

Políticas públicas, disponibilidad de capital e internacionalización de empresas en América Latina: los casos de Argentina, Brasil y Chile

Diego Finchelstein¹

Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (Conicet), Argentina

Resumen

Recientemente el fenómeno de la internacionalización de empresas desde países en vías de desarrollo ha tomado un nuevo impulso. A través de un análisis cualitativo de tres países de América Latina, se intenta contribuir al estudio de dicho fenómeno conectando la internacionalización con la disponibilidad de capital y el rol del Estado para incrementar este bien. Se han encontrado formas directas e indirectas de fomentar la disponibilidad del capital. Brasil es el país en donde ha habido políticas más activas para promover la disponibilidad de capital y el que posee un mayor número de empresas internacionalizadas. Chile tuvo resultados favorables con políticas indirectas dirigidas a fortalecer el mercado de capitales. Argentina no tuvo políticas consistentes y obtuvo magros resultados.

Palabras clave: América Latina, banco de desarrollo, internacionalización de empresas, mercado de capitales, política económica, políticas públicas, sistemas de pensión.

Public Policies, Capital Availability and Firms' Internationalization in Latin America: The cases of Argentina, Brazil and Chile

Abstract

In the last years the internationalization of firms from developing countries has started gaining increased attention. This research attempts to contribute to the study of the process of firms' internationalization by analyzing three Latin-American countries and connecting this phenomenon with capital

1. Correo electrónico: dfinchelstein@gmail.com. Artículo recibido el 7 de noviembre de 2011 y aprobado en su versión final el 25 de marzo de 2012.

availability and state actions to promote capital. Both direct and indirect policies have been used to encourage capital availability. Brazil is the country in which the state has intervened more actively and directly to increase capital availability and it is the most successful case in terms of firms' internationalization. Chile also obtained a favorable outcome by using indirect policies to strengthen the capital market. Argentina lacks a consistent set of policies and, as a result, had a relatively poor performance in the internationalization of its firms.

Keywords: Development bank, capital market, firms' internationalization, Latin America, pension systems, political economy, public policies.

Siglas usadas

AFP	Fondo Privado de Pensión (Chile)
AFJP	Fondo de Pensiones Administrado Privadamente (Argentina)
Banade	Banco de Desarrollo Argentino
BNDES	Banco Nacional de Desarrollo (Brasil)
BNDESPar	Banco Nacional de Desarrollo Participações (Brasil)
I & D	Investigación y desarrollo
IEDe	Inversión extranjera directa hacia el exterior
EMN	Empresa multinacional
PBI	Producto Bruto Interno
PT	Partido de los Trabajadores (Brasil)

1. INTRODUCCIÓN²

En los últimos años, un fenómeno interesante ha comenzado a forjarse en el ámbito empresarial internacional. Empresas con origen en países en vías de desarrollo empiezan a tener una mayor trascendencia en la economía mundial. Ellas no solo desafían el predominio que tradicionalmente han tenido las firmas de los países desarrollados, sino que en muchos casos estas últimas son adquiridas por aquellas de los países emergentes. Casos como el de la china Lenovo comprando la división de ordenadores de IBM o el de la brasilera JBS-Friboi absorbiendo la Swift norteamericana, son solo algunos ejemplos célebres de un proceso que se ha consolidado recientemente.

La trascendencia del fenómeno de la internacionalización de empresas es importante tanto por el crecimiento que observamos en la actualidad como por el hecho de que las empresas internacionalizadas pueden contribuir al desarrollo del país, ya que incrementan la investigación y el desarrollo (I & D) y contratan personal más calificado donde están sus casas matrices³. Debido a su tamaño y nivel de consolidación, las empresas que se internacionalizan también garantizan la permanencia de empresas locales en un contexto global en donde las empresas multinacionales (EMN) desafían la continuidad de una base empresarial doméstica (Cowling y Tomlinson 2005; Gilpin 2001) y en muchos casos han efectivamente desplazado a las firmas locales (Briner y Schorr 2002; Huang 2003).

El siguiente estudio intenta comprender qué factores movilizan la internacionalización de empresas⁴ en América Latina. La mayoría de los trabajos que intentan explicar la expansión de las empresas de la región están basados en las capacidades individuales de cada firma (Kosacoff y otros 2001; Sull y Escobari 2004; Ghemawat 2007) o bien son primordialmente descriptivos (Santiso 2008; ECLAC 2006). Este artículo brinda un análisis comparativo entre tres países latinoamericanos, enfatizando los problemas con respecto a la disponibilidad del capital que poseen todas las empresas de cada caso. Por tanto, este estudio trasciende el enfoque basado en las capacidades individuales de cada firma y simultáneamente provee un argumento para entender los diferentes resultados en cuanto a la internacionalización de empresas en Argentina, Brasil y Chile⁵. La hipótesis de esta

2. El autor agradece a Ben Ross Schneider, Susan Perkins, Jim Mahoney, Victor Shih, Inés Finchelstein, Sebastián Burca y Andrés López por su ayuda y comentarios a versiones previas de este trabajo.

3. Por ejemplo, en el caso argentino dos de las empresas internacionalizadas más importantes (Bagó y Techint) reinvierten parte de sus utilidades para realizar I & D en el país.

4. En este trabajo se entiende por empresas internacionalizadas a aquellas firmas que proveen algún tipo de actividad productiva en el exterior. Aquellas que solo exportan desde el país no son consideradas como internacionalizadas para los fines de esta investigación.

5. Aquí no se niega el valor de los análisis descriptivos o individuales. Por el contrario, se los puede considerar como complementarios. Ellos conciben las capacidades de *entrepreneurship* para el éxito de una firma, elemento esencial para la internacionalización. Sin embargo, para entender la diferencia entre los tres países, una explicación que vaya más allá de las capacidades individuales es necesaria. El presente trabajo ofrece una que es útil para entender este fenómeno.

investigación es que las acciones estatales para fortalecer la disponibilidad de capital tienen un alto valor explicativo para entender las diferencias entre los tres países bajo estudio. El acceso al crédito resulta esencial para llevar a cabo una internacionalización exitosa, especialmente considerando las ventajas que tienen las EMN de países desarrollados en esta área. Debido a que la disponibilidad de capital ha sido un problema histórico para las empresas latinoamericanas, las acciones estatales para facilitar el acceso al capital son determinantes.

La selección de los países resulta justificada desde diferentes dimensiones. En primer lugar, ellos están entre los más importantes de la región utilizando diversos indicadores. Por ejemplo, Brasil es el país más grande de la región, mientras que Argentina ocupa el tercer lugar en territorio y Chile el sexto. Asimismo, mientras que Brasil es el país con mayor inversión extranjera directa hacia el exterior (IEDe) y Chile el tercero, Argentina posee en la actualidad pobres resultados, pero ha sido un pionero en cuanto a la presencia internacional de sus empresas y hasta la década de 1990 era uno de los mayores contribuyentes de la región en términos de IEDe. Finalmente, el rol del Estado y la disponibilidad de capital presentan interesantes variaciones, haciendo el análisis comparativo aun más fructuoso. Como se detallará en las próximas secciones, el Estado brasileño tuvo un papel más activo a través de la dinámica participación de su Banco Nacional de Desarrollo (BNDES); en cambio, Chile siguió un modelo basado en instituciones promercado que fortalecieron su mercado de capitales, modelo que en última instancia también favoreció la expansión internacional de sus empresas; Argentina, por su parte, fue uno de los países que implementó las reformas liberales de manera más radical (Haggard y Kaufman 1995; Torre 1998; Oszlak 2003), pero a partir de allí ha tenido un camino más errático y con resultados poco satisfactorios.

El artículo está dividido en siete secciones. En la siguiente se explicitarán los diferentes mecanismos por los cuales el Estado puede influir sobre la disponibilidad de capital para firmas domésticas, así como el papel clave que dicha disponibilidad tiene para la internacionalización de empresas. Luego se procederá a describir el **estado de la situación** en cuanto a la internacionalización de empresas en cada país: Brasil es el que ha tenido una mejor performance y posee las firmas internacionalizadas más consolidadas en el mercado mundial; Chile ha tenido también un crecimiento notable en esta dimensión y sus empresas se han convertido principalmente en importantes actores dentro de la región; y en Argentina, mientras tanto, el resultado ha sido negativo, disminuyendo la cantidad de empresas con actividad en el exterior. Las secciones cuatro, cinco y seis examinan en forma detallada e individual lo acontecido en cuanto a la disponibilidad de capital en cada país. En la séptima y última se realizan algunos comentarios finales a modo de conclusión.

2. POLÍTICAS ESTATALES, DISPONIBILIDAD DE CAPITAL Y EFECTOS SOBRE LA INTERNACIONALIZACIÓN DE EMPRESAS

La internacionalización de empresas provenientes de países en vías de desarrollo ha suscitado un gran interés en los últimos tiempos (Goldstein 2007; Santiso 2008; ECLAC 2006; Cuervo-Cazurra 2007; Guillén y García-Canal 2009; Chudnovsky y López 2000; Cyrino y Tenure 2009; Bianchi 2009; Schneider 2009). En el caso de América Latina, el acceso al crédito merece especial atención. Tradicionalmente los países de la región han sufrido problemas para generar disponibilidad de capital para sus firmas. Como el capital ha sido históricamente un bien escaso, las empresas latinoamericanas tenían una clara desventaja para competir en el mercado internacional contra pares de países desarrollados con mayores facilidades para obtenerlo.

Las reformas de mercado acentuaron los desafíos para las firmas de la región puesto que la apertura las exponía directamente a la competencia con EMN con mejor acceso al crédito. Esto resulta de extrema importancia para las compañías cuyo fin era expandirse hacia el exterior. Por ende, debemos prestar especial atención a las políticas que cada país implementó para mejorar el acceso al capital después de las reformas. Esta investigación tiene como hipótesis que los países en donde hubo políticas deliberadas y viables para mejorar la disponibilidad del capital tienen un mejor desempeño en cuanto a internacionalización de empresas.

