



Reestructuración de las empresas en Asia oriental

Fomento de prácticas óptimas

Varias empresas de Asia oriental, agobiadas por la deuda, estuvieron al borde del colapso durante la crisis financiera de 1997. Muchas de ellas, sin embargo, se las han arreglado para evitar el reembolso y la reestructuración, y siguen sobreendeudadas y con una gran inversión en negocios no rentables.

William P. Mako

DURANTE los años noventa, las empresas de Asia oriental obtuvieron grandes volúmenes de crédito y participaron en actividades y mercados que significaron un escaso margen de ganancia o incluso pérdidas. La crisis financiera desatada con la caída del baht de Tailandia, en julio de 1997, hizo difícil, si no imposible, que estas empresas atendieran el servicio de la deuda, lo cual debilitó, a su vez, las instituciones financieras que les habían otorgado préstamos.

Aunque hay un claro vínculo entre las técnicas de reestructuración de empresas y la reestructuración del sector financiero, ha habido escasa reestructuración operativa, y los sectores financiero y empresarial aún deben recuperarse de la crisis. La persistencia de vínculos con negocios marginales y el endeudamiento insostenible han vuelto las empresas, los bancos y las economías nacionales menos competitivos, menos capaces de responder a oportunidades de crecimiento real, y más vulnerables ante crisis futuras. ¿Por qué ha sido tan lenta la reestructuración, y qué pueden hacer las

instituciones internacionales para el desarrollo a fin de facilitar el alivio de las dificultades de las empresas en futuras crisis?

Prácticas óptimas

La reestructuración de empresas y la reestructuración del sector financiero son dos aspectos del mismo problema. El monto de deuda que una empresa puede asumir, y con respecto al cual los prestamistas pueden esperar un servicio de la deuda confiable, se determina según el flujo de fondos de la empresa. De hecho, una empresa no puede cumplir obligaciones de pago de intereses que sobrepasen el flujo de fondos.

Hay diversos modos de resolver el problema de una deuda insostenible, algunos mejores que otros. Lo ideal es que la empresa obtenga nuevo capital y venda los negocios y activos no esenciales a fin de amortizar parte de la deuda, reestructurando al mismo tiempo sus operaciones con miras a incrementar su ingreso y su capacidad de servicio de la deuda. La segunda alternativa es que los acreedores conviertan la deuda en acciones o en bonos convertibles de

más bajo rendimiento. Para evitar el riesgo moral, los acreedores no deben considerar la cancelación contable de la deuda hasta que no hayan agotado todas las demás posibilidades, y deben obtener algún instrumento que les permita beneficiarse de una eventual recuperación. Las prórrogas de plazos pueden ser aceptables, siempre que no tengan el efecto práctico de transformar la deuda en un instrumento financiero con características de capital accionario sin que los acreedores adquieran también derechos como accionistas. También puede ser aceptable reducir la tasa de interés por debajo de la tasa ajustada en función del riesgo, siempre que se rembolsé el capital. Los períodos de gracia en el servicio de la deuda generalmente solo postergan la liquidación de empresas no viables.

Los acreedores de las empresas que se reestructuren deberán constituir reservas para préstamos incobrables que reflejen adecuadamente los efectos en valor actualizado que tengan las reducciones de la tasa de interés, las prórrogas de plazos u otras reprogramaciones de la deuda, y la capitalización y cualquier cancelación contable de la deuda. También deberán crear reservas para posibles pérdidas sobre la deuda remanente, basándose en criterios internacionales orientados al futuro. Si el capital de una institución acreedora ponderado según el riesgo disminuye a menos de cierto nivel (por ejemplo, 8%), el gobierno puede decidir cerrar y liquidar la institución, fusionarla con un socio más fuerte, solicitar capital adicional de los accionistas o recapitalizarla y tomar posesión de ella.

Reacción ante las crisis sistémicas

Indonesia, Corea, Malasia y Tailandia adoptaron alguna variante del “enfoque de Londres” para la reestructuración extrajudicial de la deuda insostenible de las empresas. El enfoque de Londres, promovido por el Banco de Inglaterra durante la recesión del Reino Unido de mediados de los setenta, alienta a los acreedores y deudores a aplicar ciertos principios en los acuerdos de reestructuración extrajudiciales. Sin embargo, hubo grandes diferencias entre los países en cuanto a la magnitud de la protección que proporcionaron a los acreedores y el uso de entidades de gestión de activos públicos para sanear préstamos adquiridos de las instituciones financieras en dificultades.

