norte del país y había logrado la apertura de una sede en Buenos Aires. En la década siguiente la entidad crecería geográficamente, lo mismo que sus utilidades.³² Al mismo tiempo el Banco Unido del Litoral se había consolidado y abierto varias sucursales en Entre Ríos. En 1981 GyZ adquiere una nueva entidad, el Banco Argentino del Atlántico, con sucursales en la costa de la Provincia de Buenos Aires. Las tres entidades del grupo fueron entonces fusionadas bajo el paraguas del Banco Comercial del Norte, cuya casa central se había trasladado de Tucumán a Buenos Aires. Este crecimiento bancario propulsado por Fredy Zorraquín fue acentuado en 1983 con otra de sus adquisiciones agresivas, el Banco Español y del Río de la Plata, una entidad histórica de gran dimensión en crisis, que había sido licitada por el Banco Central. Ahora las actividades bancarias consolidadas del holding tenían escala nacional, con múltiples sucursales a lo largo todo el país. En 1985 la suma de

29. El contrato de compra-venta de las acciones de Ipako fue firmado por Fredy Zorraquín el 1 de julio de 1974, día que falleció el entonces presidente Juan D. Perón.

30. Acta del Directorio Garovaglio y Zorraquín (14-7-1975).

31. Al adquirir en 1992 el 30% del paquete accionario, antes en manos de Fabricaciones Militares.

32. Zorraquín Nougues (sf), p. 77.

los depósitos de todas sus entidades ubicaban a GyZ en el tercer lugar entre las instituciones bancarias privadas. Sin embargo, el crecimiento había sido demasiado apresurado y arriesgado, dos actitudes que no se condicen armónicamente con el sector, especialmente en el marco de la gran inestabilidad económica reinante. Así, poco después las entidades entrarían en crisis discontinuando su operatoria, siendo intervenidas por el Banco Central. La versión del grupo fue que la caída se debió a que el Banco Central no entregó todos los activos y disponibilidades comprometidos en la licitación por el Banco Español y del Río de la Plata, y que además no aprobó su fusión con el Banco Comercial del Norte, dando así una señal pública de confianza en la entidad.³³ Otras opiniones indican que no se había evaluado correctamente la calidad de la cartera de préstamos del establecimiento adquirido.³⁴ Es probable que el mayor factor en la caída fuera que el cambio de gobierno ocurrido en 1984, implicó que ciertas condiciones de ayuda crediticia pactadas en el momento de la compra no fueran mantenidas por las nuevas autoridades del Banco Central.

Mientras que la comercialización azucarera estaba desapareciendo, muchas de las empresas que GyZ controlaba en la década de 1960 continuaban operando con éxito variado, como La Merced, Saiar, Imexport y Textilyute. A estos se agregaban ahora las compañías petroquímicas (Ipako, Polisur y Petroquímica Bahía Blanca), mineras (Cerro Castillo) y aseguradoras (Interamericana). Continuaban también las actividades ganaderas y agrícolas.³⁵ Ello se enmarcaba en un contexto económico local de altísima variabilidad, que pese a su inestabilidad parecía ofrecer algunas oportunidades extraordinarias de desarrollo.

Un nuevo enfoque estratégico y sus consecuencias, 1990-2000

La década de 1990 pasaría a ser la más dramática en la historia de GyZ, con alteraciones extraordinarias en su cartera de compañías y en su valor patrimonial.³⁶ Todo ello en medio de un contexto macroeconómico que parecía un quiebre con la realidad anterior: a la dramática reducción de la inflación y una apertura al comercio exterior se sumó un razonable crecimiento económico medio de casi 4% anual.

33. Véase Acta del Directorio Garovaglio y Zorraquín (10-7-1989).

34. <http://www.lanacion.com.ar/66945-borron-y-cuenta-nueva>.

35. Garovaglio y Zorraquín, «Memoria y Balance General», *Boletín de la Bolsa de Comercio* (12-9-1984), pp. 8-19.

36. Sobre GyZ en esta década, donde se enfatiza que el grupo no participó en las privatizaciones, véase Grebol (sf).

Para 1990 la rama petroquímica de GyZ tenía un predominio absoluto: Ipako representaba el 88% su patrimonio total.³⁷ Ahora el holding dependía enteramente del desempeño de esa firma y sus controladas. Pero la apertura de la economía coincidió con un escenario de precios internacionales de productos petroquímicos muy deprimidos que ocasionaron grandes pérdidas sufridas por Ipako entre 1992 y 1994, a lo que se sumó un desempeño deficitario de Saiar, Interamericana de Seguros y Cerro Castillo.³⁸ La situación del holding pudo superarse por un aumento en su endeudamiento, la venta de la participación de Petroken a YPF, una suscripción de acciones entre sus accionistas, y una profunda reestructuración de los negocios petroquímicos. El proceso fue liderado por el hijo de Fredy, Federico Zorraquín Vigil, quien asumió como CEO de Ipako en 1994. Poco después, en 1995, se transferían las actividades petroquímicas a Dow Chemical lo que aportaría 200 millones de dólares.

