RIDAA
Repositorio Institucional
Digital de Acceso Abierto de la
Universidad Nacional de Quilmes

Universidad
Nacional
de Quilmes

García Zanotti, Gustavo Daniel

Trayectorias divergentes en la financiarización de las grandes empresas extranjeras no financieras de Argentina y Brasil durante el nuevo milenio (2000-2017)

Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Argentina.
Atribución - No Comercial - Sin Obra Derivada 2.5
https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.5/ar/

Documento descargado de RIDAA-UNQ Repositorio Institucional Digital de Acceso Abierto de la Universidad Nacional de Quilmes de la Universidad Nacional de Quilmes

Cita recomendada:
García Zanotti, G. D. (2020). Trayectorias divergentes en la financiarización de las grandes empresas extranjeras no financieras de Argentina y Brasil durante el nuevo milenio (2000-2017). (Tesis de doctorado). Universidad Nacional de Quilmes, Bernal, Argentina. Disponible en RIDAA-UNQ Repositorio Institucional Digital de Acceso Abierto de la Universidad Nacional de Quilmes
http://ridaa.unq.edu.ar/handle/20.500.11807/2182

Puede encontrar éste y otros documentos en: https://ridaa.unq.edu.ar

Universidad
Nacional
de Quilmes

Roque Sáenz Peña 352 // Bernal
Buenos Aires // Argentina
t.: (+41 11) 4365 7100
f.: (+54 11) 4365 7101
info@unq.edu.ar

Gustavo Daniel García Zanotti, Repositorio Institucional Digital de Acceso Abierto,
Abril de 2020, pp. 354,
http://ridaa.unq.edu.ar,
Universidad Nacional de Quilmes, Secretaría de Posgrado,
Doctorado en Desarrollo Económico

Trayectorias divergentes en la financiarización de las grandes empresas extranjeras no financieras de Argentina y Brasil durante el nuevo milenio (2000-2017)

TESIS DOCTORAL

Gustavo Daniel García Zanotti

gustavo.d.garcia89@gmail.com

Resumen

La presente tesis posee como objetivo analizar las trayectorias divergentes en la financiarización de las grandes empresas multinacionales extranjeras no financieras a partir de las diferencias en los regímenes de acumulación entre Argentina y Brasil durante el nuevo milenio (2000-2017) en sectores transables. La metodología propuesta combina enfoques de tipo cualitativos y cuantitativos dado que se pretende construir tipologías de financiarización con información contable y financiera a nivel firma. A partir de la misma se busca comprender la estrategia de acumulación desarrollada por las subsidiarias. Para ello, se realizarán estudios de casos múltiples de empresas seleccionadas de Argentina y Brasil para demostrar la divergencia en la financiarización. Dicha divergencia se habría producido debido a que Argentina interrumpió el proceso de valorización financiera, mientras que Brasil continuó con el mismo.

Doctorado en Desarrollo Económico

Directores: Norma Lanciotti - Sergio Arelovich

Tesis doctoral

Gustavo García Zanotti

Trayectorias divergentes en la financiarización de las grandes empresas extranjeras no financieras de Argentina y Brasil durante el nuevo milenio (2000-2017)

Gustavo García Zanotti

Índice general

I Problematización, objetivos, hipótesis, marco teórico, antecedentes y metodología **9**

1 Introducción **10**

1.1 Objetivos . . . 15
1.1.1 Objetivo general . . . 15
1.1.2 Objetivos específicos . . . 15
1.2 Hipótesis . . . 16
1.2.1 Hipótesis general . . . 16
1.2.2 Hipótesis específicas . . . 16
1.3 Marco Teórico . . . 18
1.3.1 Régimen de acumulación y financiarización . . . 18
1.3.2 Empresas multinacionales: Teoría de la IED y Cadenas Globales de Valor . . . 19
1.3.3 Comportamiento de las grandes firmas . . . 22
1.3.3.1 Determinantes de la inversión productiva . . . 22
1.3.3.2 Destinos financiarizados del excedente de las grandes empresas en las periferias: fuga de capitales e inversión financiera . . . 23
1.3.3.3 Estrategias de acumulación y tipologías de financiarización 25
1.3.3.4 Ciclo de valorización del capital . . . 27
1.4 Antecedentes . . . 28
1.5 Contribución . . . 32

2 Metodología **45**

2.1 Alcances y limitaciones de la información contable . . . 49
2.1.1 La contabilidad creativa como limitante . . . 49
2.1.2 Algunos resguardos adicionales en el uso de los datos contables para las investigaciones . . . 50
2.1.3 Alcances en el uso de datos contables . . . 51
2.2 ¿Cómo construir variables económicas a partir de los balances contables? . 52

2.2.1 Inversión productiva . . . 52
2.2.2 Fuga de capitales . . . 53
2.2.2.1 ¿Qué es la fuga de capitales? . . . 53
2.2.2.2 ¿Cómo se mide la fuga de capitales? . . . 55
2.2.2.3 Guaridas fiscales: ¿qué son? . . . 61
2.2.2.4 Guaridas fiscales: ¿cuáles son las funciones de las cáscaras? 63
2.2.3 Inversión financiera . . . 65
2.2.4 Excedente y su destino . . . 69
2.2.5 Endeudamiento . . . 71

II Regímenes de acumulación y políticas económicas en Argentina y Brasil (1990-2017) 77

3 Brasil 78
3.1 La evolución de la economía de Brasil durante las últimas décadas (1990-2017) . . . 79
3.1.1 La financiarización en Brasil . . . 79
3.1.2 Régimen de IED y los controles de capitales . . . 88
3.2 Régimen de acumulación . . . 91
3.2.1 Disputa por el excedente: evolución de los precios relativos . . . 91
3.2.2 Cúpula empresaria . . . 92
3.3 La cúpula empresaria y su comportamiento durante las últimas décadas (1994-2016) . . . 99
3.4 Conclusión . . . 104

4 Argentina 109
4.1 La evolución de la economía de Argentina (1990-2017) . . . 110
4.1.1 Dinámica económica argentina . . . 110
4.1.2 Régimen de IED y evolución de los controles de capitales . . . 121
4.2 Régimen de acumulación y cúpula empresaria . . . 123
4.2.1 Disputa por el excedente: evolución de los precios relativos . . . 123
4.2.2 Cúpula empresaria . . . 125
4.3 La cúpula empresaria y su comportamiento a lo largo del tiempo (1994-2016) 133
4.4 Conclusión . . . 138

III Grandes empresas extranjeras por sectores de actividad en Argentina y Brasil 143

5 Empresas extranjeras de la Agro-industria 144

5.1 Presentación de los casos . . . 145
5.2 La agro-industria en Argentina . . . 151
5.2.1 Conociendo al capital . . . 151
5.2.1.1 Importancia sectorial y aporte de divisas . . . 151
5.2.1.2 Estructuras controlantes . . . 154
5.2.1.3 Mapa de subsidiarias. Grado de centralización del capital 155
5.2.2 Estrategia de acumulación . . . 158
5.2.2.1 Nivel de endeudamiento y procedencia del endeudamiento 158
5.2.2.2 Endeudamiento y su destino . . . 162
5.2.3 Inversión productiva . . . 168
5.2.4 Inversión financiera e ingresos financieros . . . 173
5.2.5 Fuga de capitales en las empresas argentinas . . . 178
5.2.5.1 Fuga de capitales: Formación de activos en el exterior y giros de dividendos . . . 178
5.2.5.2 Fuga de capitales: precio de transferencia en el comercio intra-firma . . . 182
5.2.5.3 Fuga de capitales: Compra de bienes y servicios intra-firma . . . 187
5.2.5.4 Créditos y préstamos intra-firma . . . 189
5.2.5.5 Fuga de capitales: distintos componentes . . . 195
5.3 La agro-industria en Brasil . . . 198
5.3.1 Centralización del capital y estructura corporativa . . . 200
5.3.2 Estrategia de acumulación . . . 201
5.3.2.1 Nivel y procedencia del endeudamiento . . . 201
5.3.2.2 Endeudamiento y su destino . . . 203
5.3.3 Inversión productiva . . . 207
5.3.4 Inversión financiera e ingresos financieros . . . 209
5.3.5 Fuga de capitales . . . 214
5.3.5.1 Dividendos girados . . . 214
5.3.5.2 Créditos y préstamos intra-firma . . . 215
5.3.5.3 Comercio con empresas vinculadas en dominios extrate-rritoriales . . . 219
5.3.5.4 Fuga de capitales: todo los componentes . . . 222
5.4 Conclusión . . . 223