Desde el Estado se pueden aplicar diferentes estrategias para mejorar la disponibilidad de capital para las firmas domésticas. La forma más directa es a través de la banca pública. El banco de desarrollo y/o industrial del país sería el encargado de focalizar eficientemente esos créditos hacia ciertas empresas o actividades con mayor potencialidad. Y, si el Estado está determinado en su política de internacionalización, podría incluso hacer que el banco tenga a este tipo de firmas como una de sus prioridades en cuanto al otorgamiento de créditos. Dichas políticas tienen un efecto directo sobre la internacionalización, ya que reducirían los costos del acceso al capital, lo cual es uno de los desafíos más grandes que tienen las empresas latinoamericanas que deciden expandirse al exterior⁶.

También existen formas menos directas de mejorar la disponibilidad del capital. Las señales que da el Estado son cruciales para el fortalecimiento del mercado de capitales. Como afirma Pauly (1988), el Estado es un actor clave para entender los cambios en el mercado de capitales. Aun en los casos donde existe presión internacional de organismos multilaterales, el Estado aún tiene control sobre la liberalización financiera (Lavelle 2001).

6. Incluso inducirían a una mayor internacionalización, dado que algunas firmas se aventurarían a invertir en el exterior a fin de acceder a estos créditos especiales.

Esto hace que el comportamiento y los incentivos públicos tengan efectos significativos sobre el fortalecimiento del mercado de capitales o sobre la falta de ello. El impulso para hacer mejoras en los sistemas de gobernanza corporativa imponiendo reglas de juego más claras y fiscalizadas es un ejemplo en este sentido. Dado que la inestabilidad institucional de los países en vías de desarrollo eleva sus costos de transacción (Khanna y Palepu 1997), las acciones estatales para mejorar el ambiente de negocios y la predictibilidad podrían reducir dichos costos. Esta predictibilidad aumenta la confianza en el mercado de capitales local. En efecto, entonces, la transformación del mercado de capitales posee efectos positivos para el proceso de internacionalización de las firmas, dado que incrementa el capital disponible y las oportunidades de financiamiento para las mismas.

Otras políticas también pueden inducir un mayor dinamismo en el mercado de capitales. Como se verá en los casos de Argentina y Chile, la reforma del sistema de pensiones es una de esas alternativas. Efectivamente implementado, el cambio de un sistema de pensiones público a uno privado podría transformar el mercado de capitales. El supuesto es que los fondos de pensión privados canalizan más directa y eficientemente el ahorro de los trabajadores hacia las empresas con proyectos de inversión viables. De este modo, el mercado de capitales se convierte en uno de los principales destinos de los fondos de pensión.

En resumen, existen diversas formas de aumentar el capital disponible para las firmas domésticas cuyo objetivo es internacionalizarse. Si bien tanto una política más activa del Estado mediante la provisión directa de créditos, como una política promercado que incentive el surgimiento de fondos de inversión privados y la mejora del mercado de capitales son prácticas potencialmente efectivas para asistir la expansión al exterior de las empresas nacionales, el tipo de internacionalización difiere según qué política predomine. Las políticas directas permiten la internacionalización en sectores con costos hundidos más altos debido a que tienen capacidad de asistir de manera focalizada a actividades específicas en caso de que el Estado lo decida. En cambio, las políticas indirectas son más generalizadas y no brindan ventajas particulares para un sector. Aquellas empresas de sectores altamente competitivos y/o que tengan ventajas comparativas iniciales verán facilitada su expansión y absorberán la mayor parte del capital disponible para internacionalizarse.

3. INTERNACIONALIZACIÓN DE EMPRESAS EN ARGENTINA, BRASIL Y CHILE: EL ESTADO DE LA SITUACIÓN

Argentina, Brasil y Chile han recorrido sus propios senderos en cuanto a la internacionalización de empresas. El primer país en tener firmas expandiéndose más allá de sus fronteras fue Argentina, de lo cual existen casos desde el siglo XIX (Tavares 2007). Argentina mantuvo su posición como líder regional hasta la mitad de la década de 1990. A partir de este período el país ha afrontado un proceso de declinación.

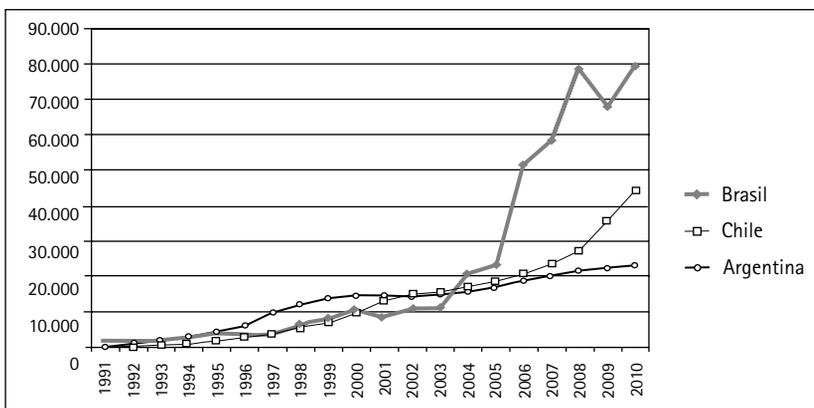
La primera experiencia importante de internacionalización de empresas brasileras se registra en la década de 1960. Sin embargo, la IEDe de este país evidenció resultados aún muy bajos de ello durante casi toda la mitad del siglo XX (López 1999). El *boom* brasiler comienza a finales de la década de 1990 y se consolida en la de 2000. En los últimos años una gran variedad de empresas brasileras se han internacionalizado exitosamente (Cyrino y Tenure 2009).

En Chile también la internacionalización es un fenómeno reciente. A pesar de que existe una tímida y muy limitada experiencia en la década de 1970, la expansión substantiva comienza en la década de 1990. Desde ese momento la IEDe chilena ha mostrado un crecimiento continuo que permitió que el país llegue a la tercera posición en la región en cuanto a este indicador y a poseer el mejor ratio IEDe/PBI de los tres casos analizados.

De lo anterior se desprende que la década de 1990 representa un punto de inflexión tanto para Argentina como para Brasil y Chile. Como muestran los gráficos 1 y 2, la evolución de la IEDe sigue diferentes recorridos en cada país. Para Chile, la década de 1990 representa el comienzo del proceso de internacionalización. A mediados de la misma década, Argentina había fortalecido su posición en referencia a la IEDe; no obstante, unos pocos años más tarde, su rol destacado comienza a desmoronarse y a finales de la década pierde su posición como mayor contribuidor a la IEDe regional. En Brasil, la primera parte de la década arroja resultados moderados, pero en sus últimos años toma fuerte impulso. En 1998 este país asume un rol protagónico y se convierte en el mayor generador regional de flujos de IEDe. Esta tendencia se consolida en la siguiente década, situando a Brasil a la cabeza del *ranking* de internacionalización. Como se desprende de la figura 2, incluso como porcentaje del producto bruto interno, el IEDe brasileño es el que tiene la mayor tasa de crecimiento en la última década.

Gráfico 1

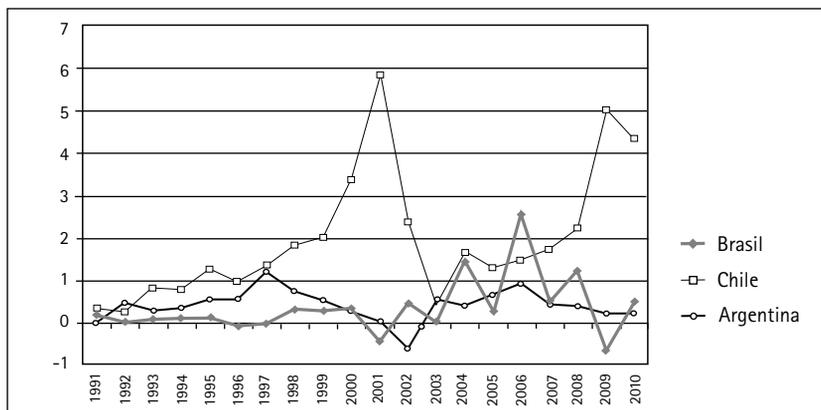
Stock acumulado de inversión extranjera directa hacia el exterior, por países, 1991–2010 (en millones de dólares norteamericanos)



Fuente: Base de datos de UNCTAD (2011); elaboración propia.

Gráfico 2

Flujo de inversión extranjera directa hacia el exterior como porcentaje del PBI, por países, 1991-2010



Fuente: Base de datos de UNCTAD (2011); elaboración propia.

En términos absolutos, Brasil es el país en donde la IEDe ha crecido más significativamente en estos últimos veinte años. Este país posee el mayor número de empresas de gran tamaño internacionalizadas (existen veintitrés empresas con facturación global superior a los mil millones de dólares americanos)⁷. El caso chileno también refleja resultados satisfactorios: tiene dieciocho firmas de gran tamaño internacionalizadas. Por el menor tamaño de su economía, si se considera la IEDe como porcentaje del producto bruto interno, claramente Chile es el que arroja los mejores resultados. En cambio, la performance de Argentina contrasta con la de Brasil y Chile, puesto que tiene los peores resultados en términos absolutos y como porcentaje del producto bruto interno. Argentina solo posee cuatro firmas con facturación superior a los mil millones de dólares que están internacionalizadas (cantidad inferior a la de la década de 1990).

El tamaño de las firmas también evidencia un gran contraste entre estos tres países. Las firmas internacionalizadas brasileras son sustantivamente más grandes que las argentinas y las chilenas. Como se observa en el cuadro 1, las cinco empresas internacionalizadas más grandes son brasileras y, de hecho, la suma de las ventas de las mayores cinco empresas internacionalizadas de ese país más que triplica la suma combinada de facturación de las mayores empresas internacionalizadas chilenas y argentinas.

7. Este trabajo se concentra principalmente en el estudio de empresas de gran tamaño. Cuando se haga referencia a empresas internacionalizadas grandes (incluyendo los cuadros y estadísticas) solo estarán incluidas aquellas firmas que tengan ventas globales superiores a los mil millones de dólares estadounidenses. En general, la mayoría de las empresas internacionalizadas de un país poseen un tamaño relativamente importante. En ninguno de los países estudiados aquí las empresas pequeñas o medianas hacen aportes significativos en términos de activos y/o ventas en el exterior.