La enajenación de los activos petroquímicos generaría una notable situación de liquidez en el holding. En ese momento Fredy Zorraquín, junto Federico, definieron que la próxima gran decisión empresarial no sería ni impulsiva, ni de alto riesgo, sino a partir de un calmo análisis de opciones de negocios con base en las fortalezas de GyZ. Así encargaron un ejercicio estratégico a una consultora internacional (Booz, Allen & Hamilton), con la que concluyeron un conjunto de recomendaciones para su futuro.³⁹ Fundamentalmente concluyeron que por su experiencia y situación reciente GyZ debía preferentemente adquirir firmas existentes de alcance regional o internacional, en sectores que no estuvieran altamente regulados vinculados a la logística de grandes volúmenes, y con alto potencial de crecimiento. Considerando estos factores, el grupo decidió en julio de 1997 optar por el control y la gestión del enorme frigorífico Cepa (y de sus subsidiarias), que era por entonces el mayor exportador de carne del país. La nueva actividad se sustentaría en la experiencia adquirida en la ganadería y en procesos industriales, en el manejo logístico y comercialización de productos primarios, y en las perspectivas para el sector cárnico generadas por la reciente apertura de los mercados internacionales para los productos argentinos. Al mismo tiempo GyZ adquirió, como inversión menor, Repexin, una fábrica de colorantes para plásticos, que se complementaba bien con la planta de polietileno que aun poseía el grupo.⁴⁰ Así, GyZ quedaría posicionado como uno de los mayores productores de compuestos de la industria plástica del Mercosur.⁴¹

37. Sociedad Anónima Garovaglio y Zorraquín, Balance General 1990-1991.

38. Sobre la difícil situación de la empresa en los primeros años de la década de 1990, véase Correa (1994), p. 1.

39. También realizó un trabajo estratégico la consultora local Strat.

40. La venta de los activos petroquímicos a Dow no incluyó la antigua planta de polietileno de Ipako en Ensenada, planta que continuó en operaciones hasta 1998.

41. Sobre la nueva dirección estratégica, véase Sociedad Anónima Garovaglio y Zorraquín, Balance y Memoria 1996-1997.

Lamentablemente para el gran frigorífico el escenario internacional cambiaría drásticamente y casi de inmediato por la devaluación brasileña de 1998, que afectó la competitividad de los productos cárnicos argentinos, y por la reaparición de la fiebre aftosa en 1999. Estos factores limitaron dramáticamente las exportaciones de carne argentina y desmoronaron las ventas de Cepa. La caída del frigorífico hizo que el grupo tuviera que desprenderse de la mayor parte de sus activos, reduciendo dramáticamente su tamaño. Luego del año 2000 GyZ quedaría limitada prácticamente a una única actividad industrial a través de la empresa Rheem⁴² y su producción de artefactos de línea blanca.

Utilidades y desempeño: Una perspectiva de largo plazo

Los descripción cualitativa de los principales periodos en que se ha delimitado la trayectoria de GyZ son ahora complementados con el análisis de sus utilidades y valuación.⁴³ Este enfoque no es posible (al momento) para el primer lapso descrito (1900 a 1926) ya que no se cuenta con los datos contables correspondientes. Información fragmentaria permite inferir que el crecimiento de la firma entre 1914 y 1926 fue notable, de un 15% anual en su capital, lo que implica que las utilidades deben haber sido aún más elevadas, posiblemente de un 20% por año. Estas magnitudes triplican el aumento de la economía en su conjunto: la empresa aprovechaba adecuadamente el contexto favorable para expandir rápidamente sus operaciones. El balance contable del ejercicio 1926/1927 brinda la imagen de una entidad sólida, concentrada en el otorgamiento de préstamos y en la intermediación comercial, representando su patrimonio neto el 34% del activo, es decir la empresa lograba un sensible financiamiento externo para la realización de sus operaciones. Aunque la firma no era pequeña, no era comparable en su tamaño a los grupos económicos de mayor envergadura: su capital representaba una quinta parte del patrimonio de Bunge y Born y un tercio del de Fabril Financiera (véase cuadro 2). A diferencia de estas otras entidades, GyZ todavía no había iniciado actividades industriales, ni agropecuarias.