6 Empresas extranjeras del sector industrial 237
6.1 Conociendo al capital en Brasil y Argentina . . . 238
6.2 Presentación de los casos . . . 241
6.3 Industria manufacturera en Brasil . . . 245

6.3.1 Estrategia de acumulación . . . 249
6.3.2 Fuga de capitales . . . 255
6.3.2.1 Estructura de control . . . 255
6.3.2.2 Componentes de la fuga: el excedente es a la fuga lo que la fuga es al excedente . . . 256
6.3.3 Inversión financiera . . . 262
6.3.4 Inversión productiva . . . 267
6.4 Industria manufacturera argentina . . . 270
6.4.1 Estrategia de acumulación . . . 274
6.4.2 Fuga de capitales . . . 278
6.4.2.1 Estructuras controlantes . . . 278
6.4.2.2 Fuga de capitales: componentes . . . 279
6.4.3 Inversión financiera . . . 283
6.4.4 Inversión productiva . . . 287
6.5 Conclusión . . . 289

7 Empresas extranjeras del Sector Petrolero 296
7.1 Presentación de casos . . . 297
7.2 Argentina: poniendo en contexto al sector . . . 299
7.2.1 Estructura corporativa . . . 301
7.2.2 Compra-venta de empresas . . . 305
7.2.2.1 Compra de las estructuras principales . . . 305
7.2.2.2 Realización de rentas financieras por ganancias patrimoniales por parte de los controlantes . . . 307
7.2.2.3 Compra de activos a empresas relacionadas: salida de divisas . . . 313
7.2.2.4 Desinversión en las estructuras principales . . . 313
7.2.2.5 Fusión entre empresas . . . 316
7.2.3 Fuga de capitales . . . 317
7.2.3.1 Fuga por componente y vínculos con empresas relacionadas 318
7.2.4 Una nueva modalidad en el financiamiento a gran escala . . . 321
7.2.4.1 Contrato entre Chevorn-YPF . . . 323
7.2.4.2 Tecpetrol un viejo jugador con nueva estrategia de acumulación . . . 328
7.3 El sector en Brasil . . . 332
7.4 Conclusión . . . 336

IV Conclusiones de la Tesis **340**

8 Conclusión **341**

8.1 Divergencia en las estrategias de acumulación 347

8.2 Enseñanzas y consecuencias para el desarrollo económico 350

Agradecimientos

Al CONICET (Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas) por la beca doctoral y al pueblo argentino por su financiamiento a través de sus tributos. A mi querida directora de tesis, Norma Lanciotti por sus preciados aportes. En el mismo sentido, a mi co-director, Sergio Arelovich. A las autoridades de la Facultad de Ciencias Económicas y Estadística -UNR- y a la Escuela de Economía por cobijarme como lugar de trabajo. Al jurado compuesto por Martín Schorr, Marisa Duarte y Rodrigo Pérez Ártica por sus comentarios y sugerencias en la instancia de Pre-Defensa, y por los tiempos prestados en la evaluación. A la Universidad Nacional de Quilmes y al Doctorado en Desarrollo Económico, en especial a su Director, Fernando Porta. A los seminarios cursados en el mismo, los cuales sirvieron para la escritura de la tesis. Un particular agradecimiento a los respectivos talleres de tesis, integrados por los profesores Alejandro Gaggero, Bernabé Malacalza, Juan Santarcángelo y Fernando Porta que me ayudaron a orientar el proyecto de tesis. A Verónica Robert por sus comentarios y sugerencias. A mis colegas y amigos por sus diversos aportes, en especial, a Lorenzo Cassini, Lavih Abraham, Marco Kofman, Facundo López Crespo, Mariana Fernández Massi, Pablo Bertinat, Nicolás Ferri, Ian Sweeny, Ezequiel Orso, Martín Álvarez, Fernando Cabrera, Hernán Roitbarg, Gustavo Ludmer, Federico Maciel, Ariel D´Alessandro, Nicolás Zeolla, Francisco Cantamutto, Agostina Costantino, Alejandro Bercovich, y Javier Vago. En general, a todes les integrantes de la Sociedad de Economía Crítica, el Comité Editorial de los Cuadernos de Economía Crítica y la cátedra de Economía Política de la Facultad de Derecho -UNR-. A todes les mencionades se les exime de responsabilidad por los errores y omisiones que puedan existir en la presente tesis.

Por otra parte, esta tesis fue posible dado que se utilizó software libre. La misma fue escrita en código LaTeX, mientras que el procesamiento de los datos y gráficos fue realizado a través de lenguajes de programación R. En el mismo sentido, el libre acceso a bibliografía por medio de Sci-Hub y de Library Genesis (más conocido vulgarmente como Libgen) fue indispensable para sostener la calidad de las citas.

Por último, y no menos importante, se agradece el acompañamiento cotidiano de la familia: Patricia Zanotti, Alejandro García, Carlos García y Carol.

Resumen

La presente tesis posee como objetivo analizar las trayectorias divergentes en la financiarización de las grandes empresas multinacionales extranjeras no financieras a partir de las diferencias en los regímenes de acumulación entre Argentina y Brasil durante el nuevo milenio (2000-2017) en sectores transables. La metodología propuesta combina enfoques de tipo cualitativos y cuantitativos dado que se pretende construir tipologías de financiarización con información contable y financiera a nivel firma. A partir de la misma se busca comprender la estrategia de acumulación desarrollada por las subsidiarias. Para ello, se realizarán estudios de casos múltiples de empresas seleccionadas de Argentina y Brasil para demostrar la divergencia en la financiarización. Dicha divergencia se habría producido debido a que Argentina interrumpió el proceso de valorización financiera, mientras que Brasil continuó con el mismo.

Tema: Financiarización de corporaciones no financieras en países emergentes.

Parte I

Problematización, objetivos, hipótesis, marco teórico, antecedentes y metodología

Capítulo 1

Objeto de estudio

La mayoría de los gobiernos ven con buenos ojos a la entrada de capitales extranjeros. Se tiende a exaltar los efectos positivos a la llegada de inversiones desde el exterior en torno al empleo, los ingresos tributarios y el crecimiento económico. Sin embargo, el comportamiento del capital en pleno Siglo XXI dista de poseer tales efectos sobre la economía. El denominado "efecto derrame" de la Inversión Extranjera Directa (IED) sobre toda la población de un territorio suele tener alcances muy reducidos en cualquier país en general, y por sobre todo, en países periféricos en particular (Carkovic & Levine 2005, Konings 2001, Agénor & Montiel 2015, Prasad et al. 2007). A lo largo de esta tesis, observaremos que los rasgos principales de la financiarización comprenden un obstáculo al desarrollo económico.