Cuadro 1**Grandes empresas internacionalizadas, por país, actividad en el exterior y ventas, 2010**

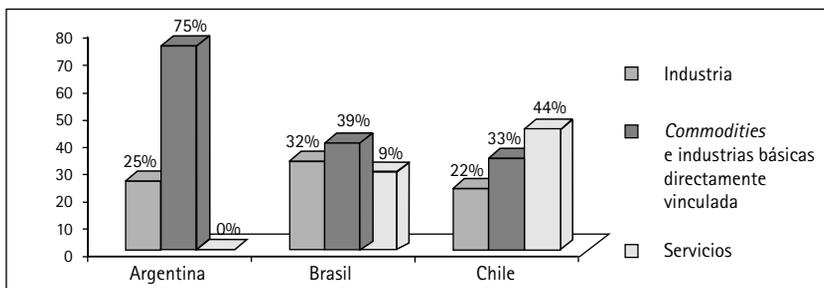
Empresa	País	Actividad central en el exterior	Ventas en 2010 (en millones de dólares)
Petrobras	Brasil	Energía	128.000
Vale	Brasil	Minería	39.800
JBS-Friboi	Brasil	Alimentos	33.165
Odebrecht	Brasil	Ingeniería y construcción, petroquímica	32.325
Itaú	Brasil	Banca, tecnología de la información, químicos, etc.	30.852
Techint	Argentina	Siderurgia	19.092
Cencosud	Chile	Retail	13.226
Falabella	Chile	Retail	9.467
ENAP	Chile	Energía	8.180
CSAV	Chile	Transporte	5.452
LAN	Chile	Transporte	4.523
Pluspetrol ⁽¹⁾	Argentina	Energía	2.800
Molinos (Pecom)	Argentina	Alimentos	2.534
Arcor	Argentina	Alimentos, golosinas	2.259
Bagó ⁽¹⁾	Argentina	Industria farmacéutica	713

Nota

⁽¹⁾ Valores de 2008.

Fuente: Finchelstein (2010), Ranking América Economía (2011) y estados contables y reportes anuales de las empresas; elaboración propia.

También hay notorias diferencias respecto a las actividades en las cuales se desempeñan las firmas internacionalizadas de cada país. En Brasil la internacionalización no está limitada solo a algunas industrias, sino que ha ocurrido en numerosos sectores (ver el gráfico 3). Incluso hay algunos casos interesantes con mayor valor agregado, en los cuales las externalidades positivas derivadas tienen mayor posibilidad de suceder. Los casos de Embraer en la producción de aviones o de Marcopolo en el desarrollo de buses urbanos pueden ser citados como ejemplos de este fenómeno.

Gráfico 3**Distribución de grandes firmas internacionalizadas por sector y país, 2010 (en porcentajes)**

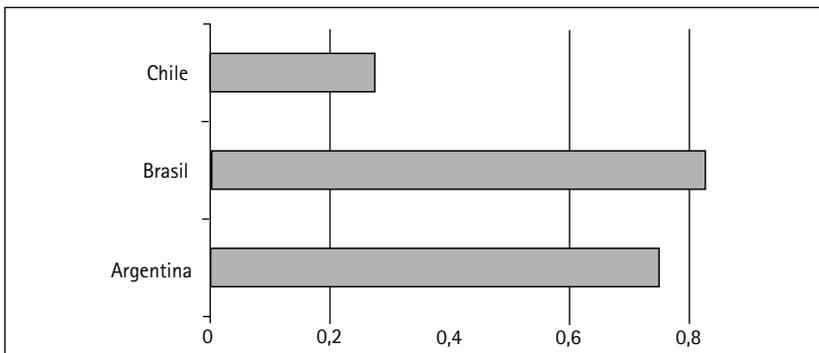
Elaboración propia.

El proceso de internacionalización de empresas en Chile se ha concentrado en un limitado número de sectores. Como indica el gráfico 3, las firmas chilenas se han expandido al exterior principalmente en actividades de servicios. *Retail* y transporte son las áreas en donde se encuentran las empresas chilenas internacionalizadas de mayor tamaño. Las empresas industriales, en cambio, tienen un rol menos relevante. Las firmas vinculadas a la producción de *commodities* o a actividades directamente vinculadas en la cadena productiva sí tienen un papel más destacado, siendo la producción de energía y papel y celulosa los casos más saltantes.

En Argentina, el análisis de la distribución de actividades debe ser tomado con precaución debido a lo limitado del universo⁸. De todos modos, se puede observar que la mayor parte de las firmas están asociadas a la producción de *commodities* o a actividades directamente vinculadas a ello. La siderúrgica Techint es la única empresa industrial argentina internacionalizada y no hay ninguna firma de gran tamaño en el sector servicios que se haya expandido fuera del país.

En términos de grado de internacionalización, Brasil posee los mejores resultados, dado que la mayor parte de sus firmas se han expandido por fuera de la región, adquiriendo activos en países desarrollados. Hay varias empresas brasileras que están entre las más grandes del mundo en su industria. Vale es la segunda minera del planeta, Embraer es el mayor productor de aviones regionales y JBS-Friboi es el mayor procesador mundial de carne.

Gráfico 4
Firmas internacionalizadas con activos fuera de América Latina, por país, 2010
(en porcentajes)



Elaboración Propia.

8. Hay apenas cuatro firmas internacionalizadas con facturación superior a los mil millones de dólares.

En esta última dimensión, las firmas chilenas están en un nivel intermedio. Gran parte de las empresas chilenas internacionalizadas se han concentrado dentro de la región. La expansión a países desarrollados –que podría ser un indicador de una EMN consolidada– es aún escasa. Actualmente la mayoría de las firmas chilenas son **multilatinas** más que multinacionales.

En Argentina, las pocas firmas de tamaño con activos en el exterior muestran un grado de internacionalización satisfactorio. Un 75% de las empresas internacionalizadas tienen actividades fuera de la región y una parte importante de sus ventas es producida fuera del país. Además, la empresa más grande, Techint, es el mayor productor de tubos de acero sin costura a nivel mundial y ocupa un rol destacado en otras actividades ligadas a la siderurgia.

El estado de la situación analizado en esta sección nos lleva a concluir que a partir de la década de 1990 Brasil ha obtenido notables resultados con varios casos de empresas líderes a escala global en sus respectivos sectores y con la mayoría de sus empresas con activos fuera de América Latina. Chile también ha tenido un muy buen desempeño con una gran cantidad de empresas internacionalizadas, pero aún la mayor parte de sus activos se encuentran en la región. En la mayoría de los casos las empresas chilenas internacionalizadas responden al estereotipo de multilatinas más que a grandes EMN. El caso argentino es indudablemente el que posee resultados más negativos, disminuyendo la cantidad de firmas internacionalizadas a pesar de la tendencia mundial de crecimiento para las empresas de países en vías de desarrollo.

4. BRASIL

Brasil es el país más exitoso de América Latina en términos de internacionalización de empresas. Este desempeño ha sido favorecido por un acceso al crédito único en la región. Dicho país ha sido beneficiado por políticas públicas –directas e indirectas– que han facilitado el acceso al capital para las firmas locales internacionalizadas. Existen dos instituciones que explican el incremento de la disponibilidad de capital para el sector privado. En primer lugar, el BNDES, que ha tenido un rol destacado en la provisión de capital y tiene vínculos con la mayoría de las empresas internacionalizadas brasileñas (Finchelstein 2010). En segundo lugar, el Novo Mercado⁹, cuya creación tuvo el apoyo del Estado, lo mismo que el fortalecimiento del mercado de capitales. Las firmas internacionalizadas más jóvenes y de tamaño intermedio usaron este mercado en su

9. El Novo Mercado es una división voluntaria de la bolsa de valores de Sao Paulo que demanda inspecciones más estrictas a las firmas. Para participar en él, las empresas deben proveer información adicional al público y aceptar mayores controles de gobernanza corporativa.

estrategia de expansión al exterior. A continuación se analiza el papel clave de las dos instituciones.

EI BNDES

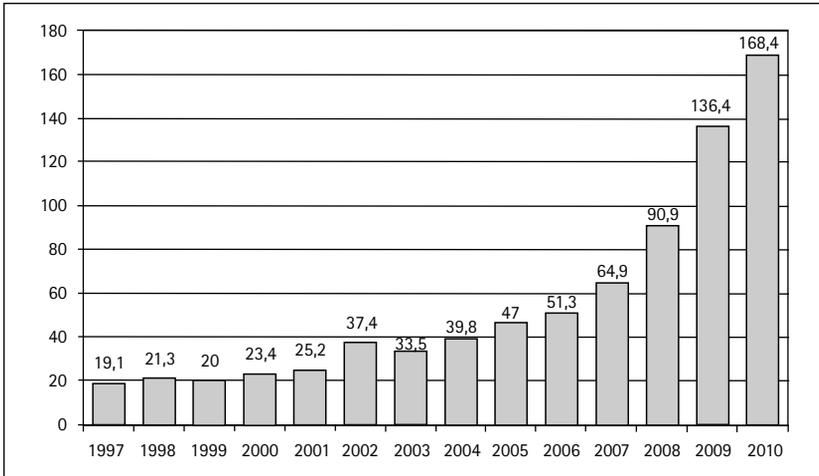
Tal vez el elemento más claro para confirmar la intención deliberada del BNDES de asistir a las empresas a expandirse hacia el exterior haya sido la creación de un departamento especial con ese fin. El hecho no es menor, ya que el BNDES tuvo que modificar sus estatutos originales para permitir la formación de este departamento. Históricamente, el BNDES tenía prohibido por reglamento otorgar créditos para realizar actividades de compra en el exterior, ya que esto implicaría la salida de capitales, un bien que generalmente no es abundante en países en vías de desarrollo. Sin embargo, durante el gobierno de Lula se realiza un importante giro alentando la internacionalización de empresas brasileñas (Bueno 2008). Este cambio de política económica y exterior es el que motiva la creación del departamento especial dentro del BNDES.

El primer crédito de este nuevo departamento asume una gran importancia tanto simbólica como económica. El BNDES le otorgó a la empresa alimentaria JBS-Friboi aproximadamente el 85% de los fondos necesarios para adquirir el frigorífico argentino Swift Armour (Além y Cavalcanti 2005). Este fue un gran paso para JBS-Friboi, que tras la compra dobló sus ventas. El banco también asistió a JBS-Friboi en su mayor adquisición cuando la firma absorbió a la americana Swift Food Company. Tras esta operación, JBS-Friboi se convirtió en el mayor procesador de carne vacuna del mundo.