Durante el inicio del segundo periodo analizado (1927 a 1943) el patrimonio y utilidades de GyZ continuaron incrementando, hasta 1933. En ese mo-

42. Luego de un derrumbe inicial, las acciones de GyZ han ido recuperándose, reflejando su nueva situación patrimonial.

43. Algunos de los términos contables utilizados son Patrimonio (también Patrimonio Neto, la proporción de los activos de la empresa que pertenece a sus dueños o accionistas); Utilidad (también beneficios, la diferencia entre los ingresos y egresos anuales generados por la firma, incluyendo las amortizaciones); Pasivo (la parte del activo que ha sido financiada externamente a la firma); Valuación Contable (el valor del Patrimonio Neto asentado en el Balance) y Valuación Bursátil (el valor de la empresa según la cotización de sus acciones en la Bolsa de Buenos Aires).

CUADRO 2 - Posición relativa (%) de diversos grupos económicos según su capital social 1931-1971

	1931/1932	1953/1954	1970/1971
Bunge y Born	31,4	26,0	30,6
COMEGA	5,2	6,5	11,5
Fabril Financiera	20,9	34,2	28,8
Safico	13,1	2,9	3,1
Sudamericana	10,5	8,7	11,6
Tornquist	12,6	13,4	8,8
Garovaglio y Zorraquín	6,3	8,2	5,5
Total	100	100	100

Fuente: *Guía de Sociedades Anónimas 1931/1932* (Buenos Aires); *Guía El Accionista de Sociedades Anónimas 1954* (Buenos Aires, 1955); *Guía de Sociedades Anónimas* (Buenos Aires, 1972). Dadas las diversas fechas de cierre de los balances y el ritmo creciente de aumento de precios ocurrido en el periodo, los valores del capital social para 1970-1971 se han ajustado por inflación (mensual) por el Índice de precios internos al por mayor (IPIM) del NDEC (véase nota Apéndice estadístico cuadro A.1).

mento comenzó a pesar el impacto de la crisis: las utilidades cayeron a la mitad de su nivel anterior. Para GyZ ello sin duda fue en gran medida consecuencia de las tendencias macroeconómicas, pero también puede haberse sumado cierto impacto negativo de la diversificación hacia los bancos y ganadería, sectores que aportaban ganancias menores a las que ofrecía la comercialización azucarera. Para 1942 del total de las utilidades de GyZ las actividades financieras aportaban el 43%, las comisiones por intermediación el 37%, las actividades ganaderas el 14% y los rendimientos de títulos y acciones el 5%. El contraste con el capital asignado permite un cálculo de retorno por sector: la ganadería rendía un 5,5% sobre los fondos que absorbía, los títulos y acciones el 6,5%, mientras que el área financiera (muy vinculada a su intermediación azucarera) lograba un 10% de retorno.⁴⁴ Para 1945 el comercio del azúcar seguía siendo el predominante en el holding, absorbiendo el 73% del activo, mientras que la ganadería representaba el 19% y las empresas controladas el 8%.

A partir de 1945 y durante todo el gobierno peronista el grupo tuvo un muy buen desempeño, especialmente hasta 1951, con aumento patrimonial real y en el nivel de ganancias. Sin duda fue consecuencia de las nuevas inversiones relacionadas con el desarrollo industrial, propulsadas por medidas proteccionistas y subsidios. Fred Zorraquín destacaba en 1949 con gran satisfacción que la política de diversificación industrial había sido óptima en mantener y elevar los beneficios. Gracias a la estrategia, las ramas del grupo con buen desempeño compensaban a otras más deficitarias.⁴⁵ El nue-

44. Acta del Directorio Garovaglio y Zorraquín (6-4-1942).

45. Acta del Directorio Garovaglio y Zorraquín (4-7-1949).

vo rumbo industrial tuvo un efecto muy positivo sobre la rentabilidad del holding, que se duplicó en términos reales; al mismo tiempo se produjo un salto enorme en su valor patrimonial, que para 1948 pasó a 35 millones de pesos (unos 42 millones de pesos/dólares de 1993).⁴⁶ Por otra parte, las actividades agropecuarias aportaban ganancias exiguas, a la vez que las inversiones correspondientes inmovilizaban una proporción cercana al 20% del patrimonio.⁴⁷

