

# Fusiones y adquisiciones transfronterizas en Asia oriental

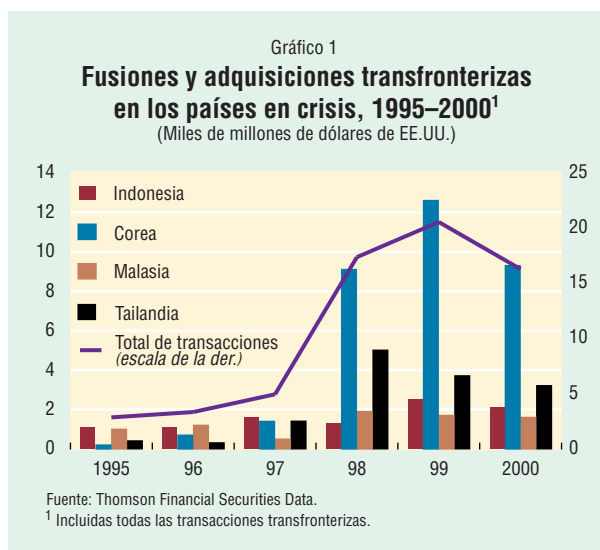
## Tendencias y consecuencias



Las fusiones y adquisiciones efectuadas más allá de las fronteras nacionales han aumentado en Asia oriental, desde la crisis financiera. ¿Qué ha suscitado la nueva ola de operaciones de este género, qué efectos ha tenido y qué ventajas puede ofrecer a las economías de la región afectadas por dificultades financieras?

*Ashoka Mody y Shoko Negishi*

**L**AS FUSIONES de empresas nacionales con empresas internacionales o la adquisición de aquéllas por éstas — fusiones y adquisiciones (F&A) transfronterizas— aumentaron extraordinariamente en Asia oriental tras la crisis del segundo semestre de 1997. Sería prematuro extraer conclusiones de esta experiencia, pero es interesante examinar los elementos de juicio de que se dispone. La nueva serie de F&A fue suscitada por importantes reformas de política económica efectuadas después de la crisis, especialmente en Corea y Tailandia. Hay quienes esperaban que las F&A transfronterizas aceleraran la muy necesaria reestructuración de las empresas y las finanzas, facilitando así la aceleración de la recuperación económica, pero su aporte fue escaso en este terreno. Por otra parte, las operaciones no fueron mayormente depredadoras, como tenían otros observadores. También es importante señalar que se concentraron en sectores de servicios no comercializables, tradicionalmente aislados de la competencia. Las F&A de este género pueden representar beneficios a largo plazo si van acompañadas de medidas encaminadas a facilitar la competencia y mejorar la gestión empresarial.



## Recientes tendencias regionales

En los países en crisis (Indonesia, Malasia, la República de Corea y Tailandia) el monto de las F&A transfronterizas aumentó pronunciadamente, pasando de US\$3.000 millones en 1996 a US\$22.000 millones en 1999, tras lo cual se redujo levemente hasta llegar a US\$18.000 millones en 2000 (gráfico 1). (Salvo otra indicación, las referencias estadísticas a las fusiones y adquisiciones transfronterizas que aparecen en este artículo corresponden a la adquisición de más del 50% del capital accionario por parte de inversionistas extranjeros.) Este aumento refleja en gran medida considerables incrementos en Corea (US\$13.000 millones en 1999) y Tailandia (US\$4.000 millones en el mismo año). En comparación con otros países de Asia oriental, muchas operaciones de F&A transfronterizas correspondieron a inversiones en empresas malasias efectuadas antes de la crisis; sin embargo, dado que el volumen de transacciones de este tipo no aumentó en Malasia después de la crisis, este país ha asumido un papel menos destacado en la materia. En Indonesia, el monto —tradicionalmente reducido— de las F&A transfronterizas se duplicó entre 1998 y 1999, hasta alcanzar los US\$2.700 millones.

A raíz de estos recientes incrementos, las F&A transfronterizas representan una proporción creciente de la afluencia de inversión extranjera directa (IED) a Asia oriental. Las cifras pasaron del 6% al 13% entre 1995 y 1997, y en 1999 se registró otro incremento, que llevó la proporción al 30%. En consecuencia, la tan a menudo mencionada persistencia de la IED durante la crisis obedeció enteramente al acelerado aumento de las F&A, y no a la inversión extranjera tradicional en proyectos totalmente nuevos (los destinados a crear nuevos medios de producción).