El BNDES también ha jugado un rol importante para la consolidación de empresas locales ante la apertura económica establecida en la década de 1990. El gobierno brasileño utilizó a este banco como una herramienta para continuar ciertas políticas industriales aun durante las reformas. Além (2000: 226) muestra cómo entre 1994 y 1998 los créditos del BNDES se incrementaron en 300%. En la misma sintonía, el gráfico 5 sigue el crecimiento del crédito otorgado por el BNDES para el período 1997-2010.

En la actividad metalúrgica, el BNDES instauró un plan de modernización facilitando créditos que representaron casi un tercio de la inversión total en dicho sector para el período 1994-2000 (Andrade y otros 2002). Esta asistencia ayudó a que empresas que hoy tienen un papel destacado en la internacionalización brasileña, como Gerdau o CSN, pudieran modernizarse e incrementar su competitividad (Fonseca y otros 2007) y posteriormente planear una expansión fuera de las fronteras del país.

Gráfico 5
Evolución del total de préstamos del BNDES, Brasil, 1997–2010
(en miles de millones de reales)



Fuente: Página web de BNDES (<http://www.bndes.gov.br>); elaboración propia.

Estas políticas no se limitaron al sector metalúrgico. El banco brindó créditos a la mayor parte de las empresas que hoy están internacionalizadas¹⁰. También sería difícil entender el crecimiento de Embraer sin la asistencia del BNDES, quien generalmente otorga créditos a los compradores de aviones de la firma. Una dinámica similar ocurre en el área de ingeniería y construcciones, donde el BNDES ha financiado numerosas intervenciones de empresas en el exterior. En la actividad de ingeniería y construcciones las garantías financieras son fundamentales. Justamente, este es uno de los mayores obstáculos que tienen las empresas latinoamericanas. Brasil posee una ventaja, ya que el BNDES se ha mostrado muy activo en avalar la actividad de empresas locales¹¹.

Este banco posee un departamento dirigido específicamente al *venture capital* que ha sido una tercera vía de acceder al crédito para las empresas internacionalizadas brasileñas. El BNDES Participações SA (BNDESPar) permite realizar inversiones en empresas privadas, siendo especialmente útil en operaciones complejas. El mismo ha sido un instrumento muy

10. La asistencia financiera a las firmas Weg, Natura y Gol puede ser considerada como casos emblemáticos, pero existen numerosos ejemplos de créditos otorgados por el BNDES a las mayores empresas internacionalizadas de Brasil.

11. Por ejemplo, el BNDES garantizó proyectos como el de un acueducto en la República Dominicana para la empresa Andrade Gutierrez y de gasoductos en Argentina y Ecuador, donde Odebrecht participaba (Sennes y Camargo 2009).

práctico para ayudar al sector privado en inversiones en el exterior. Dado que hasta hace pocos años el banco tenía prohibido otorgar créditos para compras fuera del país, el BNDESPar fue una forma de proveer de liquidez a las empresas invirtiendo directamente en las mismas y convirtiéndose en accionista.

Varias de las mayores empresas internacionalizadas brasileñas han utilizado el BNDESPar en su proceso de expansión al exterior. En la ya citada compra de Swift North America por parte de JBS-Friboi, el BNDES utilizó al BNDESPar para invertir 750 millones de dólares y convertirse en accionista de la nueva firma. Una mecánica similar utilizó Marfrig para realizar su primera inversión en el extranjero y también Coteminas-Springs Global se benefició con inversiones de BNDESPar en compras en los Estados Unidos que lo posicionaron como el mayor productor de textiles de cama y baño del mundo. Como se observa en el cuadro 2, las inversiones de BNDESPar han sido claves para una gran cantidad de empresas internacionalizadas. Casi la mitad de las firmas brasileñas internacionalizadas de gran tamaño tienen hoy en día al BNDES como accionista a través del BNDESPar.

Cuadro 2

Grandes empresas internacionalizadas en Brasil con participación de inversiones del BNDESPar, 2010

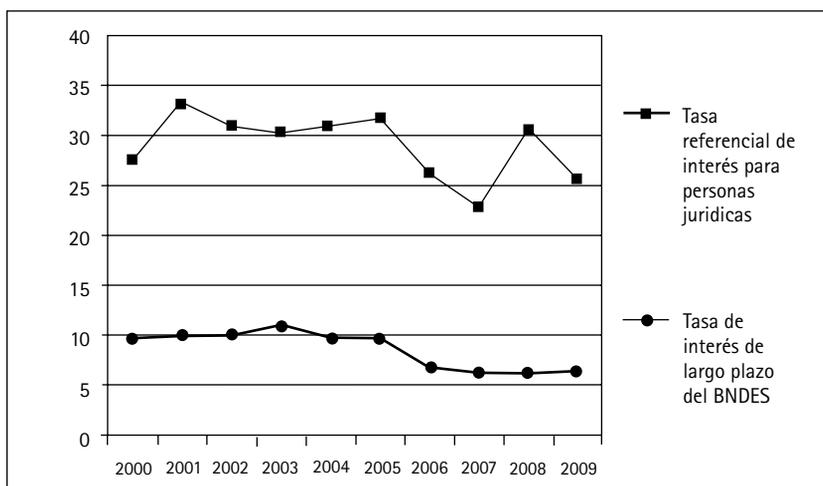
Empresa	Sector	Participación de BNDESPar en la empresa (en porcentajes)
JBS-Friboi	Alimentos	30,41
Gerdau	Acero	3,50
Springs Global / Coteminas	Textil	10,35
Marfrig	Alimentos	13,89
Embraer	Fabricación de aviones	5,37
All America	Servicio de ferrocarriles	12,21
Petrobras	Energía	7,66
CSN	Acero	2,73
Klabin	Papel y celulosa	20,25
Braskem / Odebrecht	Petroquímica	5,31
Vale	Minería	5,34

Fuente: Información contable de las firmas y página web de BNDES (<http://www.bndes.gov.br>); elaboración propia.

En términos de tasas de interés, las firmas brasileñas también se han beneficiado del aporte provisto por el BNDES, puesto que esta institución otorga créditos a tasas menores que las existentes en el resto del sistema financiero. El gráfico 6 muestra la evolución de la tasa

referencial de interés para las personas jurídicas en el sistema financiero y la de largo plazo del BNDES. Se observa así que la tasa del BNDES, en toda la década de 2000, está significativamente por debajo de la del mercado. Este diferencial es una gran ventaja que las empresas brasileñas poseen, especialmente considerando que la mayoría de las firmas de la región –incluyendo las chilenas y argentinas– no pueden acceder a niveles de financiación de largo plazo con tan bajas tasas.

Gráfico 6
Evolución de tasas de interés de mercado y BNDES, Brasil, 2000–2009



Fuente: Información del Banco Central de Brasil, BNDES y Golobnek y Urturi (2010); elaboración propia.

El Novo Mercado

La creación del Novo Mercado en 2001 ha sido un importante cambio institucional en la historia reciente del Brasil. El Novo Mercado ha generado modificaciones en la estructura de gobernanza corporativa de una gran cantidad de empresas brasileñas y ha sido crucial para su internacionalización. Los cambios producidos por el Novo Mercado han mejorado la confianza de los inversores, incrementando el capital disponible para las firmas en general y para las que buscan internacionalizarse en particular.

A pesar de que el Novo Mercado no fue una iniciativa pública, el gobierno lo apoyó desde un inicio, incentivando la adhesión al mismo. La incertidumbre provocada por las elecciones presidenciales del 2002 favoreció el apoyo tanto del gobierno nacional como *estadual* a este mercado. El hecho de que un partido obrero como el de Lula fuera el favorito para ganar tales elecciones, fomentó que la mayoría de los partidos buscara brindar señales a favor de la estabilidad financiera y reglas corporativas más claras. Kenyon (2005) muestra cómo el

gobierno de Sao Paulo, bajo mandato del Partido de los Trabajadores (PT) de Lula, empujó a las firmas controladas por este estado a ser pioneras en su participación en el Novo Mercado con el objetivo de mostrar el compromiso del PT con el respeto a las normas de mercado¹².

A nivel nacional, el gobierno de Cardoso decidió vender acciones del Banco do Brasil a pequeños accionistas y permitió que los trabajadores de Petrobras invirtieran parte de su salario en acciones de la compañía. En consecuencia, cualquier intento de un gobierno posterior de afectar los derechos de los inversores minoritarios iría directamente en contra de los nuevos dueños (trabajadores), que justamente eran la base de apoyo del PT (Kenyon 2005).

Otras políticas públicas también fueron implementadas con el fin de incentivar la participación en este mercado. Jones y Lubrano (2002) sostienen que el BNDES ofreció créditos con menores tasas a aquellas firmas que participasen del Novo Mercado¹³. En forma adicional, el gobierno «permitió a los fondos de pensión invertir un mayor porcentaje de sus activos en empresas domésticas adheridas al Novo Mercado» (Fox y otros 2002: 10).

Estas medidas lograron que, a pesar de ser una opción voluntaria y de demandar mayores controles, una gran cantidad de firmas decidiesen migrar hacia este mercado. Notablemente, parece haber una importante correlación entre el crecimiento de empresas internacionalizadas en la década del 2000 y el surgimiento del Novo Mercado. Al incrementar la confianza de los inversores, el Novo Mercado ayudó a incrementar el capital disponible que fue utilizado por muchas empresas en su proceso de expansión al exterior.

Se puede afirmar que el Novo Mercado ha tenido una influencia mayor en las empresas más jóvenes y de menor tamaño relativo que se han internacionalizado. Esto podría deberse a que las firmas más grandes pueden obtener fondos por otros medios y no se han visto forzadas a aceptar los controles más estrictos que requiere el Novo Mercado. Contrariamente, las empresas de menor porte han encontrado en el Novo Mercado una forma más fácil y directa de entrar al mercado de capitales. Un claro ejemplo es Natura, empresa que tras seguir los controles más estrictos consiguió que le acepten una oferta de bonos en el 2004 ante un contexto económico no tan favorable (Finchelstein 2008).

12. En el estado de Sao Paulo el gobierno hizo que la empresa de agua Sabestp se adhiriera a un control más estricto apenas seis meses antes de las elecciones y en medio de la incertidumbre generada por el potencial triunfo de Lula.