Pasado 1955 se produjo un lapso de involución en la firma hasta 1974, en que coexistió una caída de patrimonio y una baja aún mayor en su valor bursátil. Ello fue consecuencia tanto de la reducción de las ganancias industriales, como de la baja rentabilidad ganadera, la decadencia de las actividades de importación y el resultado mediocre en la comercialización de azúcar. Ninguna de las actividades resultantes de la diversificación estaba destacando en su desempeño como para poder compensar el peor resultado de las otras. La consecuencia fue que para 1963 el valor del holding se había reducido a la mitad del valor que había exhibido en 1948. Dado que en ningún año GyZ dejó de generar utilidades, ello aparenta haber sido a costa de cierta desinversión. Por otra parte, la caída en el valor bursátil de la firma fue común a muchas empresas cotizantes, reflejando un rol cada vez más marginal de la Bolsa en el mercado de capitales argentino.⁴⁸ Para 1963 el patrimonio de GyZ representaba el 48% del activo, lo que denotaba esta dificultad creciente de financiar externamente sus actividades.

Luego de 1973 GyZ dio un salto cuántico al ingresar a la actividad petroquímica, un sector protegido de la competencia externa, y con un bajo precio político de su materia prima.⁴⁹ Las fuertes ganancias logradas permitieron al grupo compensar el bajo desempeño de sus otras empresas, como las bancarias, la comercialización de granos y de azúcar y la minería. Es interesante notar que aunque se fue produciendo un aumento gradual en su valor bursátil que acompañó la subida del valor contable, este se mantuvo en valores bajos: los agentes que operaban en la Bolsa reconocían una mejora sustancial pero no la reconocían en toda su magnitud.⁵⁰ Para 1984 el holding contaba con un capital de 3.100

46. En esos años GyZ también tuvo actuación como importador de productos industriales, tales como electrodomésticos (ventiladores), automóviles y ordeñadoras mecánicas.

47. En la reunión de directorio donde se trató el resultado del ejercicio 1940/1941 consta, en la memoria respectiva y seguramente por indicación de Pico, que la ganadería solo había rendido el 5,2% sobre la inversión realizada, lo que era sin duda una crítica encubierta a las compras de las estancias realizada por Fred. En la misma reunión Fred pidió incorporar otra información que implicaba que el rendimiento ganadero había sido subestimado. Acta del Directorio Garovaglio y Zorraquín (18-10-1941).

48. Sobre el tema véase Schvarzer (1990); Rougier y López (2012).

49. Sobre este tema véase Odisio (2008).

50. Dado que en este grupo, como en muchos otros, el accionista principal (o el grupo familiar) ejercía el control dominante, se podía beneficiar, por ejemplo, de altos honorarios directivos, beneficio que no alcanzaría al resto de los tenedores fragmentados. Asimismo los

millones de pesos (134 millones de pesos/dólares de 1993), habiéndose percibido un aumento extraordinario de su patrimonio en el último lustro. La relación patrimonio/activo era en ese año de 75%; continuaba verificándose la imposibilidad local de financiar actividades empresariales mediante el crédito.

Pasado 1986 comienza la etapa más convulsionada del holding, con impresionantes altibajos en las utilidades. Entre 1986 y 2000 hubo nueve años en que el grupo generó pérdidas (cuyo monto total superó ampliamente a las ganancias) y pese a ello su valor patrimonial fue creciendo, hasta que en 1997 alcanzaba su máximo histórico. La razón fue que el valor de sus empresas petroquímicas se beneficiaron de un aumento extraordinario, especialmente en el marco de la creciente apertura de la economía a las inversiones extranjeras. De nuevo en esos años la valuación bursátil se mantuvo baja respecto al valor contable,⁵¹ mostrando que los agentes externos miraban con cierto escepticismo las posibilidades del grupo de mantener un desempeño destacado. En el corto plazo se equivocaron, pero a mediano plazo tuvieron razón: la última gran inversión del grupo, luego de la venta de sus activos petroquímicos a una multinacional, fue el frigorífico Cepa con su final dramático, que prácticamente consumió el valor del holding.

En todo momento en la compañía existió una actividad central que fue la principal responsable de generación de utilidades: hasta 1970 fue la intermediación de azúcar, y luego la petroquímica. El resto de los componentes de GyZ fueron relativamente marginales y sin su existencia el grupo hubiera continuado funcionando normalmente, y quizá con utilidades más elevadas. Una excepción a este cuadro fue Saiar (actualmente Rheem), la única empresa que continúa en el grupo en la actualidad y que mostró un adecuado desempeño desde sus inicios en 1947 en la fabricación de envases y termotanques.