La reciente IED basada en F&A refleja el ingreso en sectores de servicios (no comercializables) de empresas con oficinas centrales en el exterior, en tanto que la IED en proyectos ente-

ramente nuevos se destinó primordialmente a la fabricación de bienes para la exportación y sustitutos nacionales de las importaciones. Gran parte de la actividad relacionada con F&A que ha tenido lugar en Asia oriental corresponde a sectores tales como el comercio mayorista y minorista, las transacciones inmobiliarias y los servicios financieros (gráfico 2).

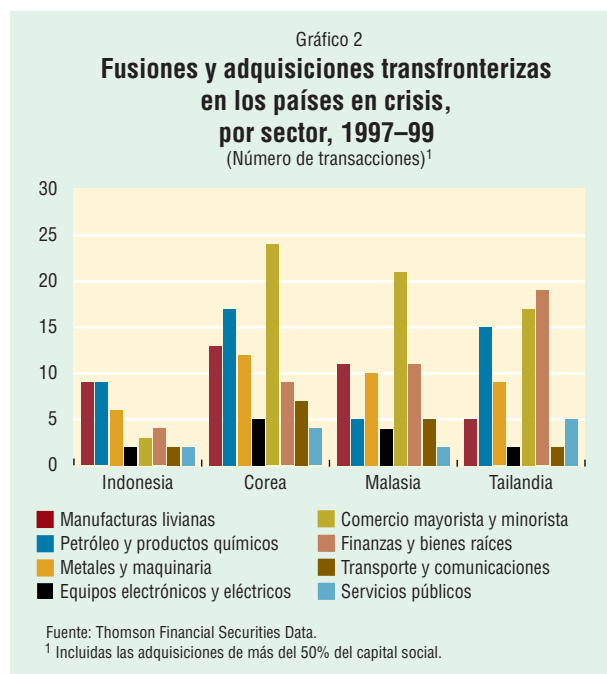
Al penetrar en estas actividades, en gran medida monopolios, la inversión extranjera podría tener importantes repercusiones económicas, al establecer prácticas operativas modernas en las empresas afectadas y crear una mayor competencia en la economía interna. Los datos disponibles sobre América Latina llevan a pensar que la privatización de la infraestructura ha aportado considerables beneficios en materia de productividad y ha dado a los pobres un acceso más expedito a los servicios.

Al verse los sectores de servicios sujetos en mayor medida a la disciplina del capital internacional, Asia oriental se está situando a la altura de otras regiones que han adoptado medidas más enérgicas para atraer la inversión extranjera. En el sector financiero, por ejemplo, la proporción de los activos de Asia oriental sujetos a control extranjero aumentó hasta llegar al 6% en 1999, tras la venta de activos bancarios en dificultades. No obstante, la presencia externa en la región fue muy inferior a la registrada en América Latina (donde la proporción correspondiente fue del 25%) y en algunos países de Europa oriental como la República Checa, Hungría y Polonia (donde la mitad de los activos del sector financiero quedaron sometidos al control extranjero).

## F&A y recuperación económica

Las fusiones y adquisiciones transfronterizas pueden ser beneficiosas para el país en que se realizan cuando impiden la eliminación de activos potencialmente rentables en períodos de crisis financieras internas. Dadas las dificultades del sector financiero de la economía interna, es posible que una empresa endeudada que sufre pérdidas no tenga otra alternativa que caer en la insolvencia a menos que obtenga financiamiento de una entidad externa dotada de suficiente potencial financiero y que confíe en la viabilidad final de la empresa. Comparando la rentabilidad del flujo de caja de las empresas adquiridas antes y después de la adquisición, se concluye que ésta incrementa la riqueza de las empresas en dificultades, y que estos beneficios son mayores en los países donde hay F&A transfronterizas que en los países donde estas operaciones se efectúan internamente. No obstante, las fusiones también pueden suprimir valor, si no se materializan las sinergias previstas entre las empresas fusionadas o si hay incompatibilidad entre la “cultura” empresarial de una y otra parte (véase Ghemawat y Ghadar, 2000). En este contexto revisten especial interés las fusiones transfronterizas realizadas en los países en crisis de Asia oriental.