Indonesia está aplicando dos métodos de reestructuración empresarial. Una entidad de gestión de activos públicos se ha hecho cargo de los préstamos empresariales (un 22% del PIB) de numerosas instituciones financieras en quiebra y está intentando reestructurarlas. En lo que respecta a sumas adeudadas en el exterior (con préstamos externos que representan el 50% de la deuda de la empresa), los prestamistas extranjeros han debido negociar sus propios acuerdos o vender sus créditos. Los acreedores no pueden recurrir a los tribunales para proteger sus derechos.

Corea adoptó un método múltiple de reestructuración de empresas. En 1997, fueron intervenidos 10 de los chaebols con mayores dificultades (grupos de empresas, cada una de ellas generalmente controlada por una familia) fueron intervenidos. Luego, el supervisor financiero de Corea alentó la reestructuración extrajudicial para los grupos con menos dificultades. Un acuerdo entre instituciones financieras locales dispuso un plazo de dos a cinco meses para acordar las reestructuraciones, incluida una moratoria del servicio de la deuda durante las negociaciones; estableció un umbral del 75% para la aproba-

ción de los acuerdos de reestructuración por parte de los acreedores, y creó un comité para dirimir diferencias entre los acreedores. Por último, el Gobierno coreano intentó imponer una mayor disciplina financiera a los grandes chaebols exigiendo que las empresas implementaran programas de mejoramiento de la estructura del capital aprobados por sus principales acreedores, eliminando las garantías cruzadas de la deuda, estableciendo límites de endeudamiento más estrictos e imponiendo multas por transacciones indebidas entre empresas vinculadas. Después del fracaso del programa de autoreestructuración de Daewoo, uno de los mayores chaebols, los acreedores se hicieron cargo de las empresas. El papel de la entidad de gestión de activos públicos se limitó a proveer liquidez bancaria mediante la compra de préstamos en mora con considerables descuentos sobre el valor nominal.

Malasia, al igual que Corea, adoptó un enfoque múltiple. Un comité de reestructuración de la deuda encabezado por el banco central facilitó algunas renegociaciones extrajudiciales, mientras Danaharta, una entidad de gestión de activos públicos había saneado una deuda por valor de 32.000 millones de ringgit, (US\$8.400 millones) de un total de 47.000 millones ringgit, (US\$14.700 millones) de la cartera de deuda de las empresas a mediados del año 2000. Se están rehabilitando unas 200 empresas bajo supervisión judicial, y al menos otras 10.000 se están liquidando.

Tailandia hizo hincapié, al comienzo, en las “reglas de Bangkok” que seguían el modelo de Londres. Después de un comienzo lento, los acreedores fueron inducidos por el supervisor financiero nacional a adoptar un proceso que estableciera plazos para negociar las reestructuraciones. Dos años más tarde, una gran cantidad de casos aún sin resolver están derivando en procesos judiciales de quiebra. Tailandia todavía carece de un régimen eficaz de ejecución de garantías e insolvencia, lo que dificulta los intentos de reestructuración voluntaria. Las entidades de gestión de activos públicos de Tailandia se han centrado en la venta o gestión de préstamos, no en la reestructuración de empresas.

Resultados

Los resultados de la reestructuración de empresas deben medirse conforme a tres parámetros: 1) disuasión a largo plazo de inversiones imprudentes facilitadas por el crédito; 2) estabilización financiera a corto plazo (3 meses) para prevenir la liquidación de empresas que sean viables pese a su alto grado de apalancamiento; 3) reestructuración operativa a mediano plazo (6 a 18 meses) a fin de mejorar la rentabilidad, solvencia y liquidez.