Consideraciones finales

Para finalizar cabe hacer algunas reflexiones sobre cómo contrasta el comportamiento de los ejecutivos a cargo de GyZ con la imagen que presentó Jorge Sabato sobre los empresarios argentinos. Sabato los describió como maximizadores de ganancias, diversificando con ánimo especulativo sus inversiones a fin de minimizar sus riesgos. Ciertamente el primer miembro de la familia Zorraquín a cargo del holding, Pico, no se identifica con este prototipo por su animadversión a la diversificación y al riesgo. Sin embargo, el actuar de su

dividendos se distribuían generalmente en acciones y no en efectivo, otro factor que restaba interés a la inversión en sus acciones.

51. La baja relación de valor bursátil versus el contable se dio en general para todas las empresas cotizantes en la bolsa en ese periodo, pero sin alcanzar en general ratios tan bajos.

hijo Fred y su nieto Fredy se amoldan a la descripción de Sabato: sus decisiones de inversión en sectores variados eran rápidos y se ajustaban a contextos y oportunidades cambiantes. Sin embargo, no puede decirse que su comportamiento eliminara el riesgo, como lo mostró la quiebra de Rycesa, la caída de los bancos y frigorífico, la baja rentabilidad de sus inversiones agropecuarias y el fracaso en el intento de participar en la comercialización de granos.

El segundo componente de la hipótesis de Sabato es que los grupos empresariales poseían una alta liquidez que les permitía actuar rápidamente ante nuevas oportunidades de negocios. Aquí se encuentra una divergencia con la experiencia de los Zorraquín, ya que no parecen haber contando con un alto volumen de fondos disponibles. Las nuevas iniciativas se hicieron en general mediante la compra de participaciones societarias menores o bien con montos proporcionalmente pequeños. Por ejemplo, el control de Rycesa se logró adquiriendo únicamente el 10% de su paquete accionario.⁵² Solo en un momento de su historia GyZ contó con alta liquidez, lo que ocurrió luego de la venta de los activos petroquímicos. Es sorprendente que la última gran inversión del holding fuera realizada de un modo atípico y con una perspectiva a largo plazo. Sin embargo, la decisión casi llevó al grupo a su desaparición. Finalmente debe señalarse que las inversiones fruto de oportunidades no fueron a corto plazo y todas implicaron un compromiso empresarial de varias décadas (salvo las quiebras, como Rycesa y Cepa).

En alguna medida la falta de liquidez se debió al reducido tamaño del mercado de capitales en la Argentina, un factor frecuentemente mencionado en las memorias del holding y que se refleja claramente en la magnitud de la parte de su activo lograba financiar externamente. Mientras que en 1927 el crédito aportaba el 66% de su activo, esa proporción había bajado al 59% en 1945, al 52% en 1963 y al 25% en 1984.⁵³ Uno de los mayores responsables de esta situación fue la inflación, que junto con políticas regulatorias bancarias, restringieron los fondos disponibles.⁵⁴ En sus memorias Fredy Zorraquín marca como un inicio de las dificultades de acceso al crédito la nacionalización de los depósitos en 1946: por la escasez de fondos el grupo tuvo que vender un campo en 1950 para poder financiar los emprendimientos industriales.⁵⁵ La situación de estrechez financiera fue parcialmente aliviada por los bancos que controlaba la firma, que en casos aportaron fondos de corto plazo ante situaciones de necesidad de efectivo de las empresas asociadas o del holding como tal. Para GyZ tampoco fue en general posible crecer sobre la base de

52. Estas acciones tenían alto poder de voto. Zorraquín Nougés (sf), p. 56.

53. Es posible que parte de la baja se deba a la caída en la importancia de la intermediación y por ende de GyZ como entidad financiera.

54. La inflación afecta a los oferentes de crédito ya que frecuentemente vuelve negativas la tasa de interés. La consecuencia es una reducción del crédito disponible.

55. Zorraquín Nougés (sf), pp. 42, 43 y 65.

captación de capital en la Bolsa de Buenos Aires mediante la oferta pública de acciones, ya que esa posibilidad fue desapareciendo en el mercado.⁵⁶ La obtención de fondos en todo caso se logró principalmente mediante la reinversión continua de parte de sus utilidades, los dividendos entregándose en su mayor parte en acciones y no en efectivo.⁵⁷