¿Cuáles han sido los resultados? La información no es concluyente. En el caso de Tailandia, sin embargo, el gráfico 3 muestra una proporcionalidad inversa entre la rapidez de la recuperación y la incidencia de las F&A transfronterizas. Una tendencia similar se ha observado en los casos de Corea y Malasia. En consecuencia, las F&A transfronterizas no parecen haber favorecido la recuperación macroeconómica, que fue impulsada en forma decisiva por el dinamismo de los mercados de exportación y la capacidad de los países de competir en la esfera internacional. Esto no significa, sin embargo, que las



F&A transfronterizas no hayan favorecido sectores clave en dificultades. La información al respecto lleva a pensar que las F&A transfronterizas fueron numerosas en los sectores con mayores dificultades, cuya subsiguiente recuperación fue más lenta. En Tailandia, el 30% de las F&A correspondió a los sectores financiero e inmobiliario, donde la actividad se desaceleró en forma más pronunciada y cuya recuperación fue más lenta que la de todos los demás sectores (gráfico 3); análogamente, el sector del comercio mayorista y minorista se vio gravemente afectado durante la crisis, y su situación sigue siendo difícil. Por el contrario, el sector de los equipos de transporte no se vio obligado a desprenderse de una proporción tan grande de sus activos, debido a su mayor solidez a largo plazo, que se refleja en la capacidad de las empresas de crecer aprovechando oportunidades de exportación.

### Ventas bajo presión

Aunque las F&A pueden tener beneficios a largo plazo, sus consecuencias a corto plazo preocupan a algunos observadores. Entre otras cosas, la adquisición de activos tras una crisis, por parte de inversionistas extranjeros, puede ser depredadora cuando el precio de la transacción es muy inferior al real. Estas ventas de activos a entidades extranjeras a precios inferiores a su valor a largo plazo podrían ocurrir cuando los vendedores padecen una escasez crítica de fondos y hay pocos compradores.

No es fácil confirmar esta tesis. Si bien los precios de algunos activos se redujeron en forma precipitada después de la crisis, no puede afirmarse categóricamente que estos precios hayan sido inferiores al valor a largo plazo de los activos. Krugman (1998) señala que las ventas de activos recientemente efectuadas en Asia oriental pueden interpretarse en dos formas muy diferentes. Los valores de los activos, antes de la crisis, quizás habían subido excesivamente debido a garantías implícitas que en definitiva no se cumplieron, de modo que la crisis habría restablecido el valor apropiado de los activos. En ese caso, los activos se habrían vendido a precios de equilibrio a largo plazo. La otra explicación de las F&A en los países en crisis es que la

excesiva depreciación de la moneda —resultado quizás de un contagio en los mercados internacionales— obligó a las empresas nacionales a vender activos para cancelar deudas a corto plazo. Las empresas extranjeras dotadas de suficiente liquidez adquirieron estas empresas o estos proyectos nacionales, que generarían una corriente de utilidades mayor que los valores de liquidación una vez que el valor de la moneda, en el país anfitrión, vuelva a su nivel de equilibrio. Dados estos supuestos, se transfirió riqueza de la economía interna a extranjeros, que adquirieron activos a precios inferiores a su valor a largo plazo.