Disuasión. Corea logró inicialmente resultados encomiables en materia de disuasión a largo plazo. El hecho de que los acreedores coreanos hayan podido forzar a muchos chaebols a aceptar la intervención y que hayan ejecutado a Daewoo indican que ningún chaebol era demasiado grande para quebrar. En cambio, las fallas del sistema tailandés de ejecución de hipotecas y declaración de insolvencia estimularon el “incumplimiento estratégico” y los préstamos en mora, que llegaron a representar un 48% del total de préstamos. Tras algunas demoras, Tailandia está logrando avances en reorganizaciones supervisadas judicialmente. En Indonesia, algunos acuerdos de reestructuración propuestos recientemente plantean serios problemas de riesgo moral. En varios casos, si las empresas deudoras pueden rem-

bolsar el capital que deben a la entidad de gestión de activos públicos en un plazo de 12 años (incluido un período de gracia de 8 años), los accionistas que tenían el control de la empresa pueden recuperar el 100% de sus acciones, pese al elevado costo en valor actualizado para aquella entidad. Estos acuerdos, que podrían alentar a otras empresas a endeudarse para financiar una expansión y luego pedir la quiebra crean riesgo moral.

Estabilización. La estabilización financiera a corto plazo no fue un problema para las grandes empresas durante la crisis reciente. En Indonesia y Tailandia, que contaban con marcos legales favorables para los deudores, éstos alcanzaron la estabilización financiera mediante la simple imposición unilateral de una moratoria para el servicio de la deuda. En Corea, donde el marco legal vigente es más estricto, las empresas que colaboraron con los acreedores lo suficiente como para evitar la intervención, fueron estabilizadas mediante moratorias de la deuda y reestructuraciones financieras que incluyeron la reducción de las tasas de interés, prórrogas de plazos, períodos de gracia y capitalizaciones de deuda. En crisis anteriores, la preocupación era que los “nadadores fuertes” fueran arrastrados corriente abajo junto con los más débiles. En esta crisis, miles de pequeñas y medianas empresas quebraron pero pocas de las grandes empresas, ya sean fuertes o débiles, tuvieron que cerrar.

Reestructuración operativa. Tres años después de la crisis, se ha verificado una reestructuración operativa relativamente escasa. Incluso en Corea, donde se ha llevado adelante una mayor reestructuración, los datos proporcionados por el banco central indican que el pasivo de las empresas disminuyó sólo un 1%, mientras que el activo aumentó un 9% entre el final de 1998 y el final de 1999. Evidentemente, los 90 billones de won en nuevo capital que las empresas coreanas recaudaron o ganaron, fue utilizado para adquirir activos, no para la cancelación de la deuda. En las negociaciones extrajudiciales, la proporción de “autoayuda” empresarial con respecto a la reestructuración de deuda fue de 1:4 en el mejor de los casos. Debido al sobreendeudamiento inicial de Corea, no sorprende que los datos de 1999 indiquen una relación entre los flujos de fondos y un gasto en intereses menor de 1,5:1 para un 32% de las empresas, menor de 1:1 para un 23%, y menor de cero (es decir, un flujo negativo) para un 13%.

Explicaciones

Las diferencias entre los cuatro países en cuanto a la cantidad de reestructuraciones financieras y operativas que se han realizado, reflejan principalmente diferencias en la capacidad de los acreedores para trasladar pérdidas a los deudores, la disposición de los gobiernos para trasladar pérdidas a los accionistas de bancos locales y a los contribuyentes, y la tolerancia pública ante los despidos de trabajadores y el traspaso de empresas a manos extranjeras.

En Corea y Malasia, los deudores cooperaron con reestructuraciones extrajudiciales, a veces aceptando una capitalización de la deuda que diluyó la propiedad y disminuyó el control de los accionistas, ya que los acreedores tenían la capacidad —a través

“Tres años después de la crisis, se ha verificado una reestructuración operativa relativamente escasa”.

de síndicos o de administradores especiales— de destituir a los accionistas mayoritarios y los administradores. La falta de incentivos obstaculizó la reestructuración de las empresas en Indonesia y Tailandia hasta que la fatiga negociadora y la recuperación macroeconómica alentó a deudores y acreedores a normalizar sus relaciones.