En cuanto al resultado del grupo a lo largo de su historia es difícil brindar un juicio equilibrado ya que no existen series largas de otras firmas similares con las cuales realizar comparaciones. Puede en general afirmarse que el comportamiento empresarial de GyZ desde 1926 hasta 1981 fue satisfactorio ya que las ganancias fueron en todos los años positivas. Elevadas hasta 1932, caerían durante la crisis mundial, para luego repuntar entre 1943 y 1962. Sus valores bajarían luego hasta 1971 en que se produjo un rebote y aumento hasta 1981. Durante las décadas de 1980 y 1990 los resultados fueron erráticos, tomando magnitudes positivas y negativas, reflejando tanto la inestabilidad macroeconómica reinante como el resultado de la gestión de los directivos. Otra forma de aproximarse a una evaluación puede efectuarse comparando su capital social con el de otros grupos económicos que actuaron entre 1932 y 1971. En el cuadro 2 se presenta su valor relativo respecto al de varios holdings argentinos, siendo los totales de referencia la sumatoria de los respectivos capitales. Puede observarse que GyZ hacia 1932 cubría el 6,3% de los montos totales: su importancia crecería luego debido a su exitosa expansión industrial y de importación de insumos industriales hasta representar el 8,2% en 1954. Luego se produciría una involución relativa y su peso se redujo al 5,5% para 1971, caída que concuerda con su ausencia de sectores con buena rentabilidad. Después de ese año las comparaciones serían beneficiosas para GyZ por el impacto de fuerte incremento patrimonial debido a la valuación de las empresas petroquímicas: de todas maneras el balance es imposible ya que los otros grupos desaparecieron paulatinamente mientras que el holding gestionado por la familia Zorraquín ha persistido en el tiempo. Ello no es poco: según un especialista destacado en historia empresarial, la supervivencia de una firma en el largo plazo es una incuestionable y quizás la mayor expresión de su éxito⁵⁸.

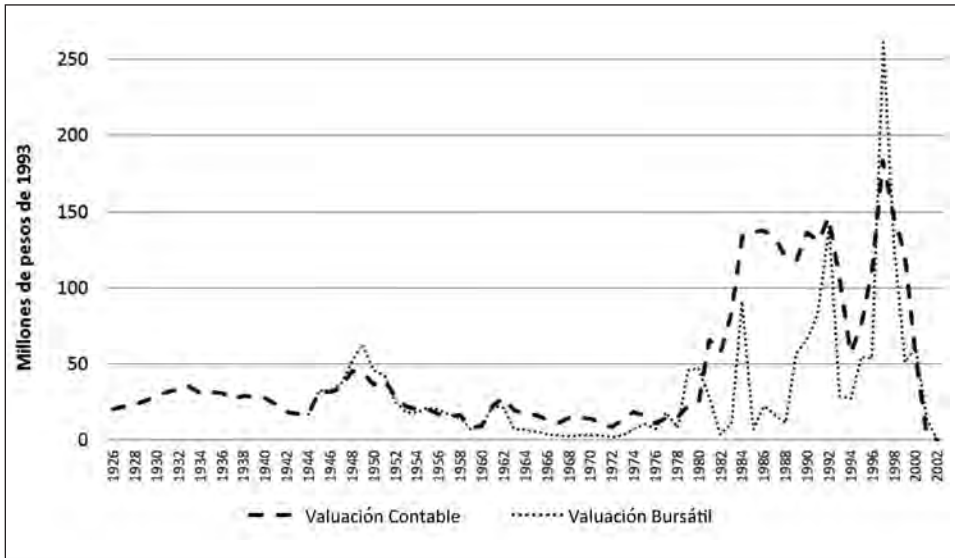
56. Acta del Directorio Garovaglio y Zorraquín (8-7-1974). Existieron dos ofertas públicas de acciones en 1972 y 1992. Los títulos fueron adquiridos por accionistas existentes.

57. «Garovaglio y Zorraquín», *Revista Camoati*, n.º 100 (septiembre 1948), p. 342.

58. Cassis (1997), p. 102.

Apéndice estadístico

GRÁFICO A1 • *Garovaglio y Zorraquín. Valuación Contable y Bursátil 1926-2002*



CUADRO A.1 • Garovaglio y Zorraquín. Indicadores 1926-1999. En promedios anuales de lapsos quinquenales