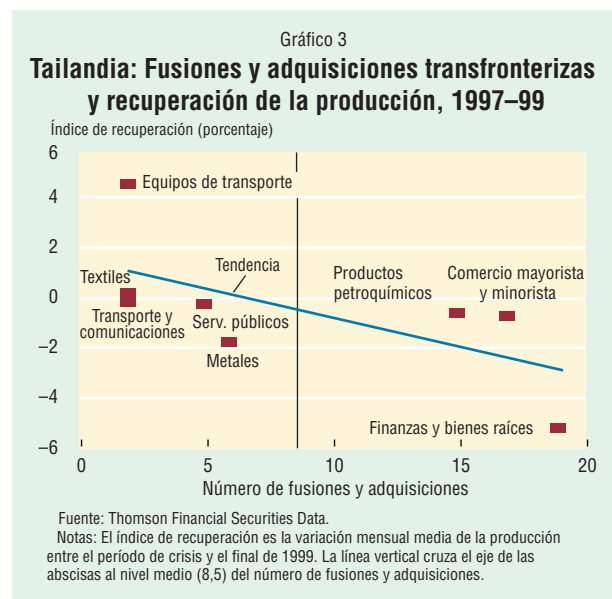
La limitada información de que se dispone es incompatible con la tesis de que un gran volumen de activos se vendió a precios inferiores al valor a largo plazo. El mayor volumen de F&A transfronterizas correspondió a Corea, el país menos afectado por la crisis y el de más acelerada recuperación. El monto de F&A transfronterizas no sólo saltó a un nivel de US\$9.000 millones en 1998, cinco veces mayor que el de 1997; de hecho, en 1999 las cifras siguieron aumentando (38%), pese a que el valor del won se elevó un 15% a partir de 1998. Por lo tanto, cabe pensar que la adquisición de activos por parte de empresas extranjeras ha sido impulsada en mayor medida por las nuevas oportunidades vinculadas a la reforma de la política económica que promovieron las F&A que por el aumento de la liquidez provocado por la depreciación de la moneda. Las amplias diferencias de precio de venta de los activos en dificultades —la gama de precios osciló entre el 25% y alrededor del 80% de su valor contable— llevan a pensar que estos precios reflejan diferencias de calidad de los activos, más que ventas bajo presión.

### Reformas de política económica

Tras las crisis de 1997, Corea y Tailandia adoptaron diversas medidas encaminadas a promover consolidaciones de empresas a través de fusiones y adquisiciones y a liberalizar la inversión extranjera. Estas reformas de política económica han conducido a un acelerado incremento de las F&A transfronterizas. No obstante, en una perspectiva de futuro persisten las dificultades de política económica en aspectos tales como la adecuada gestión empresarial, la política de competencia y la privatización y la regulación bancaria.

**Gestión empresarial.** Se requieren ciertas medidas de política económica para evitar los posibles inconvenientes de las F&A transfronterizas y para que éstas produzcan los mayores beneficios posibles. Adoptar normas más severas para la gestión empresarial puede constituir un mecanismo eficaz para respaldar las F&A orientadas al mercado y hacer que los accionistas logren los máximos beneficios posibles en las empresas fusionadas o adquiridas, al promover un proceso responsable de adopción de decisiones. Mejorar el control de las empresas, el régimen de declaración de información, las prácticas contables y los procesos de emisión de acciones son factores esenciales a los efectos de una mejor gestión de las sociedades.

Corea y Tailandia han adoptado medidas tendientes a aumentar el número de accionistas en condiciones de ejercer sus derechos y, especialmente, reforzar los derechos de los votantes institucionales. Los inversionistas extranjeros han acogido con beneplácito las medidas de Corea encaminadas a la adopción de normas contables internacionales, pues en relación con la adquisición de activos coreanos les preocupaba la valoración de los préstamos en mora. Corea introdujo además nuevas normas que



obligan a las empresas nacionales a dar mayor participación en sus directorios a personas y entidades no representadas originalmente. La enmienda del código de quiebras de Tailandia, en marzo de 1999, es otra de las medidas de promoción de las F&A, al abrir la economía a las fuerzas del mercado. Los nuevos códigos facilitan el control de los activos de los deudores por parte de los acreedores, con miras al reembolso de los respectivos créditos. Los sectores en dificultades financieras que tienen adecuadas perspectivas a largo plazo, como la industria hotelera, han venido atrayendo un mayor volumen de intereses extranjeros a partir de la enmienda de la legislación sobre quiebras.

**Política de competencia.** La consolidación y racionalización logradas a través de fusiones y adquisiciones puede aumentar la concentración en el mercado del país anfitrión. Los responsables de la política económica de los países de Asia oriental tienen vivo interés en mantener un adecuado equilibrio entre competencia y cooperación (véase Mody, 1999). Para lograr este objetivo deben promover una orientación de mercado reduciendo las restricciones burocráticas a la competencia. Un ejemplo reciente de reforma regulatoria que facilita una competencia basada en el mercado es la nueva ley de competencia y precios de Tailandia, introducida en 1999. No obstante, crea dificultades el hecho de que en la “nueva” economía no sería apropiado adoptar un concepto estrecho de competencia. El Gobierno coreano procura que las empresas nacionales inviertan en investigación y desarrollo y formen alianzas estratégicas con empresas avanzadas, pues por ambas vías lograrán mayor competitividad a través de la innovación tecnológica.