En el caso de Tailandia, el Gobierno no estaba dispuesto a nacionalizar el sector financiero en su totalidad. Se hizo cargo de más de 50 empresas financieras y de algunos bancos medianos. Para el resto de los bancos privados,

ofreció hasta 300.000 millones de bahts en fondos públicos para recapitalización a cambio de la reestructuración de las empresas, y préstamos para nuevas actividades comerciales. Sin embargo, solo se utilizó la quinta parte de esta suma, ya que los accionistas mayoritarios de los demás bancos privados no estaban dispuestos a que se diluyera su condición de propietarios o a arriesgarse a perder el control. El Gobierno de Tailandia no impuso este programa ni nacionalizó el resto de los grandes bancos, a pesar de que la cantidad de préstamos en mora era de alrededor del 40%. Haber nacionalizado el resto de los bancos en un marco de débiles leyes sobre ejecución de garantías e insolvencia habría mostrado a las empresas deudoras que podían “hacer quebrar” a los acreedores y —a menos que hubiera un reembolso por parte de una entidad de gestión de activos públicos con grandes atribuciones— habría sido sentado un pésimo precedente. El supervisor financiero no toleró excepciones a las normas sobre coeficiente mínimo de capital, pero permitió que los bancos contabilizaran pérdidas por reestructuración empresarial durante un período de dos años y medio. Las reglas liberales que permiten calcular las reservas deduciendo las garantías, con respecto a propiedades generalmente sobrevaluadas, generaron implícitamente una tolerancia adicional. Este enfoque probablemente desalentó la inversión privada en bancos tailandeses y frenó aun más la reestructuración de las empresas.

Aunque los bancos nacionalizados de Corea y las entidades de gestión de activos públicos de Indonesia y Tailandia son adeptos a la reestructuración financiera, han sido lentos en las reestructuraciones operativas. Los gobiernos se muestran reacios a la idea de que los bancos nacionalizados o las entidades de gestión del patrimonio público absorban pérdidas derivadas de la reestructuración operativa de empresas en dificultades, que recaerán sobre los contribuyentes y tendrán que explicarse ante el parlamento.

Los gobiernos se muestran reacios igualmente a la idea de que los bancos nacionalizados o las entidades de gestión de activos públicos despidan empleados o clausuren empresas no viables porque estas decisiones podrían generar protestas y afectar a toda la economía. De hecho, las instituciones financieras controladas por el Estado pueden ser un buen instrumento para apuntalar empresas en dificultades y aplazar la liquidación. Las empresas y sus acreedores también pueden mostrarse reacios a aceptar pérdidas en ventas de activos cuyos valores han disminuido desde el momento de su adquisición. Esta reticencia va a menudo acompañada de un resentimiento hacia inversores extranjeros considerados “buitres”. Es relativamente fácil para los

deudores y acreedores movilizar a los trabajadores y al público para oponerse al paso de empresas a manos extranjeras y a las ventas a extranjeros “a precios de liquidación”.

Evidentemente, los gobiernos deberían reducir al mínimo el costo multianual en valor actualizado de la reestructuración del sector financiero y empresarial. Pero es más fácil decirlo que hacerlo. Los gobiernos suelen sucumbir a la tentación de centrarse en los costos del primer año y confiar en que se produzca algún milagro macroeconómico en los años siguientes para reducir el costo que conlleva resolver las dificultades de los sectores financiero y empresarial.

El papel de las instituciones internacionales

En períodos de crisis se plantean numerosas cuestiones relacionadas con la reestructuración de los sectores financiero y empresarial, incluida la eliminación de obstáculos impositivos, legales y regulatorios; el fortalecimiento de la reglamentación prudencial; el mejoramiento de la supervisión de instituciones financieras; el establecimiento de procedimientos de renegociación extrajudicial; la resolución de diferencias entre acreedores; el mejoramiento de la divulgación de información financiera y del gobierno de las empresas; la elección entre una reestructuración dirigida por bancos o por entidades de gestión del patrimonio público, y la sanción de otras medidas institucionales. Las instituciones internacionales para el desarrollo pueden proporcionar asesoramiento práctico en estos terrenos a partir de la experiencia de crisis anteriores.