En Pesos 1993	1926/29	1930/34	1935/39	1940/44	1945/49	1950/54	1955/59	
Utilidad Bruta (B)	328.825	2.758.011	1.432.300	1.509.597	3.518.477	3.274.223	1.666.451	
Dividendos Totales (A)	1.687.368	1.452.296	1.177.022	1.283.096	2.835.387	2.143.701	1.010.133	
en Efectivo (E)	1.687.368	1.452.296	960.568	777.423		1.418.899		
Valuación Contable (C)	22.943.035	32.011.714	29.620.268	20.940.761	37.634.656	29.492.018	15.631.337	
Valuación Bursátil (D)					43.204.743	30.170.479	16.001.593	
Ratios (%)								
Rentabilidad Bursátil (A/D)					5,2	5,5	5,4	
Rentabilidad Contable (B/C)	13,6	8,6	4,8	7,2	9,3	11,1	10,7	
Reinversión Ut. ((B-A)/C)	6,3	4,1	1,6	3,5	7,0	4,6	9,6	
En Pesos 1993	1960/64	1965/69	1970/74	1975/79	1980/84	1985/89	1990/94	1995/99
Utilidad Bruta (B)	2.136.729	656.451	1.710.783	1.992.776	10.881.768	-5.857.400	-12.072.462	2.741.442
Dividendos Totales (A)	1.484.040	462.189	807.258	1.578.247	11.237.947	2.799.727		8.600.537
en Efectivo (E)	24.886	260.602	271.009	361.458	202.686			8.600.537
Valuación Contable (C)	19.354.476	14.227.129	13.246.309	15.760.320	73.316.040	129.193.065	115.013.237	128.008.194
Valuación Bursátil (D)	13.750.500	3.748.262	3.920.877	18.007.180	36.401.415	22.846.526	69.253.679	110.588.527
Ratios (%)								
Rentabilidad Bursátil (A/D)	7,4	8,2	10,9	9,7	15,6	2,2		7,8
Rentabilidad Contable (B/C)	11,0	4,6	12,9	12,6	14,8	-4,5	-10,5	2,1
Reinversión Ut. ((B-A)/C)	10,6	2,6	10,8	10,3	14,6	-4,5	-10,5	-4,6

Fuente: Los montos se obtuvieron a partir de los estados contables y las memorias del grupo Garovaglio y Zorraquín S.A., de las reseñas de la Revista Camoati de los años 1948 y 1954 (año ix, n.º 100, pp. 342-343 y año xv, n.º 172, pp. 256-257), y del Boletín de la Bolsa de Comercio (año 1963, p. 988; y año 1967, p. 3924). La cotización de las acciones se ha tomado de la Revista Camoati (números mencionados), la sección «Resumen Mensual» de abril del Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (1968-1991) y de www.bolsar.com (1992-1999). Los valores hasta 1956 han sido deflactados según el índice de precios internos al por mayor (IPIM) con valores anuales, incluido en Ferreres, O., et al. Dos siglos de economía argentina 1810-2010: historia argentina en cifras, Buenos Aires, 2010 (anexo estadístico). En 1956 se empalma al índice de precios internos al por mayor (IPIM) del INDEC para el mes posterior al cierre de ejercicio (BASE 100=1993) (http://www.indec.gov.ar/principal.asp?id_tema=732). Las cotizaciones desde 1968 se deflactan con los precios del mes posterior al cierre de ejercicio. Por otro lado, para los valores previos a 1956, se deflacta según valores anuales.

BIBLIOGRAFÍA

- BARBERO, María Inés (2006), «La historia de empresas en la Argentina: trayectoria y temas en debate en las últimas dos décadas», en Jorge GELMAN, *La historia económica argentina en la encrucijada*, Buenos Aires, pp. 153-172.
- (2011), «Los grupos económicos en la Argentina en una perspectiva de largo plazo (siglos XIX y XX)», en Geoffrey JONES y Andrea LLUCH (eds.), *El impacto histórico de la globalización en Argentina y Chile: empresas y empresarios*, Buenos Aires, pp. 1-37.
- Boletín de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires* (1968-1991).
- CASSIS, Youssef (1997), *Big Business: The European Experience in the Twentieth Century*, Oxford
- CORREA, Rubén (1994), «Crisis, una escuela que enseña como sortear el abismo», *La Nación* (6-11-1994), 3.ª sec., p. 1.
- CUESTA, Eduardo Martín (2013), «Precios, Salarios, Peronismo y Empresa. El caso del Mercado Central de Frutos de Argentina (1938-1958)», *Anuario del Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo*, n.º 5, pp. 53-80.
- (2014), «Precios, salarios y empresa en la Argentina próspera. El caso del Mercado Central de Frutos (1887-1930)», *H-industri@*, Año 8, n.º 14, primer semestre, pp. 121-152.
- «Garovaglio y Zorraquín Ltda.», *Boletín de la Bolsa de Comercio* (29-11-1948), pp. 1128-1142.
- «Garovaglio y Zorraquín Ltda.», *Boletín de la Bolsa de Comercio* (14-10-1963), pp. 986-1020.
- «Garovaglio y Zorraquín, Memoria y Balance General», *Boletín de la Bolsa de Comercio* (12-9-1984), pp. 8-19.
- «Garovaglio y Zorraquín», *Revista Camoati*, n.º 100 (septiembre 1948), p. 342.
- GREBOL, María Alicia (S/F), «Los grupos Soldati y Garovaglio y Zorraquín durante la etapa de liberalización económica en los años 90: una propuesta metodológica», en: http://www.econ.uba.ar/www/institutos/epistemologia/marco_archivos/XVI%20Jornadas%20de%20Epistemologia/HISTORIA%20DEL%20PENSAMIENTO%20ECON%20MICO%20Y%20METODOLOG%20CDA%20DE%20LA%20HISTORIA/Grebol-LOS%20GRUPOS%20SOLDATI%20Y%20GAROVAGLIO%20Y%20ZORRAQU%20CDN%20DURANTE%20L.pdf.
- Guía de Sociedades Anónimas 1931/1932*, Buenos Aires.
- Guía El Accionista de Sociedades Anónimas 1954*, Buenos Aires, 1955.
- Guía de Sociedades Anónimas*, Buenos Aires, 1972.
- GUY, Donna J. (1988), «Refinería Argentina, 1888-1930: límites de la tecnología azucarera en una economía periférica», *Desarrollo Económico*, vol. 28, n.º 111 (octubre-diciembre), pp. 353-373.
- LANCIOTTI, Norma Silvana (2011), «Inversión británica y redes empresariales: La estructura organizativa y las estrategias de gestión del grupo River Plate Trust, Loan &