13. El BNDES comenzó a promover mejoras de gobernanza corporativa un tiempo antes. Ya en 1999 el banco, junto a otros inversores institucionales privados, creó un fondo especial para aquellas firmas que mejorasen sus estándares de gobernanza corporativa (Kenyon 2005).

Cuadro 3
Grandes firmas brasileras internacionalizadas y adhesión al Novo Mercado, 2010

Firma	Adhesión a Novo Mercado / Nivel II ⁽¹⁾
Petrobras	
Itaú ⁽²⁾	
Vale ⁽²⁾	
Gerdau ⁽²⁾	
Odebrecht Total	
Votorantim ⁽²⁾	
JBS-Friboi	Novo Mercado
Grupo Ultra	Novo Mercado
Brasil Foods	Novo Mercado
CSN	
Camargo Correa ⁽³⁾	
Andrade Gutierrez	
Embraer	Novo Mercado
Magnesita	Novo Mercado
Gol	Nivel II
Marfrig	Novo Mercado
WEG	Novo Mercado
Natura	Novo Mercado
Klabin	
Springs Global / Coteminas	Novo Mercado
Marcopolo	Nivel II
All America	Novo Mercado
Telemar	

Notas

⁽¹⁾ Solo Novo Mercado y Nivel II están considerados para este cuadro. Nivel I no es incluido ya que solo impone un nivel intermedio de requisitos ligados a mejorar la claridad de los sistemas de gobernanza corporativa.

⁽²⁾ Estas firmas participan en Nivel I.

⁽³⁾ Camargo Correa Desenvolvimento Imobiliário SA participa en el Novo Mercado, sin embargo, esta no es una parte del *holding* que se haya internacionalizado. Otra firma internacionalizada del grupo, Alpargatas, participa del Nivel I.

Fuente: Página web de Bovespa (<http://www.bmfbovespa.com.br>); elaboración propia.

En síntesis, la creación del Novo Mercado así como el capital otorgado por el BNDES mediante diferentes medios, han sido decisivos para la internacionalización de empresas brasileras. El Novo Mercado ha fortalecido el mercado de capitales, siendo especialmente utilizado por las empresas más jóvenes. El BNDES utilizó dos formas directas (creación de un departamento para asistencia en la inserción internacional de empresas y del BNDESPar) y una indirecta (gran incremento de créditos otorgados a partir del proceso de reformas) que aumentaron la disponibilidad de capital para todas las empresas que se internacionalizaron. El resultado es claramente positivo, ya que ha ayudado a Brasil a posicionarse como el caso más exitoso de internacionalización de empresas en América Latina.

5. CHILE

Chile tiene importantes diferencias institucionales y de políticas públicas con respecto a Brasil. Mientras que en Brasil el Estado intervino activamente a través del BNDES, en Chile se concentró en generar incentivos y un marco regulatorio que fomentara el incremento del crédito por parte del sector privado. El caso chileno demuestra cómo las instituciones de mercado pueden crear las condiciones necesarias para aumentar el capital disponible, aun en una región caracterizada por la escasez del capital.

La existencia de instituciones promercado no implica un Estado ausente. El Estado chileno tuvo un rol muy activo en pro del incremento del capital disponible para las firmas, en lo cual dos políticas en particular deben ser resaltadas. En primer lugar, el Estado chileno promovió fuertes regulaciones en el sector financiero. La primera liberalización financiera –ejecutada por el gobierno de Pinochet a mediados de la década de 1970– terminó con un gran crisis en 1982 debido a la ausencia de controles regulatorios correctos (Agosin 2003; Reinstein y Rosende 2000). Este fracaso temprano fue instrumental para realizar los ajustes necesarios y crear un sistema financiero más sofisticado, estable y con notable crecimiento (Corbo y Schmidt-Hebbel 2003). Las reformas financieras también influyeron positivamente en el mercado de capitales. Dicho mercado ha tenido un crecimiento explosivo desde la década de 1980. En 1985 la capitalización de este mercado representaba un 12% del producto nacional, mientras que en 2001 alcanzó un pico del 74,6% (Hernández y Parro 2005). Actualmente, Chile posee un mercado de capitales con alto nivel de capitalización, lo que es una gran ventaja para el financiamiento de las empresas nacionales.

El tamaño del mercado de capitales ayuda a entender el gran crecimiento de la IEDe chilena. Tal como señalan Calderón y Griffith-Jones (1995), la creación de un mercado de capitales fuerte, con amplia disponibilidad de fondos a tasas de interés razonables, es un caso institucionalmente único en la región. La mayor parte de las firmas internacionalizadas

nacionales han aprovechado estos fondos para su expansión al exterior. De esta manera, las empresas chilenas internacionalizadas han tenido acceso a instrumentos financieros que no existen en otros países de la región.

En segundo lugar, la decisión de permitir que actores privados manejasen el sistema de pensiones amplió significativamente el capital disponible para las firmas. Chile ha construido un sistema de pensiones privado que tiene crucial importancia en el mercado de capitales y en el financiamiento de iniciativas privadas, de manera que las empresas internacionalizadas han aprovechado el activo rol de los fondos privados de pensión (AFP). En la actualidad más de la mitad (53%) de las grandes empresas internacionalizadas chilenas tienen como accionista a alguna AFP (Finchelstein 2010)¹⁴.

El actual sistema de pensiones chileno es consecuencia de las reformas de la década de 1980 (Agosin 2003). La transformación implicó un cambio en el rol del Estado, que pasó de ser el principal responsable en un sistema universal a ser regulador en uno individual administrado por fondos privados. Este nuevo modelo es otro de los factores decisivos en el crecimiento del mercado de capitales, puesto que las AFP poseen gran parte de los fondos disponibles en el mercado de capitales. Reinstein y Rosende (2000) observan que los inversores institucionales (donde las AFP tienen un rol protagónico) manejaban ya el 28% de los fondos del sistema financiero en 1989, pero para 1998 este porcentaje ascendía aproximadamente al 70%.

Lefort y Walker (2002) también ofrecen evidencia estadística de que las AFP han contribuido a la reducción de los costos de capital. Las AFP ofrecen oportunidades para acceder a formas más económicas de financiación para el sector privado, contribuyendo así a mejoras de productividad. Adicionalmente, Corbo y Schmidt-Hebbel (2003) desarrollan estimaciones cuantitativas para concluir que la productividad del proceso productivo ha aumentado con la consolidación del sistema de pensiones privado.

Otro punto a destacar, que confirma lo dinámico del sistema de pensiones chileno, es que las AFP han venido reduciendo la cantidad de dinero prestado al sector público. Como se observa en el gráfico 7, los fondos invertidos en el sector público pasaron del 42% del total en 1983 a menos del 8% en 2007. Esto es importante porque implica que dichos fondos son destinados al sector privado. Las AFP están menos influenciadas por el Estado –que no intenta captar esos fondos, como sí ocurrió en el caso argentino–¹⁵. Esto permite que los ahorros individuales puedan ser directamente canalizados al sector privado, aumentando

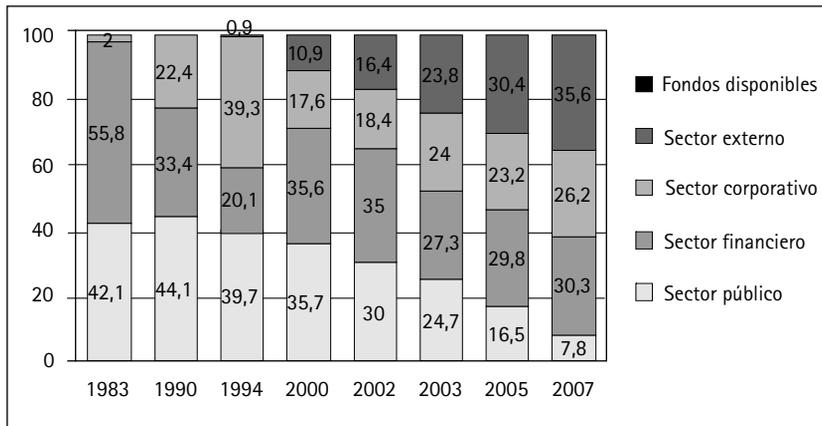
14. Cabe aclarar que las AFP también poseen acciones en firmas internacionalizadas a partir de su propia participación en fondos de inversión. Prácticamente todas las grandes empresas internacionalizadas chilenas tienen algún tipo de inversor institucional ligado a las AFP, al menos como accionista minoritario.

15. Ver la próxima sección.

el capital disponible para las firmas. En 1983 el sector privado (excluyendo al sector financiero) recibía apenas un 2% de los fondos de las AFP; para 2007 esa cifra aumentó hasta el 26%.

Gráfico 7

Cartera de los fondos de pensión por sector, Chile, 1983–2007 (en porcentajes)



Fuente: Berstein y otros (2009: 108); elaboración propia.

El sistema de pensiones chileno es tal vez uno de los ejemplos más claros de cómo las instituciones promercado pueden compensar la ausencia de un Estado más directamente involucrado en el proceso productivo. Dada la ausencia de un gran banco de desarrollo como el de Brasil, las firmas chilenas acuden tanto a los inversores institucionales como al mercado de capitales –ambos influenciados positivamente por el desarrollo de las AFP– para obtener los fondos necesarios a fin de expandirse en el exterior.

El hecho de que la mayoría de las grandes empresas internacionalizadas chilenas tengan a las AFP como pequeños accionistas no es un hecho menor. Las firmas han aprovechado de los fondos generados por los inversores institucionales y del fuerte mercado de capitales tras el proceso de reformas (Calderón y Griffith-Jones 1995) para así poder internacionalizarse.

6. ARGENTINA

La ausencia de alternativas viables de financiamiento para el sector empresarial ha sido un problema histórico en la Argentina. No obstante, este problema se agudizó en la década de 1990 gracias a la apertura económica y a la competencia de EMN con abun-

dancia de capital. Mientras que Chile pudo desarrollar un mercado de capitales sólido y dinámico durante las reformas, en el caso de Argentina este objetivo no pudo ser cumplido. El mercado de capitales no se fortaleció en paralelo a la apertura económica: el número de firmas en la bolsa se redujo aproximadamente un 40% entre comienzos de la década de 1990 y la del 2000 y el coeficiente de transacciones decreció un 82% para el mismo período (Stallings y Studart 2006).