Aunque estos temas revisten importancia, los problemas críticos son los que guardan relación con la capacidad de los acreedores para trasladar pérdidas a los deudores, la disposición de los gobiernos para trasladar pérdidas a los accionistas de instituciones financieras locales y a los contribuyentes, y la susceptibilidad ante despidos de trabajadores y el traspaso de empresas a manos extranjeras. Reconociendo lo delicado de estas cuestiones, las instituciones internacionales para el desarrollo deben alentar a los gobiernos a crear redes de seguridad adecuadas y a reconocer el vínculo entre la inversión extranjera y el crecimiento viable. Si las instituciones para el desarrollo no pueden brindar apoyo en las cuestiones más críticas, es poco probable que los avances en otros planos aceleren o mejoren la reestructuración de los sectores financiero y empresarial.

Las instituciones internacionales para el desarrollo deben alentar a los países a implementar una adecuada protección legal para los acreedores. También se ha verificado en experiencias recientes que la negociación y la implementación de acuerdos extrajudiciales puede verse imposibilitada por la oposición de acreedores minoritarios y accionistas públicos. Es por ello que se deben fortalecer las opciones de reorganización con supervisión judicial. Es necesario tener en cuenta una serie de políticas y tradiciones legales diversas, pero los principales objetivos incluyen la implementación de incentivos adecuados para que las empresas viables que atraviesan difi-



William P. Mako, especialista principal en la Unidad de Promoción del Sector Privado de la Oficina Regional de Asia Oriental y el Pacífico, del Banco Mundial.

cultades puedan llevar adelante una reorganización con supervisión judicial, y de criterios confiables para comenzar un proceso de reorganización o para decidir que una empresa debe entrar en proceso de quiebra. Es preferible implementar este tipo de reformas antes de que se produzca una crisis.

La experiencia reciente también indica que los bancos son reacios a tomar medidas que pueden requerir que los bancos reduzcan su capital y por ende se expongan al posible debilitamiento de la propiedad, la disminución del control o la absorción de la empresa. Generalmente se permite cierta tolerancia en la aplicación de las normas durante un período de crisis, por ejemplo implementando una supervisión menos estricta. O bien, como ha ocurrido en Tailandia, el supervisor financiero puede otorgar a los bancos más tiempo para registrar en los

balances pérdidas derivadas de la reestructuración empresarial. Este tipo de medidas, no obstante, puede desalentar el saneamiento de préstamos problemáticos y la inversión en balances poco confiables. Una alternativa más transparente consistiría en exigir un pronto y pleno reconocimiento de las pérdidas derivadas de la reestructuración, y al mismo tiempo ofrecer una tolerancia estrictamente supervisada en la aplicación de las normas sobre coeficiente mínimo de capital. Por ejemplo, el supervisor podría permitir que el capital ponderado en función del riesgo caiga un 8% por un tiempo limitado. Especialmente en situaciones en las que el gobierno ha dado garantías a todos los depositantes, las normas sobre coeficiente mínimo de capital para proteger a los depositantes del riesgo que corren los bancos pierden relevancia. Sería útil que las instituciones internacionales para el desarrollo hicieran notar este aspecto a los organismos internacionales encargados de establecer normas.

En último lugar, y esto tal vez sea lo más importante, las instituciones para el desarrollo podrían ofrecer una evaluación independiente de los costos en valor actualizado, y los efectos de estrategias alternativas para resolver situaciones críticas de los sectores financiero y empresarial. Se debe prestar atención especial a las proyecciones del flujo de fondos y a los requisitos de recapitalización bancaria; a la búsqueda de alternativas para proteger a los trabajadores, proveedores y subcontratistas de empresas en quiebra, y a los efectos que las tasas de interés por debajo de los valores de mercado y otras concesiones en la reestructuración de la deuda puedan tener sobre la competencia en el mercado. El ministerio de economía, con apoyo técnico del supervisor financiero, debe conducir el costoso proceso de reestructuración del sector empresarial y financiero. En la medida en que las instituciones internacionales para el desarrollo puedan proporcionar evaluaciones independientes al ministerio de economía y ayudar a educar al público sobre los costos probables de las alternativas disponibles, pueden facilitar el camino para que dicho ministerio actúe con firmeza y resuelva situaciones de crisis del sector empresarial y financiero con el menor costo para los contribuyentes. **F&D**