En primer lugar, se suele considerar a la IED como sinónimo de inversión en formación bruta de capital fijo (Calcagno et al. 2018). Lejos de dicha concepción, el capital posee lógicas de acumulación muchas veces disociada de la producción, y más bien, próximas a la especulación (Arceo 2011, Krippner 2005). La entrada de capitales se podría deber al ingreso de préstamos intra-firma destinados a la adquisición de inversiones financieras para obtener ganancias en un corto plazo. En otras ocasiones, la llegada de IED se produce por la compra de empresas ya existentes. Por otro lado, la reinversión de utilidades no necesariamente se encontraría destinada a la inversión productiva, sino que ésta puede poseer otros usos no productivos. Por ello, se torna útil disponer de los balances contables con el fin de abordar el efectivo comportamiento de las empresas multinacionales.

El comportamiento de las empresas extranjeras de mayor facturación posee una elevada incidencia en las políticas económicas, el régimen de acumulación y el desarrollo económico (Lanciotti & Lluch 2018, Green & Laurent 1988, Azpiazu et al. 1987, Gonçalves 2006). Dicho comportamiento puede ser estudiado por medio del destino tanto de las ganancias como del endeudamiento corporativo. En muchos casos, dichos destinos significarán la reproducción del subdesarrollo, en lugar de posibilitar un sendero de desarrollo económico sostenible. A contramano de las afir-

maciones neoclásicas, el bajo nivel de acumulación fija de capital en los países periféricos no debiera ser explicado por la escasez de recursos, sino por el desvío de dichos recursos hacia fines no productivos (léase inversión financiera, fuga de capitales).

El financiamiento del desarrollo es un tema central para los países periféricos (véase UNCTAD 2012, CEPAL 2018), entendiendo como tal a los ingentes fondos necesarios para posibilitar un cambio estructural de sus matrices productivas. La IED podría resultar un camino que se presenta a priori viable para encarar los objetivos del desarrollo. Sin embargo, tanto las formas que adquirieron la entrada de capitales, como las transferencias desde las periferias hacia el centro, ponen en cuestionamiento el impacto positivo de las multinacionales en el desarrollo económico. Esto se debe por dos conjuntos de razones, en primer lugar, la fuga de capitales incrementa la necesidad de divisas, y con ella, el endeudamiento externo de los países en desarrollo. En segundo lugar, dicha fuga relega las inversiones productivas sobre la base de la especulación. En consecuencia, mayores niveles de fuga de capitales se reflejarán en efectos inmediatos en el empleo, la evolución del salario, la tributación –y en definitiva, en una menor infraestructura social—, etc.

A partir de la última globalización se ha popularizado el término de Cadenas Globales de Valor (CGV) (Gereffi 2014, Gereffi & Fernandez-Stark 2011). Las agencias internacionales entienden a las CGV como una vía para el desarrollo de los países en desarrollo. Estos países podrían abrazar la globalización e insertarse en el segmento productivo que les resulte conveniente (Fernández 2015, Werner et al. 2014). El primer paso para dar el gran salto consistiría en desplegar una estrategia tendiente a buscar la especialización sobre aquellas ramas de actividad en la cual el país en desarrollo presente una elevada dotación relativa de factores productivos, ya sea vinculada a los recursos naturales, o bien, basada en la disponibilidad de mano de obra barata (véase Marín 2016, Pérez et al. 2014). Paulatinamente, el ascenso en la cadena de valor debería incorporar mayores capacidades tecnológicas sobre los senderos productivos escogidos. De esta forma, los países en desarrollo podrán ir ascendiendo en actividades cada vez más complejas y de mayor valor agregado.

En este sentido, se suele pensar que existirá desarrollo económico para todo país que esté dispuesto a abrir sus fronteras y permita atraer capitales, siendo la globalización sinónimo de crecimiento y mayores niveles de empleo. Sin embargo, al recomendar la especialización productiva, esta visión se asemejaría a las ideas de las ventajas comparativas ricardianas del siglo XIX. En definitiva, estos postulados legitimaron la irrupción de la última globalización ante formas de organización de la producción que propiciaron la desintegración de las estructuras productivas nacionales (véase Arend 2015, Tregenna 2015).

En segundo lugar, como veremos a lo largo de esta tesis, la creación y consolida-

ción de las guaridas fiscales[1] resultó en un mecanismo esencial para el armado de las CGV. Las guaridas fiscales se ubicaron en la centralidad del proceso de mundialización y financiarización del capital (UNCTAD 2014). De esta forma, el financiamiento para el desarrollo se constituyó en un negocio financiero que facilitó la evasión impositiva y la especulación financiera. El destino del financiamiento se presentó condicionado por las filiales en guaridas fiscales. Como veremos, en la mayoría de los casos estudiados, las filiales de las multinacionales se encontraron controladas (en términos de propiedad) por estructuras *offshore*. Además, los giros de dividendos terminaron en manos de filiales en tales dominios. Por lo tanto, gran parte de las ganancias corporativas de las empresas extranjeras fueron absorbidas por filiales del mismo conglomerado en países con baja tributación. En consecuencia, las nuevas estructuras de organización de la producción, el comercio y las finanzas, significaron condiciones favorables para las multinacionales en la disputa por el excedente.

Vinculado al punto anterior, se suele destacar el aporte de divisas de las IED como un aspecto positivo para las economías periféricas (Meyer 2003, Gonçalves 2011). Desde ya, este punto dependerá del sector de actividad que se aborde. En primer lugar, las CGV promovieron la desintegración productiva, y por ende, los procesos que con anterioridad se realizaban al interior de las fronteras, pasaron a ser internacionalizados. En reiteradas experiencias, la desintegración productiva implicará una mayor necesidad de divisas para llevar a cabo las importaciones debido al incremento del comercio intra-firma. En segundo lugar, la financiarización del capital significó su continua movilidad, y por ende, el incremento de la velocidad por la cual los capitales entran y salen de los países. Dichas entradas y salidas de capital se produjeron tanto por medio de los ingresos de préstamos intra-firma como por sus rápidas amortizaciones al vencimiento. En adición, dichos préstamos se adquirieron a elevadas tasas de intereses, las cuales reflejaron el riesgo asociado que poseen los países periféricos. Sumado a esto, la fuga de capitales presionó aún más sobre la restricción externa y la demanda de divisas, más aún cuando se trata de grandes empresas, siendo estas las que destinan ingentes excedentes a tal fin.

En esta tesis doctoral observaremos el comportamiento de grandes filiales de multinacionales en países del Cono Sur a través de información contable. El objetivo de la misma consistirá en entender el impacto de dichas firmas en el desarrollo económico durante el nuevo milenio. Este período suele caracterizarse por el ascenso de la financiarización de las economías en general y de las corporaciones en particular. En tanto, se pretenderá conocer las problemáticas, desafíos y especificidades que posee dicho comportamiento financiarizado en los países periféricos.

[1] Las guaridas fiscales suelen caracterizarse por su baja tributación, el secretismo fiscal y bancario, la baja cooperación internacional en la evasión impositiva, un desarrollo elevado del sector financiero, y una elevada desregulación en la cuenta de capitales. Más adelante se realizará una caracterización exhaustiva de las guaridas fiscales (véase capítulo metodológico).

Para ello, se escogieron a grandes empresas extranjeras debido a que estas solieron poseer mayores facilidades en el acceso tanto del financiamiento, como así también en la disponibilidad de diversos mecanismos de transferencias de riqueza al exterior a través de la fuga de capitales. Esto nos permite pensar en el tipo y magnitud del financiamiento por parte del capital extranjero respecto a las firmas nacionales (véase para el caso argentino Burachik 2010), como así también, en su mayor influencia en la balanza de pagos (véase para el caso de Brasil Gonçalves 2011). Estas características diferenciales propias del capital transnacional les permitirán desplegar prácticas tanto de entrada como de salidas de capitales.