También a comienzos de la década de 1990, el gobierno cierra definitivamente su banco de desarrollo. A pesar de que este banco nunca tuvo un rol tan activo como el BNDES brasileño (Iazzetta 1997; Rougier 2007), resulta altamente simbólico que se decida la eliminación de una de las escasas fuentes de financiamiento para el sector industrial. Cabe señalar que los dos grandes bancos públicos que quedaron abiertos se encuentran entre los de peor *performance* en América Latina (Stallings y Studart 2006).

La ausencia de un banco de desarrollo en el caso argentino está ligada a las características institucionales del país. En primer lugar, un ambiente institucional inestable permite que la toma de medidas drásticas, como el cierre de un banco, pueda ser llevada a cabo sin obstáculos mayores. Cabe destacar, sin embargo, que el Banco de Desarrollo Argentino (Banade) nunca ocupó un rol tan relevante en la actividad crediticia para la industria (Sikkink 1993). En segundo lugar, la baja calidad institucional del banco durante su existencia facilitó la decisión de cerrar dicha agencia pública. El Banade y su predecesor, el Banco de Crédito Industrial Argentino, fueron creados con el fin de apoyar al sector industrial, pero jamás cumplieron eficientemente ese objetivo. Este banco nunca utilizó la mayor parte de sus recursos para otorgar créditos de largo plazo al sector industrial (Rougier 2007)¹⁶. Otro elemento negativo fue la utilización política del banco y la carencia de cuentas claras. Esto deterioró significativamente su cartera crediticia. Incluso el último presidente del banco reconoció que había una línea de «créditos políticos» que nadie pagaría (*La Nación* 2010). Al cierre del banco en 1993 existía un importante déficit operacional y créditos aún pendientes por seis mil millones de dólares.

De aquí se desprende que el banco de desarrollo no tuvo un comportamiento adecuado y eficiente. La inexistencia de una institución financiera concentrada en asistir a firmas domésticas para su consolidación tras las reformas –y su posterior expansión al exterior– resulta una importante barrera para la internacionalización de empresas argentinas.

Tampoco las señales promercado cumplieron el rol de fortalecer al mercado de capitales y asistir a las empresas en su internacionalización. En lo que concierne al sistema de

16. Para el período 1944-1959 solo un 10% de los créditos tuvieron ese fin (Rougier 2007).

pensiones, el mismo fue liberalizado siguiendo el modelo privado chileno. El principal objetivo de las reformas era generar estabilidad macroeconómica proveyendo una clara señal a los inversores de que el Estado iba a tener menor nivel de intervención garantizando teóricamente la prudencia fiscal (Datz 2009). Otra de las consecuencias esperadas del nuevo sistema era incrementar la disponibilidad de capital para las firmas mejorando el mercado de capitales. El supuesto era que los nuevos fondos de pensiones administrados privadamente (AFJP) canalizarían eficientemente el ahorro de los trabajadores hacia los sectores productivos siguiendo el modelo chileno.

Para comprender los pobres resultados argentinos hay que tener siempre presente la inestabilidad institucional del país. Desde la década de 1990 el sistema de pensiones argentino atravesó un drástico proceso de transformaciones. En 1993, el Congreso aprobó la nueva ley que permitía la participación privada en el sistema de pensiones. En 2001, el Estado decidió reducir las contribuciones de los trabajadores en dicho sistema de 11% a 5%, reduciendo así los ingresos de las AFJP. Ese mismo año presionó a estas últimas para que acepten un cambio de deuda, pero cuando la presión resultó insuficiente para convencerlas, el gobierno tomó la decisión unilateral de convertir los depósitos de las AFJP en bonos del tesoro (Kay 2009). Más de tres mil millones de dólares fueron **confiscados** con esta medida.

Tras la crisis económica y social de 2001, y con un nuevo gobierno, las alteraciones a las reglas de juego continuaron. En 2002, todos los fondos denominados en dólares fueron convertidos compulsivamente a pesos a un tipo de cambio retrasado, reduciendo en forma significativa los activos de las AFJP. En 2007, se cambiaron las reglas iniciales otra vez más, permitiendo el retorno –originariamente prohibido– al sistema público de pensiones¹⁷.

Solo quince años después de la iniciación del sistema de pensiones privado (en noviembre del 2008), el gobierno decidió revertir este proceso y renacionalizar todos los fondos de pensión volviendo al sistema público de ahorro. Es claro que estas modificaciones constantes van en contra de la estabilidad institucional necesaria para que el sistema de pensiones pueda contribuir a mejorar la disponibilidad de crédito existente para las empresas.

Otro elemento a considerar es el gran peso que los bonos del gobierno tenían en la cartera de activos de las AFJP. Esto es determinante porque el ahorro en bonos del gobierno podría haber sido efectivamente utilizado por empresas privadas a través del mercado de capitales. En el caso chileno, el porcentaje de bonos del gobierno sobre el total de la cartera de

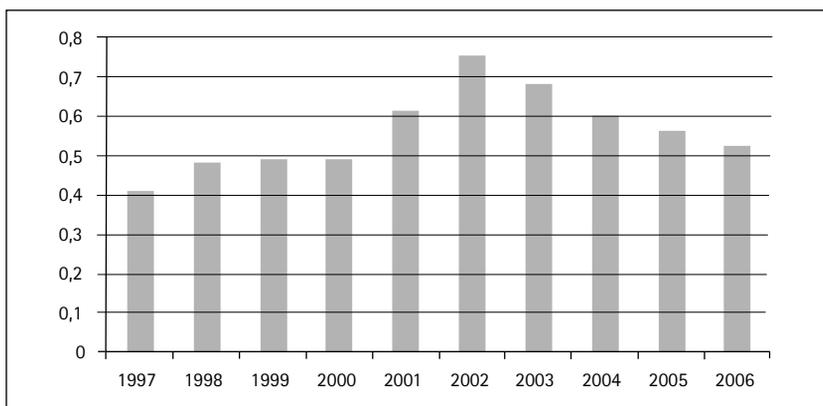
17. La ley inicial establecía que aquellos que quisieran permanecer en el sistema público podrían hacerlo, pero los que quisieran pasarse al sistema privado no podrían volver al público.

las AFP fue decreciendo en el tiempo. En Argentina esto no ocurrió. La mayor parte del ahorro de los trabajadores terminó en manos del Estado, ya que los fondos de pensión fueron utilizados como fuente de financiamiento. Como contraste, los bonos corporativos privados tuvieron un rol intrascendente en la cartera de las AFJP. En el 2002 apenas representaban un 1,1% del total de su portafolio (Stallings y Studart 2006).

Si bien es cierto que los fondos de pensión deberían ser responsables de cómo sus fondos son administrados, en muchas ocasiones el gobierno presionó –y forzó– a las AFJP a incrementar el capital disponible para el Estado (Mesa-Lago 2009; Kay 2009; Datz 2009). Un ejemplo claro de ello es la ya mencionada conversión de los depósitos de las AFJP en bonos del tesoro en 2001¹⁸.

Gráfico 8

Peso de los bonos estatales en cartera de las principales AFJP, Argentina, 1997–2006



Fuente: Datz (2009); elaboración propia.

En conclusión, las políticas públicas implementadas en las décadas de 1990 y 2000 no contribuyeron a mejorar el capital disponible en el país. Argentina eligió el modelo chileno para incrementar su mercado de capitales y cerró definitivamente su banco de desarrollo (que ya estaba deteriorado). El gobierno debía mejorar las condiciones de mercado para atraer tanto al capital doméstico como al internacional. Sin embargo, el Estado intervino en reiteradas oportunidades, cambiando radicalmente las reglas de juego y capturando gran parte del capital de los fondos privados de pensión. En consecuencia, la escasez de

18. A pesar de esto, debe reconocerse que la participación estatal en sus portafolios ya era significativa con anterioridad a dicha medida. Las altas tasas de interés que los bonos ofrecían eran atractivas para las AFJP.

capital continúa siendo uno de los problemas de la economía argentina. Para las firmas que tienen la intención de internacionalizarse, la falta de capital es una fuerte barrera. Resulta claro que, en comparación con los otros casos analizados en este trabajo, Argentina es el único en donde se fracasó en la generación de fuentes de financiamiento significativas y viables para las firmas.

7. CONCLUSIÓN

En el transcurso de este trabajo se ha intentado demostrar cómo la disponibilidad de capital resulta clave para entender el éxito en el proceso de internacionalización de las empresas. Dado que la expansión al exterior generalmente requiere una importante suma de dinero y que el capital ha sido un bien históricamente escaso en la región, los esfuerzos generados desde el Estado para incrementar su disponibilidad tienen un efecto altamente significativo en el resultado de la internacionalización en cada país. De aquí que resulte imprescindible exhibir comparativamente los resultados encontrados del proceso de internacionalización en Argentina, Brasil y Chile, poniendo especial atención en las diferentes acciones estatales llevadas a cabo para incrementar la disponibilidad de capital para las empresas.

Brasil posee el mayor número de empresas de gran tamaño internacionalizadas y, adicionalmente, su grado de internacionalización es el mayor entre los tres países. La mayoría de sus empresas están expandidas más allá de Latinoamérica y muchas de ellas son líderes mundiales en sus respectivas áreas. En este proceso, el rol del Estado para aumentar la disponibilidad del capital debe ser destacado. Las políticas de asistencia directa han sido las más utilizadas en este caso. A través del BNDES el gobierno brasileño ha asistido financieramente a la mayor parte de las empresas internacionalizadas. En términos de tasas de interés, esta institución ha provisto créditos de largo plazo a tasas notablemente inferiores a las de mercado (ver el gráfico 6). Asimismo, se creó un departamento especial dentro del BNDES para asistir en la expansión internacional de empresas nacionales. También los créditos otorgados aumentaron en simultáneo con las reformas de mercado, favoreciendo la consolidación de empresas domésticas ante el arribo de la competencia internacional. Hay que destacar igualmente las mejoras en los sistemas de gobernanza corporativas a través de la creación del Novo Mercado, que fue apoyada por el Estado. Dichas mejoras tuvieron un importante efecto positivo para el fortalecimiento del mercado de capitales, incrementando así el capital disponible para las firmas.