**Reforma del sector financiero.** Dado que en los países en crisis gran parte del sistema bancario ha sido estatizado a través de programas de absorción y recapitalización directa, reprivatizar las instituciones financieras nacionalizadas debe seguir siendo un objetivo prioritario. El éxito de los gobiernos en el logro de este objetivo influirá de manera importante sobre la estructura y los resultados a largo plazo de los sectores financieros de las respectivas economías. Los programas de privatización ya han logrado cierto éxito, especialmente en Corea y Tailandia, aunque se han visto afectados en cierta medida por el continuo aumento de los préstamos en mora, cuyo valor es difícil de determinar para los inversionistas potenciales. Además, deben adoptarse medidas a largo plazo para mejorar el régimen de regulación y supervisión del sector financiero.

## Perspectivas a largo plazo

La actividad relacionada con las F&A transfronterizas se encuentra aún en una etapa inicial en las economías de Asia oriental afectadas por dificultades financieras, y sigue siendo de pequeñas proporciones en relación con la escala y el nivel de desarrollo de esas economías. El reciente aumento de las F&A en Asia oriental —especialmente en Corea— puede atribuirse en gran medida a las reformas de política económica que han facilitado la adquisición de activos locales por parte de entidades extranjeras. La adopción de un régimen menos restrictivo en materia de ingreso y propiedad extranjeros y la introducción de normas contables y sistemas de tenencia de acciones internacionales han incrementado en forma exponencial el acceso a los mercados locales por parte de los inversionistas extranjeros y la capacidad de estos últimos de adquirir activos en dichos mercados.

El papel más importante que pueden asumir las F&A transfronterizas sería promover reformas a largo plazo, como reestruc-



**Ashoka Mody (der.), especialista principal, y Shoko Negishi, economista, en el Grupo de análisis de las perspectivas de desarrollo del Banco Mundial.**

turaciones operativas y reasignación de activos en empresas. La participación extranjera a través de F&A podría también resultar más eficaz desde el punto de vista de la eficiencia, la competitividad y la adecuada gestión de las empresas (véase UNCTAD, 2000). En este contexto, la inversión extranjera directa en forma de F&A transfronterizas puede cumplir un papel importante en la reestructuración y continuo desarrollo de las economías de Asia oriental afectadas por dificultades financieras. **F&D**

---

*Este artículo se basa en el estudio de los autores titulado “Cross-Border Mergers and Acquisitions and Asian Restructuring”, presentado en el 2000 en el marco de la serie de seminarios de la Red sobre Reducción de la Pobreza y Gestión Económica (PREM) del Servicio de Asesoría sobre Inversión Extranjera del Banco Mundial y se publicará próximamente en Resolution of Financial Distress, edición a cargo de Stijn Claessens, Simeon Djankov y Ashoka Mody (Instituto del Banco Mundial).*

### Bibliografía:

Pankaj Ghemawat y Fariborz Ghadar, 2000, “The Dubious Logic of Global Megamergers,” *Harvard Business Review*, vol. 78 (Julio/Agosto), págs. 64–72.

Robert S. Harris y David S. Ravenscraft, 1991, “The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market,” *Journal of Finance*, vol. 46, No. 3, págs. 825–44.

Edith S. Hotchkiss and Robert M. Mooradian, 1998, “Acquisitions as a Means of Restructuring Firms in Chapter 11,” *Journal of Financial Intermediation*, vol. 7, págs. 240–62.

Jun-Koo Kang, 1993, “The International Market for Corporate Control: Mergers and Acquisitions of U.S. Firms by Japanese Firms,” *Journal of Financial Economics*, vol. 34, págs. 345–71.

Paul Krugman, 1998, “Fire Sale FDI,” disponible en <http://web.mit.edu/krugman/www/FIRESALE.htm>.

Ashoka Mody, 1999, “Industrial Policy After the East Asian Crisis: From ‘Outward Orientation’ to New Internal Capabilities?” Documento de trabajo sobre investigaciones relativas a políticas de desarrollo No. 2112, (Washington: Banco Mundial).

United Nations Conference on Trade and Development, 2000, World Investment Report 2000: Cross-Border Mergers and Acquisitions and Development (Ginebra: UNCTAD).