Los casos a comparar son Argentina y Brasil, países que presentan un nivel de desarrollo humano medio o medio-alto[2] y de un nivel de industrialización medio en el orden económico mundial[3], sin embargo, por su condición de países periféricos o semiperiféricos, poseen una estructura productiva heterogénea, y una elevada desigualdad en el ingreso[4] [5].

Analizaremos el período 2000-2017, dado que durante el mismo se produjo un incremento sustancial en los precios internacionales de los *commodities* debido al dinamismo económico del Sudeste asiático. Esto permitió a las empresas extranjeras incrementar sus excedentes y su nivel de endeudamiento, y como consecuencia, a desarrollar nuevas capacidades productivas, realizar ingentes fugas de capitales e inversiones financieras, y por ende, a desplegar estrategias financiarizadas.

Se ha escogido a un conjunto de firmas de sectores transables que resultaron favorecidas por el aumento de los precios internacionales: el sector de la agro-industria (aceites y oleaginosas), la industria manufacturera, y el sector petrolero (véase Cuadros 1.1 y 1.2) [6]. Para el año 2017, las firmas extranjeras seleccionadas en Argentina sumaron ventas por unos US$ 38.038 millones, mientras en Brasil estas alcanzaron a 64.827 millones. En relación al PBI (en términos corrientes) de cada país, dichas ventas representaron el 6% con respecto a Argentina y el 3% para Brasil. Las firmas argentinas seleccionadas sumaron exportaciones por US$ 14.778 millones, mientras

[2] Mientras Argentina se posiciona en el ranking del Índice de Desarrollo Humano en el puesto 47° en el año 2017 a nivel mundial, Brasil se ubica en el puesto 79° (véase PNUD 2018).

[3] Argentina se posiciona como la economía más industrializada de América Latina, midiendo su capacidad industrial en valor agregado industrial per cápita, mientras se encuentra en el puesto 43° (año 2014) a nivel mundial; por otro lado, Brasil se posiciona en el puesto 57° a nivel mundial en términos de desarrollo industrial, medido de la misma forma (Según datos del Banco Mundial a partir del *Manufacturing value added per capita*).

[4] Brasil se posiciona en el puesto número 14° a nivel mundial entre los países más desiguales a partir del coeficiente GINI, mientras Argentina se posiciona en el puesto 42° (Según datos de la PNUD a partir del Banco Mundial).

[5] Para una caracterización del significado del Desarrollo Económico desde un punto de vista estructuralista, véase Ocampo (1998), Bielschowsky (1998, 2009).

[6] En ciertos sectores existe un mayor número de firmas argentinas. Como veremos más adelante, dicha diferencia radica dado que en Brasil, los recursos naturales se encuentran mayormente en manos de firmas nacionales -ya sean privadas como estatales-.

las brasileras contabilizaron unos US$ 12.664 millones, representado un 23% y un 6% respectivamente del total exportado en cada país. Todas las firmas seleccionadas tanto de Argentina como de Brasil se encuentran dentro de la cúpula empresaria de dichos países. Es decir, estas firmas se ubicaron dentro del ranking de las 200 firmas que más facturan de Argentina y de Brasil, respectivamente. Por último, debido a la disponibilidad de información, los períodos analizados en cada caso pueden variar.

Cuadro 1.1: Empresas argentinas seleccionadas: ventas en millones US$ de 2017, exportaciones en millones US$ de 2017, posición en la cúpula empresaria y período disponible de información; relación entre las ventas y el PBI a precios corrientes y las exportaciones totales de Argentina en los respectivos años.

Sector	Empresa	Ventas 2017 US$ Millones	Exportaciones 2017 US$ Millones	Posición en la cúpula empresaria	Fuentes disponibles
Agro-Industria	Cargill S.A.C.I.	3.324	3.299	10°	2003-2014
	Bunge Argentina S.A.	2.980	2.845	16°	2003-2013
	LDC Argentina S.A. (Dreyfus)	2.748	2.480	17°	2003-2015
	Oleaginosa Moreno Hns.	1.950	1.698	30°	2007-2014
	COFCO (Nidera y Noble)	3.150	2.954	34°	2003-2015
Industria Manufacturera	Siderar	2.309	113	24°	2003-2017
	Solvay Indupa	650	57	89°	2003-2017
	Comp. Industrial Cervecera	595	5	91°	2003-2014
	Arauco Argentina	420	107	138°	2004-2016
	Quickfood	356	73	166°	2007-2017
Sector Petrolero	YPF	13.943	503	1°	2000-2011
	Pan American Energy	2.482	510	21°	2000-2011
	Petrobras Argentina	2.369	57	28°	2003-2015
	Contrato Chevron-YPF	463	-	147°	2014-2017
	Tecpetrol	299	87	192°	2011-2017
Total		**38.038**	**14.788**		
Ventas sobre PBI / expo de firmas sobre exportaciones totales		**6%**	**26%**		

Fuente: Elaboración propia con datos de las Revistas Mercado, Prensa Económica, TradeNosis y Banco Mundial.

Cuadro 1.2: Empresas brasileras seleccionadas: ventas en millones US$ de 2017, exportaciones en millones US$ de 2017, posición en la cúpula empresaria y período disponible de información; relación entre las ventas y el PBI a precios corrientes y las exportaciones totales de Brasil en los respectivos años.

Sector	Empresa	Ventas 2017 Millones US$	Exportaciones 2017 Millones US$	Posición en la cúpula empresaria	Fuentes disponibles
Agro-industria	Cargill Agrícola S.A.	10.728	8.796	8°	2003-2017
	Bunge Fertilizantes S.A.*	2.431	-	66°	2003-2012
	Raízen Energia S.A.	3.817	1.922	31°	2010-2017
Industria Manufacturera	AmBev	15.009	-	5°	2003-2017
	Usiminas	3.363	470	48°	2003-2017
	Whirlpool	2.971	449	83°	2003-2017
	Bayer	1.961	112	92°	2003-2017
	Souza Cruz**	1.689	545	113°	2003-2014
	DuPont do Brasil	1.096	112	184°	2003-2017
Sector petrolero	Raízen Combustíveis S.A.	21.761	258	4°	2011-2017
Total		**64.827**	**12.664**		
Ventas sobre PBI / expo de firmas sobre exportaciones totales		**3%**	**6%**		

*2012
**2014

Fuente: Elaboración propia con datos de las Revistas Exame, Valor1000, TradeNosis y Banco Mundial.

1.1 Objetivos

1.1.1 Objetivo general

Analizar las tipologías de financiarización de las grandes empresas extranjeras en Argentina y Brasil en sectores transables durante el nuevo milenio (2000-2017), a partir de sus estrategias de acumulación, su inserción sectorial y el régimen de acumulación imperante.

1.1.2 Objetivos específicos

1. Identificar y comparar las etapas de los regímenes de acumulación y las transformaciones en el conjunto de las grandes empresas de Argentina y Brasil en el nuevo milenio (2000-2017).
2. Analizar e identificar la estrategia de acumulación de las empresas filiales de multinacionales seleccionadas a partir de las fuentes de financiamiento y del tipo de inversión desarrollada en cada etapa del régimen de acumulación.
3. Analizar e identificar el tipo y la magnitud de los ingresos financieros y la fuga de capitales a las guaridas fiscales, llevadas a cabo por las filiales de multinacionales seleccionadas para cada una de las etapas del régimen de acumulación.