Chile arroja resultados altamente satisfactorios en cuanto al número de empresas internacionalizadas. Este país pasó de casi no poseer experiencia a ser uno de los líderes de la región e incluso a tener el porcentaje más alto de IEDe en relación a su producto bruto

interno¹⁹. El modelo impulsado aquí es diferente al brasileño. El Estado chileno no intervino en forma directa para asistir financieramente a las empresas domésticas en su afán de expansión al exterior. Sin embargo, sí promovió la creación de un mercado de capitales sólido a través de reglas de juego claras y de la privatización del sistema de pensiones, el cual incentivó la aparición de inversores institucionales fuertes. En esta investigación se ha demostrado cómo estos inversores institucionales y un mercado de capitales con altos niveles de desarrollo han generado el crédito disponible para que las empresas chilenas puedan internacionalizarse.

Argentina es el caso negativo. Este país ha visto reducir la cantidad de empresas internacionalizadas en los últimos quince años. Las políticas públicas realizadas a partir de la apertura económica para incrementar el capital disponible no han sido acertadas ni consistentes a lo largo del tiempo. Por un lado, el Estado cerró definitivamente su banco de desarrollo al comienzo del proceso de reformas y si bien dicho banco nunca tuvo un rol tan trascendente como en el caso brasileño, su clausura definitiva es más que un símbolo de la escasa predisposición del gobierno para asistir financieramente a las firmas locales. Por otro lado, se intentó modificar el sistema de pensiones emulando el modelo chileno, pero su implementación estuvo plagada de inconsistencias –principalmente por la absorción estatal del capital ofrecido por los fondos de pensión privados–, lo que finalmente terminó en una reversión notable de esa política y en un retorno al sistema público de pensiones. Ante este contexto de inestabilidad institucional, reversión de políticas públicas y problemas para acceder al capital, se redujo la cantidad de empresas internacionalizadas en la Argentina.

Del análisis de estos tres casos se desprende que las políticas públicas son importantes para entender el proceso de internacionalización de firmas locales. En la Argentina la ausencia de continuidad en políticas consistentes ha desincentivado la expansión al exterior de sus firmas. Brasil y Chile han desarrollado políticas viables intertemporalmente y esto ha sido fundamental para explicar su éxito en lo que hace a la internacionalización. De todos modos, el predominio de políticas públicas directas en Brasil e indirectas en Chile marca interesantes diferencias en los tipos de firmas que se internacionalizan.

En el caso brasileño, la asistencia focalizada ha permitido la expansión de firmas en actividades intensivas en capital, como la siderurgia (Gerdau) y la fabricación de ómnibus (Marcopolo) e incluso de aviones (Embraer). Asimismo, el rol clave del BNDES ha facilitado

19. Tal vez lo que aún falta en el caso chileno es que sus empresas pasen a una instancia superior en el proceso de internacionalización y trasciendan las fronteras de la región. Como se señaló en la tercera sección, la gran mayoría de las empresas chilenas internacionalizadas poseen todos sus activos en América Latina.

una diversificación sectorial del universo de empresas internacionalizadas. Brasil posee una gran variedad de sectores con firmas que poseen activos más allá de las fronteras del país. El BNDES, presente asistiendo crediticiamente en la mayor parte de las actividades de la economía brasilera, ha facilitado la amplitud sectorial del universo de empresas internacionalizadas. Brasil es el único de los tres países estudiados en donde existe una institución que asiste financieramente a las grandes empresas con créditos de largo plazo a tasas inferiores a las de mercado. Este mecanismo resulta especialmente ventajoso en algunos sectores industriales, especialmente en ingeniería y construcciones, donde el acceso al crédito es clave para la obtención de proyectos²⁰.

La preponderancia de políticas indirectas en Chile ha favorecido otro tipo de firmas internacionalizadas. En este caso, las empresas están concentradas sectorialmente. Tan solo tres actividades (*retail*, transporte e industria forestal y celulosa) aportan casi la mitad del universo de las grandes firmas chilenas con activos en el exterior. Más aun, las dos mayores empresas internacionalizadas en términos de facturación son del mismo sector (*retail*). En contraste, la industria, cuyas actividades son más intensivas en capital y generalmente poseen mayores costos hundidos, no ocupa un rol tan relevante en esta muestra. Es el sector de servicios el que impera en Chile.

Las causas de este fenómeno tienen que ver con el hecho de que las políticas indirectas son menos manipulables. Esto quiere decir que se reduce la capacidad de asignar créditos arbitrariamente y así expandir la cantidad de sectores receptores de asistencia financiera. En consecuencia, el capital disponible será probablemente mayoritariamente aprovechado por los sectores más competitivos. De hecho, las firmas chilenas de *retail* han superado exitosamente los desafíos generados por el ingreso de grandes EMN en su actividad (Bianchi y Ostale 2006), poniendo en evidencia su alto nivel de eficiencia y competitividad. Ante la ausencia de políticas directas es más difícil para las empresas que requieren un mayor nivel de asistencia inicial para su consolidación llegar al estadio necesario para su internacionalización. Como se observa en el gráfico 3, la distribución sectorial de empresas internacionalizadas es mucho más equitativa en el caso brasilero que en el chileno.

En conclusión, en los últimos años el fenómeno de internacionalización de empresas desde países en vías de desarrollo ha tomado un nuevo impulso en un contexto en el cual América Latina observa un crecimiento a escala global de sus empresas. Esta investigación ha intentado contribuir al estudio de dicho fenómeno conectando la internacionalización de empresas con la disponibilidad de capital y el rol del Estado para incrementar este último bien a través de un estudio cualitativo de tres países importantes de la región.

20. En este último sector destaca Odebrecht, la mayor empresa latinoamericana del rubro.

BIBLIOGRAFÍA

AGOSIN, Manuel

2003 «Corporate Governance in Chile». Documento de trabajo 209. Santiago de Chile: Banco Central de Chile.

ALÉM, A. C.

2000 «As novas políticas de competitividade na OCDE: licoes para o Brasil e a acao do BNDES». *Parcerías Estratégicas*, N° 8.

ALÉM, A. C. y C. E. CAVALCANTI

2005 «O BNDES e o apoio à internacionalização das empresas brasileiras: algumas reflexões». En: *Revista do BNDES*, vol. 12, N° 24, p. 43-76.

ANDRADE, M.; L. CUNHA y G. GANDRA

2002 *Restructuring the Brazilian Metallurgical Sector*. Rio de Janeiro: BNDES-Serie de Estudios Sectoriales.

AYKUT, Dilek y Andrea GOLDSTEIN

2007 «Developing Country Multinationals: South-South Investment Comes of Age». En: *United Nations, Industrial Development for the 21st Century: Sustainable Development Perspectives*. Nueva York: United Nations, pp. 85-116.

BERSTEIN, Solange; Pablo CASTAÑEDA; Eduardo FAJNZYLBER y Gonzalo REYES

2009 *Chile 2008. Una reforma previsional de segunda generación*. Santiago: Superintendencia de Pensiones.

BIANCHI, Constanza

2009 «Retail Internationalisation from Emerging Markets: Case Study Evidence from Chile». En: *International Marketing Review*, vol. 26, N° 2, pp. 221-243.

BIANCHI, Constanza y Enrique OSTALE

2006 «Lessons Learned from Unsuccessful Internationalization Attempts: Examples of Multi-national Retailers in Chile». En: *Journal of Business Research*, N° 59, pp 140-147.

BRINER, María Agustina y Martín SCHORR

2002 «Principales características e impactos de la "extranjerización" reciente de la economía argentina. Un análisis del desempeño de las grandes empresas trasnacionales durante la década de los noventa». En: *Realidad Económica*, N° 189, pp. 37-68.

BROOKS, Sarah

2007 «Globalization and Pension Reform in Latin America». En: *Latin American Politics and Society*, vol. 49, N° 4, pp. 31-62.

BUENO, F. M.

2008 «O movimento recente de internacionalização da burguesia brasileira». Trabajo presentado en: Colóquio Nacional Processos de Hegemonia e Contra-Hegemonia, 13-15 noviembre, Salvador.

CALDERÓN, Alvaro

2006 «The Expansion Model of the Major Chilean Retail Chains». En: *Cepal Review*, N° 90, pp. 149-168.

CALDERÓN, Álvaro y Stephany GRIFFITH-JONES

1995 «Los flujos de capital extranjero en la economía chilena. Renovado acceso y nuevos usos». Serie Desarrollo productivo, N° 24, Santiago de Chile: Cepal.

CHUDNOVSKY, Daniel y Andrés LÓPEZ

2000 «A Third Wave of FDI from Developing Countries: Latin American TNCs in the 1990s». En: *Transnational Corporations*, vol. 9, N° 2, pp. 31-74.

CORBO, Vittorio y Klaus SCHMIDT-HEBBEL

2003 «Efectos macroeconómicos de la reforma de pensiones en Chile». En: *Resultados y desafíos de las reformas a las pensiones*. Santiago: FIAP, pp. 259-351.

COWLING, Keith y Philip TOMLINSON

2005 «Globalisation and Corporate Power». En: *Contributions to Political Economy*, vol. 24, pp. 33-54.

CUERVO-CAZURRA, Álvaro

2007 «Liberalización económica y multilaterales». En: *Globalization, Competitiveness and Governability*, vol. 1, N° 1, pp. 66-87.

CYRINO, A. y B. TENURE

2009 «Trajectories of Brazilian Multinationals: Coping with Obstacles, Challenges and Opportunities in the Internationalization Process». En: ALMEIDA, A. y J. RAMSEY (org.), *The Rise of Brazilian Multinationals*. Río de Janeiro: Elsevier, pp. 11-38.

DATZ, Giselle

2009 «The Politics of Pensions and Debt in Argentina». Trabajo presentado en: 28° Congreso de la Latin American Studies Association, 11-14 junio, Río de Janeiro.

DEL SOL, Patricio

2004 «Chilean Foreign Direct Investment across Latin America: Alliances and Competitive Advantage». En: ARINO, A.; P. GHEMAWAT y J. RICART, *Creating Value Through International Strategy*. Gordonsville: Palgrave Macmillan, pp. 95-108.