- Agency en Argentina, 1881-1962», *Anuario del Centro de Estudios Económicos de la Empresa y el Desarrollo*, n.º 3, pp. 85-126.
- LANCIOTTI, Norma Silvana, y BARTOLOMÉ, Isabel (2014), «Global strategies, differing experiences. Electricity companies in two late-industrialising countries: Spain and Argentina, 1890-1950», *Business History*, vol. 56, n.º 5, pp. 724-745.
- MAJUL, Luis (1993), *Los Dueños de la Argentina*, Buenos Aires.
- ODISIO, Juan Carlos (2008), «El Complejo Petroquímico de Bahía Blanca: una historia sinuosa», *Estudios Ibero-Americanos*, PUCRS, vol. xxxiv, n.º 2, pp. 114-129.
- PINEDA, Yovanna (2006), «Sources of Finance and Reputation: Merchant Finance Groups in Argentine Industrialization, 1890-1930», *Latin American Research Review*, vol. 41, n.º 2, pp. 3-30.
- (2007), «Manufacturing Profits and Strategies in Argentine Industrial Development, 1904-1930», *Business History*, vol. 49, n.º 2, pp. 186-210.
- ROUGIER, Marcelo, y LÓPEZ, Pablo (2012), «El mercado de valores y la financiación de la inversión. La experiencia argentina en la segunda posguerra», *Revista Electrónica de Fuentes y Archivos*, Centro de Estudios Históricos «Prof. Carlos S.A. Segreti», año 3, n.º 3, pp. 124-152.
- SABATO, Jorge (1988), *La clase dominante en la Argentina moderna: Formación y características*, Buenos Aires.
- SACF Garovaglio y Zorraquín, *Balance General al 30 de setiembre de 1926*, Buenos Aires, 1926.
- SCHVARZER, Jorge, (1990), «El mercado bursátil», en: http://www.jorgeschvarzer.com.ar/info/pdf_web/1990/el-mercado-bursatil.pdf.
- ZORRAQUÍN NOUGUÉS, Federico (sf), «Memorias».



On strategies, profits and valuation of the Garovaglio and Zorraquín group during the 20th Century

ABSTRACT

The paper presents a history of the Argentine holding Garovaglio and Zorraquín throughout the 20th century, emphasizing its multiple ventures and the development of its assets and profitability under diverse economic conditions. The trajectory of the group illustrates the results of different strategic approaches, which were inserted into a highly volatile economy with changing rules.

KEYWORDS: Latin America, Corporate Group, 20th Century

JEL CODES: N86, N66, M00, L29



Sobre las estrategias, utilidades y valuación del grupo Garovaglio y Zorraquín durante el siglo XX

RESUMEN

El trabajo presenta una historia del holding argentino Garovaglio y Zorraquín a lo largo del siglo XX. El énfasis se pone en sus múltiples emprendimientos y la evolución de su patrimonio y rentabilidad, en el marco de diversos escenarios económicos. La trayectoria del grupo ilustra los resultados de distintos enfoques estratégicos, que se insertaron en una economía altamente volátil con reglas de juego cambiantes.

PALABRAS CLAVE: Latin America, Corporate Group, 20th Century

CÓDIGOS JEL: N86, N66, M00, L29