1.2 Hipótesis

1.2.1 Hipótesis general

La financiarización de la economía comprende relaciones económicas y de poder que resultan ser hegemónicas por parte de los diversos actores económicos (léase empresas, finanzas, mercado de capitales, Estado, etc.). Sin embargo, dicha financiarización en Argentina y Brasil emprendió un proceso divergente en el nuevo milenio. La valorización financiera en Argentina fue interrumpida. En este último caso, los andamiajes macroeconómicos que posibilitaron la valorización financiera fueron desarticulados (tipo de cambio apreciado, elevada tasa de interés, endeudamiento, etc.). Sin embargo, las grandes empresas en general y las multinacionales en particular siguieron operando bajo prácticas financiarizadas. Es decir, estas empresas no pudieron operar bajo lógicas tales como el *carry trade* como lo hicieron a costa del Estado en períodos previos de auge neoliberal, en consecuencia, debieron buscar otros caminos alternativos para la obtención de rentas financieras y su posterior fuga.

Por el contrario, la financiarización en Brasil siguió operando durante el nuevo milenio bajo el esquema de valorización financiera. Ésta estuvo traccionada por el Estado a partir del mantenimiento de tasas reales positivas y la apreciación del tipo de cambio. De esta forma, las empresas no financieras se convirtieron en plataformas financieras a partir de su endeudamiento y la canalización de dichos fondos en activos financieros para la consiguiente fuga de los excedentes. Bajo este escenario, la inversión productiva de las empresas permaneció en niveles reducidos, dado que la misma compitió con las ganancias financieras.

La fuga de capitales se tornó en el eje central de la acumulación de las subsidiarias de las multinacionales en ambos países abordados. En tanto, la divergencia se presentó en: las fuentes de financiamiento, en el destino de los fondos (es decir, las inversiones), y en las formas que adquirió la fuga de capitales.

El sector de actividad resultó ser otro elemento que condicionó el comportamiento de la financiarización de las empresas. Existió una correlación entre la forma de estructurar los negocios de las empresas multinacionales, el sector y las herramientas financieras.

1.2.2 Hipótesis específicas

1. La valorización financiera en Argentina fue interrumpida, lo cual no significó el letargo de la financiarización de las empresas, sino su re-estructuración bajo otras formas. La financiarización en Argentina se vio traccionada mayormente en los mega proyectos productivos vinculados a los sectores extractivos. En

este sentido, por lo general, las empresas extranjeras de la cúpula empresaria argentina se acentuaron en aquellos sectores vinculados a los recursos naturales y su bajo procesamiento. De esta forma, el aumento de precios de los *commodities* fue el eje central que permitió la valorización del capital de dichas empresas. En cambio, los sectores extractivos en Brasil no presentaron elevados grados de extranjerización. Por lo tanto, las empresas extranjeras no lograron aprovechar el incremento de los *commodities* para su valorización en la misma manera (aunque existen contadas excepciones). Sin embargo, como economía inserta bajo un régimen de acumulación por valorización financiera, el eje de tracción del crecimiento corporativo se articuló en la centralización del capital. En el nuevo milenio, las empresas extranjeras en este último país adquirieron a empresas en sectores vinculados con los servicios públicos. Sin embargo, estos sectores no poseían el mismo dinamismo que el acontecido durante el proceso de privatizaciones. Por lo tanto, el peso de las empresas extranjeras menguó en comparación a fines de los años noventas.

2. La utilización del financiamiento obtenido difirió según el caso y el sector. Si bien las corporaciones de Argentina destinaron gran parte del financiamiento para el aumento de las capacidades productivas, estas diversificaron sus carteras de activos para hacerse de mayor liquidez. En la mayoría de los casos, esta liquidez se reflejó en créditos y bienes de cambio [7] los cuales posibilitaron prácticas de especulación en el corto plazo. En cambio, las multinacionales en Brasil presentaron una cartera de activos aún más líquida: estamos hablando de efectivo e inversiones financieras. Además, la centralización del capital resultó en una vía de acumulación dentro de los activos menos líquidos. Respecto de las fuentes de financiamiento de las empresas multinacionales en Brasil, estas generalmente provinieron de empresas vinculadas. Como consecuencia de la valorización financiera en Brasil, el nivel de endeudamiento resultó ser más elevado que en la Argentina. Sin embargo, en ambos casos, la financiarización de las empresas extranjeras se reflejó en detrimento de los activos fijos, los cuales perdieron peso en la cartera de activos totales. Por lo tanto, el financiamiento y el excedente tuvo distintos destinos a la inversión productiva.

3. Tanto en Argentina como en Brasil, las estructuras corporativas de las multinacionales detentaron numerosos vínculos con empresas relacionadas en guaridas fiscales. Estas últimas habilitaron prácticas ligadas a la financiarización. Sin embargo, existieron diferencias en la articulación entre tales filiales en guaridas fiscales, la fuga de capitales, el sector de actividad y el régimen de acumulación imperante. Las empresas extranjeras de Brasil se constituyeron en

[7] Es decir, mercaderías, productos finales o semi elaborados, etc.

plataformas financieras al recibir los préstamos de compañías vinculadas para su posterior pago de intereses. La fuga de capitales de la multinacionales de Argentina estuvieron relacionadas al devenir productivo y comercial (por ej. precio de transferencia en el comercio, giros de dividendos, etc.). Por otra parte, las corporaciones en Argentina tuvieron una especial predisposición al ahorro en dólares, traducido en formación de activos externos. En tanto, la centralización del capital propio del régimen de acumulación de Brasil, permitió centralizar las rentas de propiedad para luego ser remitidas en forma de dividendos girados hacia estructuras en dominios extraterritoriales.

1.3 Marco Teórico

1.3.1 Régimen de acumulación y financiarización

La escuela francesa de la regulación definió al régimen de acumulación como el esquema o modelo de crecimiento constituido por un conjunto de regularidades que permiten al capital reproducirse en el tiempo (Boyer 2007). En tanto, la financiarización es entendida como un particular tipo de régimen de acumulación. Dicho fenómeno surgió a raíz de las mutaciones de la economía mundial durante las últimas décadas, dando origen a un nuevo estadio clasificado como de "hegemonía de las finanzas" (Arceo 2011, Duménil & Lévy 2013).

Epstein (2005, pág. 3) considera a la financiarización como "el creciente papel de las motivaciones financieras, los mercados financieros, los actores financieros y las instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacionales". Otra definición muy citada es la de Krippner (2005, pág. 174), caracterizando al proceso de financiarización como "un patrón de acumulación en el cual la búsqueda de ganancias ocurre de manera creciente a través de canales financieros, en detrimento del comercio y la producción". En tercer lugar, Palley (2007, pág. 2) entiende que "la financiarización es un proceso mediante el cual los mercados financieros, las instituciones financieras y las élites financieras obtienen mayor influencia sobre la política económica y los resultados económicos". Dichas definiciones se complementan, dado que Epstein (2005) identifica el fenómeno (el creciente peso de las finanzas), Krippner (2005) sus causas (la ganancia se proyecta bajo andamiajes financieros), en tanto, Palley (2007) aborda sus consecuencias (los resultados de la dinámica económica).