DOWERS, Kenroy; Felipe GÓMEZ-ACEBO y Pietro MASCI

2003 «Developing a Strategy for Reforming Capital Markets in Latin America and the Caribbean». En: DOWERS, K. y P. MASCI (eds.), *Focus on Capital: New Approaches to Developing Latin American Capital Markets*. Washington, D. C.: IADB, pp. 3-34.

DUNNING, John

1988 «The Eclectic Theory of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions». En: *Journal of International Business Studies*, vol. 19, N° 1, pp. 1-31.

ECLAC

2006 *Foreign Investment in Latin America and the Caribbean 2005*. Santiago: United Nations / ECLAC.

ETCHEMENDY, Sebastián

2001 «Construir coaliciones reformistas. La política de las compensaciones en el camino argentino hacia la liberalización económica». En: *Desarrollo Económico*, vol. 40, N° 160, pp. 675-706.

FANELLI, José María

2004 «Desarrollo financiero, volatilidad e instituciones. Reflexiones sobre la experiencia argentina». Documento de trabajo 2004-03. Buenos Aires: Fundación PENT.

FINCHELSTEIN, Diego

2010 «Different States, Different Internationalizations: An Analysis of the Process of Firms' Internationalization in Argentina, Brazil and Chile». Disertación doctoral, Northwestern University, Río de Janeiro: LASA International Congress.

2008 «Corporate Governance in Brazil». Carta de: Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica, N° 45.

FONSECA, Paulo S. M.; Marcos D. ALECRIM y Marcelo M. SILVA

2007 «Siderurgia. Dimensionamento do potencial de investimento» Perspectivas do Investimento 2007/2010. Río de Janeiro: BNDES.

FOX, Tom; Halina WARD y Bruce HOWARD

2002 *Public Sector Roles in Strengthening Corporate Social Responsibility: A Baseline Study*. Londres: International Institute for Environment and Development (IIED).

GHEMAWAT, Pankaj

2007 *Redefining Global Strategy. Crossing Borders in a World where Differences Still Matter*, Cambridge: Harvard Business School Press.

GILPIN, Robert

2001 *Global Political Economy*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

GOLDSTEIN, Andrea

2007 *Multinational Companies from Emerging Economies. Composition, Conceptualization and Direction in the Global Economy*. Basingstoke: Palgrave-MacMillan.

2002 «Embraer: From National Champion to Global Player». En: *Cepal Review*, N° 77, pp. 97-115.

GOLOBNEK, Claudio y María Andrea URTURI

2010 «Banca de Desarrollo. Un Estudio de Caso: BNDES, Diseño Institucional y Rol Contracíclico 2007/2009». Documento de trabajo 28. Buenos Aires: CEFIDAR

GUILLÉN, Mauro y Esteban GARCÍA-CANAL

2009 «The American Model of the Multinational Firm and the "New" Multinationals From Emerging Economies». En: *The Academy of Management Perspectives*, vol 23, N° 2, pp. 23-35.

HAGGARD, Stephan y Robert KAUFMAN

- 1995 «Estado y reforma económica: la iniciación y consolidación de las políticas de mercado». En: *Desarrollo Económico*, vol. 35, N° 139, pp. 355-372.

HERNÁNDEZ, Leonardo y Fernando PARRO

- 2005 «Sistema financiero y crecimiento económico en Chile». En: *Estudios Públicos*, N° 99, pp. 97-134.

HUANG, Yasheng

- 2003 *Selling China. Foreign Direct Investment during the Reform Era*. Cambridge: Cambridge University Press.

IAZZETTA, Osvaldo

- 1997 «Capacidades técnicas y de gobierno en las privatizaciones de Menem y Collor de Mello». En: *Desarrollo Económico*, vol. 37, N° 146, pp. 263-285.

JONES, Cally y Mike LUBRANO

- 2002 «How Effective are Capital Markets in Exerting Governance on Corporations? Lessons of Recent Experience with Private and Public Legal Rules in Emerging Markets». En: LITAN, R.; R. POMERLEANO y V. SUNDARARAJAN (eds.), *Financial Sector Governance: The Roles of the Public and Private Sectors*. Washington: Brookings Institutions Press, pp. 18-21.

KAY, Stephen J.

- 2009 «Political Risk and Pension Privatization: The case of Argentina (1994-2008)». En: *International Social Security Review*, vol 62, N° 3, pp. 1-21.

KENYON, Thomas

- 2005 «Analyzing Firms' Responses to Policy Risk: Evidence from the Brazilian Novo Mercado». Manuscrito.

KHANNA, Tarun y Krishna PALEPU

- 1997 «Why Focused Strategies may be Wrong for Emerging Markets». En: *Harvard Business Review*, vol 75, N° 4, julio-agosto, pp. 41-51.

KOSACOFF, Bernardo

- 2000 *Corporate Strategies Under Structural Adjustments in Argentina. Responses by Industrial Firms to a New Set of Uncertainties*. Oxford: St. Antony's College.

KOSACOFF, Bernardo; Jorge FORTEZA; María Inés BARBERO y Alejandro STENGEL

- 2001 *Globalizar desde Latinoamérica. El caso Arcor*. Bogotá: McGraw Hill.

LA NACIÓN

- 2010 «La Argentina y Brasil, dos experiencias distintas». En: *La Nación*, 7 de febrero.

LAVELLE, Kathryn

- 2001 «Architecture of Equity Markets: The Abidjan Regional Bourse». En: *International Organization*, vol. 55, N° 3, pp. 717-742.

LEFORT, Fernando

2005 «Ownership Structure and Market Valuation of Family Groups in Chile». En: *Corporate Governance*, vol. 5, N° 1, pp.7-13.

LEFORT, Fernando y Eduardo WALKER

2005 «The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile». Documento de trabajo N° R-515. Washington: Inter-American Development Bank Research Network.

2002 «Pension Reform and Capital Markets: Are there any (Hard) Links?». Documento de trabajo N° 0201, enero. Santiago de Chile: The World Bank.

LÓPEZ, Andrés

2006 *Empresarios, instituciones y desarrollo económico. El caso argentino*. Buenos Aires: Cepal.

1999 «El caso chileno». En: CHUDNOVSKY, Daniel; Bernardo KOSACOFF y Andrés LÓPEZ, *Las multinacionales latinoamericanas. Sus estrategias en un mundo globalizado*. Buenos Aires: FCE, pp. 259-300.

MESA-LAGO, Carmelo

2009 «La ley de reforma de la previsión social argentina». En: *Nueva Sociedad*, N° 219, pp. 14-30.

OSZLAK, Oscar

2003 «El mito del Estado mínimo: una década de reforma estatal en la Argentina». En: *Desarrollo Económico*, vol. 42, N° 168, pp. 515-540.

PAULY, Louis

1988 *Opening Financial Markets: Banking Politics on the Pacific Rim*. Ithaca-Nueva York: Cornell University Press.

PERKINS, Susan

2005 «Institutional Environment Relatedness and Foreign Investment Failures in the Brazilian Telecommunications Industry». En: *Academy of Management, Best Paper Preceedings*.

RANKING AMÉRICA ECONOMÍA

2011 «Las 500 mayores empresas de América Latina». En: *América economía*. Fecha de consulta: 10/8/2011. <<http://rankings.americaeconomia.com/2011/500/ranking-500-america-latina.php>>.

REINSTEIN, Andrés y Francisco ROSENDE

2000 «Reforma Financiera en Chile». En: LARRAÍN, F. y R. VERGARA (eds.), *La transformación económica de Chile*. Santiago de Chile: Centro de Estudios Públicos, pp. 341-390.

ROUGIER, Marcelo

2007 «Instituciones y crecimiento económico. La experiencia del Banco Nacional de Desarrollo». En: *Nación-Región-Provincia*, N° 1.

2004 «Estado, empresas y crédito en la Argentina. Los orígenes del Banco Nacional de Desarrollo, 1967-1973». En: *Desarrollo Económico*, vol. 43, N° 172, pp. 515-544.

SANTISO, Javier

2008 «The Emergence of Latin Multinationals». En: *Cepal Review*, N° 95, pp. 7-30.

SCHNEIDER, Ben Ross

2009 «Big Business in Brazil: Leveraging Natural Endowments and State Support for International Expansion». En: MARTÍNEZ-DÍAZ, Leonardo (ed.), *Brazil as an Emerging Economic Superpower*. Washington, D. C.: The Brookings Institution, pp. 159-186.

2008 «Economic Liberalization and Corporate Governance: The Resilience of Economic Groups in Latin America». En: *Comparative Politics*, vol 40, N° 4, pp. 379-398.

SCHVARZER, Jorge

1995 «Grandes grupos económicos en la Argentina. Formas de propiedad y lógicas de expansión». En: BUSTOS, Pablo (comp.), *Más allá de la estabilidad. Argentina en la época de la globalización y la regionalización*. Buenos Aires: Fundación Friedrich Ebert, pp 129-158.

SENNES, R. y R. CAMARGO

2009 «Public Policies and Brazilian Multinationals». En: ALMEIDA, A. y J. RAMSEY (org.), *The Rise of Brazilian Multinationals*. Rio de Janeiro: Elsevier, pp. 157-173.

SIKKINK, Kathryn

1993 «Nuevo institucionalismo y política desarrollista. Capacidad y autonomía del Estado en Brasil y la Argentina». En: *Desarrollo Económico*, vol. 32, N° 128, pp. 501-531.

STALLINGS, Barbara y Rogelio STUDART

2006 *Finance for Development. Latin America in Comparative Perspective*. Washington D. C.: The Brookings Institution.

SULL, Donald N. y Martín E. ESCOBARI

2004 *Sucesso Made in Brazil: Os Segredos das Empresas Brasileiras que Dão Certo*. Rio de Janeiro: Elsevier / Campus.

TAVARES, M.

2007 «Outward Foreign Direct Investment by Enterprises from Argentina». En: *Global Players from Emerging Markets: Strengthening Enterprise Competitiveness Through Outward Investment*. Nueva York y Ginebra: UNCTAD, pp. 13-22.

TORRE, Juan Carlos

1998 *El proceso político de las reformas económicas en América Latina*. Buenos Aires: Paidós.

UNCTAD (UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT)

2011 *UNCTAD Stat data base. Foreign Direct Investment*. <<http://unctadstat.unctad.org/>>.