El abordaje del tema a nivel firma entiende a la finaciarización como un particular tipo de gobernanza[8] guiada por lógicas financieras, en la que predomina la búsqueda

[8] Se entiende por gobernanza corporativa a las relaciones de poder entre los diversos actores de una empresa y la forma en que son resueltas. El poder del actor hegemónico es reflejado en los objetivos explí-

de valor para los accionistas (Serfati 2016). Es decir, esta gobernanza alcanza a toda estrategia de acumulación que tenga como eje el incremento del precio de las acciones de una corporación, y como consecuencia, beneficie directa o indirectamente el patrimonio de los accionistas. En este sentido, se entiende que a partir del régimen de acumulación por financiarización, se produjo un incremento del poder económico de los actores rentísticos y/o financieros de las economías. En el caso de las firmas, dichos actores se ven reflejados en la figura de los accionistas.

Además, el cambio de governanza supuso transformaciones estructurales en el comportamiento de las firmas. Es por ello que los objetivos primordiales de largo-mediano plazo de las empresas, como pueden ser la dinámica de acumulación de activos fijos, fueron remplazados por objetivos de corto plazo con el fin de proporcionar valor rápidamente a los accionistas. Una forma de lograr dicho cometido consistiría en priorizar mecanismos financieros, comerciales y/o productivos que permitan una veloz redistribución del ingreso y la riqueza. Es por ello que caracterizaremos a la financiarización a nivel empresa como *la estrategia de acumulación desarrollada por las firmas en su búsqueda por la redistribución del ingreso y la riqueza, en contraposición a la creación de nuevo valor.*

1.3.2 Empresas multinacionales: Teoría de la IED y Cadenas Globales de Valor

A partir de la última globalización, los flujos de IED se incrementaron. Como consecuencia, surgieron variadas teorías en torno a la expansión y radicación de las inversiones extranjeras. Generalmente, las empresas multinacionales suelen aprovechar diversas ventajas para su crecimiento. En primer lugar, estas ventajas pueden provenir de la propia firma, fruto de la valorización de la marca, las economías de escala, la estructura organizativa y los procesos de innovación (Hymer 1976). En segundo lugar, las empresas multinacionales desarrollan su inversión extranjera en base al ciclo de vida del producto, resguardando aquellas innovaciones en el origen, y descartando los procesos maduros y estandarizados en países foráneos, con el fin de disputar las porciones de mercados en base a una localización provechosa (Vernon 1992). En tercer lugar, los costos de transacción[9] fortalecen la internalización[10] de las actividades de las empresas multinacionales debido a la existencia de fallas de mercado (Trujillo Dávila et al. 2006).

citos de la compañía. En suma, la gobernanza incluye las relaciones de poder entre empleado-empleador, accionista-directivo, casa matriz-filiales, etc.

[9] Los costos de transacción son aquellos incurridos por realizar una transacción de mercado. Estos son costos de oportunidad asociadas a las fallas del mercado como pueden ser la información asimétrica, y como consecuencia, se necesita de un mayor seguimiento por parte de las partes compradoras -vendedoras.

[10] La internalización comprende la elección por parte de una firma de realizar una actividad en su interior en vez de buscar una solución de mercado al contratar a terceras partes.

En definitiva, una empresa multinacional realiza sus inversiones externas en base a una serie de factores resumidos en el denominado paradigma ecléctico de Dunning (Dunning 2001*a*,*b*). Dicha teoría nos dice que la multinacional llevará a cabo sus inversiones en base a: las ventajas de la firma (de propiedad, léase derecho de propiedad, *know-how*, etc.); las ventajas de la internalización, como pueden ser los elevados costos de transacción (activos específicos, productos y procesos innovadores, ausencia de mercado, etc.); y las ventajas de localización, expresadas en el tipo de atractivo del país foráneo (instituciones estables, geografía, abundantes dotaciones de recursos naturales y/o mano de obra, etc.).

Existen cuatro tipos de motivaciones que podrían atraer a la IED (Rugman & Verbeke 2001): *natural resource seeking,* debido a la búsqueda por procesar y/o exportar recursos naturales; *market seeking,* cuando la multinacional tiende a aprovechar las ventajas del país foráneo, como pueden ser, las barreras a la importación, y/o su tamaño del mercado; *efficiency seeking,* cuando la multinacional busca un mayor grado de complijidad, y/o desarrolla una racionalización de las operaciones; y por último, *strategic asset seeking,* cuando la multinacional busca acceder a conocimientos o capacidad tecnológica foráneos, etc.

Las dos primeras motivaciones de IED mencionadas suelen explicar la expansión de las multinacionales en los países periféricos dado que estos últimos poseen grandes dotaciones de recursos naturales, así como también, mercados en constante crecimiento. Además, las fallas de mercado suelen ser mayores en países en desarrollo, y por ende, las empresas multinacionales desean radicar filiales y realizar sus actividades en forma de conglomerado[11] (una explicación teórica de la conformación de grupos económicos y conglomerados en países en desarrollo véase Guillen 2000). Debido a las fallas de mercado, las propias filiales de una misma multinacional deciden realizar sus actividades de financiamiento intra-firma de forma de amortiguar los riesgos y mantener el control de las decisiones en el seno de la organización (Hennart 2001).

A estas explicaciones generales sobre el comportamiento de la IED le corresponderían sumárseles ciertas particularidades del período abordado. En primer lugar, las multinacionales constituyen las empresas más internacionalizadas, y como tales, sirven "como centros financieros con actividades industriales" (Serfati 2009, pág. 113). El capital financiero, representado por medio de los accionistas de las sociedades de bolsa, presionan para que las multinacionales reduzcan sus costos y aumenten sus beneficios. Este mayor poder económico que adquirió el capital financiero en las últimas décadas se lo denominó como la "revuelta de los accionistas" (Arceo 2011). Como consecuencia, las empresas multinacionales restructuraron (racionali-

[11] Un conglomerado constituye un conjunto de empresas subsidiarias bajo el control de una misma multinacional.

zaron) sus negocios para disminuir los costos. La utilización y el armado de cadenas globales de valor[12] constituye un proceso hegemónico dentro de la financiarización (Serfati 2009).

Las cadenas globales de valor se encuentran estructuradas de tal manera que reproducen lógicas e inversiones de las empresas multinacionales en una nueva división centro-periferia. Las actividades más complejas en términos de generación de valor (intensivas en conocimiento) suelen ser llevadas a cabo en los países de origen de la multinacional, mientras las tareas más simples (intensivas en trabajo o recursos naturales) son desarrolladas en las periferias (Fernández 2015). En este sentido, la gobernanza de de las cadenas globales de valor, entendiendo como tal a la distribución del poder entre los distintos actores y regiones de la cadena de valor, resultan ser configuradas de forma que las filiales en países periféricos se vean dificultadas en realizar *upgrading* [13]. Como resultado, la estructura industrial se ha visto debilitada en ciertos países (incluyendo países desarrollados) y fortalecidas en otros (mayormente con costos de mano de obra reducidos) (Arend 2015). El proceso de desindustrialización selectiva[14] de los países centrales se produjo al mismo tiempo que la desindustrialización prematura de los países de ingresos medios. De esta forma, muchas actividades que las multinacionales desarrollaban en países con cierta densidad industrial fueron desplazadas y deslocalizadas a países de ingresos bajos con una nula regulación laboral y/o medioambiental.

Cabe destacar, las cadenas globales de valor se fueron constituyendo en un proceso hegemónico de acumulación, conformándose un nuevo paradigma de desarrollo. Dicho paradigma propició el retorno de las firmas multinacionales a su actividad principal (llamadas *core*), realizando *offshoring*[15] y *outsourcing*[16] al punto tal que "muchas firmas manufactureras ni siquiera manufacturan, y solamente proveen diseño de marca, marketing, logística de cadenas de sumistro y servicios de manejo financiero" (Serfati 2009, López Toache 2014). Tras la crisis internacional del 2008, las agencias internacionales y los gobiernos en sus múltiples niveles erigieron a dicho paradigma como el nuevo consenso post-Washington. Este propugna la especialización de los senderos productivos nacionales, y la subordinación de estos a las lógicas tecno-productivas, financieras y comerciales de los capitales multinacionales (véase Gereffi 2014, Cassini et al. 2018).

[12] Las cadenas de valor comprenden la totalidad del rango de actividades que las firmas realizan para producir un bien, desde su concepción hasta su destino final. En el contexto de globalización este proceso de trabajo se lleva a cabo intra-firma a una escala global.

[13] Este concepto remite a las estrategias realizadas por las firmas para mantener o mejorar su posición en el orden económico global, reflejado en la mayor generación de valor agregado.

[14] Es decir, manteniendo los segmentos del proceso de trabajo más intensivo en conocimiento.

[15] Consiste en desplazar ciertos segmentos del proceso de trabajo afuera de las fronteras.

[16] Consiste en tercerizar los procesos de trabajos en otras empresas. Sin embargo, dado el poder de mercado de la multinacional, esta suele controlar la calidad-precio del producto intermedio tercerizado.

1.3.3 Comportamiento de las grandes firmas

1.3.3.1 Determinantes de la inversión productiva

Desde una perspectiva keynesiana o post-keynesiana, la inversión productiva de las firmas depende de las expectativas que estas poseen sobre el porvenir de sus respectivos negocios. Esta acumulación de capital fija debe ser justificada por la existencia de capacidad en la captación de fondos provenientes tanto de forma interna como externa a la firma[17] (Fazzari & Mott 1986). En general, durante contextos de aumento de las ventas, las firmas suelen ampliar sus capacidades productivas, respondiendo al dinamismo de la demanda. Además, en dichos contextos, las expectativas positivas del mercado se ven afianzadas por un incremento de la masa de ganancia y/o la rentabilidad. Como consecuencia, las grandes empresas ampliarán sus capacidades productivas ante períodos sostenidos de aumento de demanda, dado que estas suelen mantener cierta capacidad ociosa con el fin de asegurar sus cuotas de mercado (Kalecki 1956). Es decir, la capacidad ociosa comprende una estrategia fundamental para las firmas manufactureras dado que ante aumentos de demanda repentinos, las empresas podrán responder rápidamente de forma que la competencia no logre aumentar su posición de mercado (Sawyer 1989).

Sin embargo, existen ciertos factores negativos sobre las decisiones de inversión. Por un dado, los elevados ratios de concentración pueden resultar contraproducentes en la expansión de la acumulación fija. Ciertas ramas industriales que funcionan bajo condiciones de monopolios o oligopolios podrían no poseer la necesidad de incrementar sus inversiones ante aumentos de demanda dado que no existe competencia inmediata que pueda disputar dicha expansión del mercado (Schorr & Manzanelli 2013). Por otro lado, existen explicaciones financieras sobre el financiamiento de la inversión. En este sentido, los elevados ratios de endeudamiento resultan ser contraproducentes para la inversión productiva. Los acreedores pueden ser renuentes a seguir prestándole capitales a una firma a la cual sus pasivos financieros evolucionaron más rápidamente que sus fondos internos (Ndikumana 1999, Fazzari et al. 1988). Esta es una clara señal de insolvencia, y como consecuencia, se anticipa una caída de la inversión productiva. Una crisis con características como las que describe Minsky (2008, (1986)), son producidas en ciclos de euforia sobre ciertas ramas fruto de la implementación de innovaciones por parte de las firmas. Estos ciclos no sólo incrementarán rápidamente la inversión productiva a través del endeudamiento, sino también, aumentarán tanto la fragilidad financiera general como las quiebras de empresas.

Siguiendo con el punto anterior, bajo una governanza financiarizada de la firma,

[17] Entre la capacidad interna de generar fondos se destaca la reinversión de utilidades, mientras la capacidad externa de financiamiento corresponde al acceso al endeudamiento.

la inversión productiva se encuentra subordinada a tales objetivos hegemónicos. En tal sentido, la preferencia por la liquidez de los accionistas comprende un elemento central en el comportamiento de las grandes empresas no financieras (Clévenot et al. 2010). En primer lugar, la inversión productiva compite con otros destinos financieros. Entre estos se destaca la adquisición de activos financieros por parte de las firmas no financieras (Stockhammer 2004). Por un lado, dicha demanda de liquidez es explicada gracias a las lógicas financieras que poseen las firmas para con sus propios activos. En este sentido, estos son percibidos como un portafolio de riesgos con perspectiva a ser diversificados. Desde ya, una forma de amortiguar el riesgo se presenta a través de dichos activos financieros. En segundo lugar, esta liquidez permite obtener ingresos financieros en un espacio temporal reducido, los cuales son comparados con la utilidad operativa del negocio principal de la empresa (Orhangazi 2008). Nuevamente, estas inversiones son compatibles con la preferencia por la liquidez de los accionistas dado que les otorga un retorno en un corto plazo. En tercer lugar, y vinculado con lo anteriormente dicho, la distribución de dividendos y las compras de acciones propias, constituyen una clara retribución a los accionistas en su afán por obtener liquidez. Es por ello, las firmas buscan maximizar la distribución de dividendos, entre otras estrategias, con el fin de incrementar el valor de las compañías.

Por otro lado, la fuga de capitales resulta ser central en los ciclos de acumulación de los países periféricos (Kulfas 2005). En dichos países la inversión productiva no sólo compite en forma subsumida con los mencionados destinos financieros, como suele suceder en los países centrales. A diferencia de estos últimos, los países periféricos sufren las prácticas de las grandes empresas que tienen como fin destinar gran parte sus excedentes hacia la fuga de capitales. Los momentos de crisis económica, resultan en períodos claves para volcar sus excedentes en la fuga de capitales, en contraposición a la inversión productiva. La elusión y la evasión son parte constitutiva del comportamiento de las grandes firmas en países periféricos dado que estas poseen un poder de mercado significativo con respecto a los controles estatales.

1.3.3.2 Destinos financiarizados del excedente de las grandes empresas en las periferias: fuga de capitales e inversión financiera

A partir de los cambios en el comportamiento de las firmas durante las últimas décadas, las inversiones productivas fueron perdiendo peso relativo. Es por ello que entre las prácticas más comunes por parte de las grandes empresas se encuentran: 1) la realización de fusiones y adquisiciones (centralización de capital [18]); 2) el retorno a actividades básicas; 3) la reingeniería de procesos; y 4) la reducción de capital

[18] Se entiende por centralización de capital tanto a los procesos de compra de empresas ya existentes, como de fusión de estas.

(compras de acciones propias) (Plihon 1999).

Bajo dicha gobernanza la firma prioriza la utilización de instrumentos financieros (p. ej. endeudamiento, inversión financiera, etc.), de mecanismos financieros (p. ej. aprovechar las ventajas de las guaridas fiscales, etc.), así como de activos no financieros (p. ej. bienes de cambio, efectivo, participaciones en sociedades, etc.) como si se tratasen de los primeros (Arceo 2011) [19]. De esta forma, las corporaciones no financieras subordinan la inversión productiva a objetivos financieros, ya sea por la forma en que son realizadas (bajo mecanismos financieros) o por el tipo de inversión (especialización productiva).

Las firmas no financieras comenzaron a realizar operaciones de carácter financiero que escapan a su actividad principal. Entre ellas no sólo se encuentra la adquisición de activos financieros, sino también, la realización de préstamos a partes relacionadas y clientes, la titularización de créditos comerciales, la adquisición de efectivo para aminorar el riesgo (entre otras razones), la compra-venta de empresas ya existentes, etc. Estas operaciones dinamizan la acumulación en el corto plazo y les permiten aumentar el valor de las compañías.

La obtención de rentas financieras adquiere preponderancia para las firmas, dado que estas se encuentran (a priori) escindidas del devenir productivo. En suma, en la actual fase del capitalismo, se podría hablar del devenir renta de la ganancia (Vercellone et al. 2009). Las formas adoptadas por la renta financiera son (véase Krippner 2005): 1) renta de propiedad al considerar la prioridad por maximizar la liquidez con el fin de capturar los excedentes a través del giro de utilidades y dividendos, comisiones de activos intangibles, etc.; 2) ganancia de capital (o patrimonial): por ejemplo, a través del incremento del valor de una empresa; 3) intereses ganados: como retribución al instrumento financiero adquirido. Estas formas de la renta alimentan las transferencias a las casas matrices en el corto plazo a través de la fuga de capitales.

Como consecuencia, las evidencias disponibles indican que, en las últimas décadas, ante el auge de la financiarización a escala global, se han perfeccionado mecanismos financieros a través de salvoconductos en guaridas fiscales[20] que permiten dirigir parte de los excedentes productivos para ser valorizados financieramente en el exterior (Gaggero et al. 2013). Las guaridas fiscales son un mecanismo clave en la centralización de las rentas financieras. Las empresas multinacionales establecen relaciones de propiedad, comercial, o financiera con las filiales a través de las

[19] Por lo tanto, se busca realizar ganancias patrimoniales para que se incremente el precio del activo al especular ante una apreciación del mismo.

[20] Se entiende como dominios extraterritoriales (o guaridas fiscales) a "todo lugar que procura atraer negocios ofreciendo instalaciones políticas estables que ayudan a personas o entidades a eludir reglas, leyes y regulaciones establecidas en otras jurisdicciones" (Shaxson 2014, pág. 32-33).

Entidades de Propósitos Especiales (SPE)[21] (Rua 2014). En el mismo sentido, se utilizan mecanismos como los precios de transferencia para realizar la fuga de capitales (Grondona 2015).

Por medio de las guaridas fiscales se posibilita la captura de las rentas mencionadas y su traslado al exterior. Bajo una relación de propiedad con las SPE, se concretan los giros de dividendos, así como la realización de ganancias patrimoniales al comprar/vender empresas en espacios territoriales, etc. En segundo lugar, las SPE de un mismo conglomerado extranjero se vinculan con la subsidiaria para aprovechar las ventajas fiscales con el fin de otorgar préstamos financieros, o realizar actividades de comercialización de bienes finales o semi-elaborados, servicios, etc. Ergo, entender la estructura corporativa[22] resulta ser un punto central de la financiarización de las compañías no financieras. En este sentido, la fuga de capitales es el corazón de la dinámica económica en los países emergentes. Se incluye dentro de la misma a toda operatoria de transferencia de capital líquido por parte de un residente hacia el exterior. El capital fugado por estas operaciones por lo general son capturados por las estructuras jurídicas en dominios extraterritoriales. Aunque cabe aclarar, no necesariamente deban ser operatorias ilegales, sino que las mismas se encuentran justificadas por la articulación de prácticas de elusión tributaria, ocultamiento de activos, búsqueda de seguridad jurídica, etc. (Basualdo & Kulfas 2000).

1.3.3.3 Estrategias de acumulación y tipologías de financiarización

La estrategia de acumulación incluye tanto las fuentes de financiamiento como el destino de dicho financiamiento (ya sean productivas o financieras). De esta manera, la combinación en la forma de estructurar los negocios con respecto al tipo de renta que se prioriza capturar, la estructura corporativa, el financiamiento de las actividades, la inversión desarrollada, etc., constituirán una particular tipología de financiarización. Se resalta que esta forma de pensar la problemática de la financiarización con las mencionadas aristas, es un aporte novedoso del presente trabajo.

Desde ya, las regularidades que comprenden las prácticas empresarias enmarcadas en un régimen de acumulación se presentan en forma acentuada en las grandes empresas, ya que estas detentan la dimensión política y económica para su conducción. Las grandes empresas poseen las herramientas necesarias y el poder económico para financiarizar sus actividades (Serfati 2016). Más aún, cuando se tratan de empresas insertas en sectores transables, las cuales suelen disponer de una gran

[21] Estas son entendidas como estructuras jurídicas radicadas en dominios extraterritoriales, las cuales son utilizadas como *Holding* (estructuras que mantienen participación en otras) o *Conduit* (estructuras utilizadas para ser vehículos de financiamiento y comercio).

[22] Entendida por el conjunto de estructuras jurídicas que conforman la relación de propiedad de un conglomerado.

influencia en cada uno de los renglones del balance cambiario, tanto para el ingreso como egreso de divisas.

En la fase capitalista actual, los mencionados actores oligopólicos tienden a invertir en activos líquidos en busca de obtener ganancias con bajos niveles de riesgo. De esta forma, existe una preferencia por parte de las grandes corporaciones hacia los activos líquidos (Pérez Ártica 2013). La cartera de activos de las empresas tiende a concebirse como un conjunto de rentabilidades. Estos rendimientos pueden provenir tanto de la inversión en activos financieros, como en otros de carácter no financiero, pero que muchas veces se los utiliza como tales en la búsqueda de obtener ganancias patrimoniales a corto plazo para viabilizar ingentes y rápidas distribuciones de dividendos entre los accionistas (Crotty 2005). Los activos fijos de las empresas suelen subordinarse a estos objetivos por lo cual muchas veces pierden peso en la cartera de activos totales (Davis 2013). Esto significa que los procesos de acumulación por concentración dejan de poseer la prioridad que tuvo respecto a otrora.

En línea con lo anterior, existe una particular estrategia conocida como *carry trade*, la cual consiste en la captura de ganancias financieras a partir del diferencial de tasas entre el costo del endeudamiento y la ganancia generada por la canalización de dichos fondos en activos líquidos del mercado interno. Como consecuencia de la obtención de excedentes financieros, estos son remitidos al exterior en concepto de fuga de capitales con el fin de reproducir el ciclo. Se habla de valorización financiera cuando dicho esquema[23] es impulsado y potenciado por las políticas de corte neoliberales de los Estados nacionales. Por lo general, bajo estas políticas, el Estado garantiza tanto la liquidez necesaria en divisas por medio del endeudamiento público, así como un elevado rendimiento a través de activos financieros ofertados por éste (Basualdo 2006, Bruno et al. 2009).

En adición, el régimen de valorización financiera promueve la centralización del capital. El interés por esta forma de acumulación consiste en que la misma estimula aumentos de precios en la acción de la empresa y provocan un efecto riqueza (Guttmann 2009). Por lo tanto, las empresas se suelen endeudar con el fin de obtener los fondos necesarios para adquirir participaciones de empresas ya existentes (Davis 2013). Bajo un contexto de elevada centralización del capital en una economía, la multinacional escalará posiciones siempre que posea el peso suficiente para captar los mayores montos de deudas posibles. Estos pasivos financieros incluso promueven su internacionalización en países en desarrollo a través de la adquisición de empresas nacionales por medio del financiamiento externo. Además, la centralización del capital significa un incremento del poder económico y de lobby, lo cual les permite insertarse con gran dinamismo (véase Azpiazu et al. 1987).

Por otro lado, la financiarización puede presentarse aún en aquellos sectores di-

[23] En referencia al carry trade.

námicos de la economía real, los cuales invierten ingentes recursos en actividades productivas. Estos suelen endeudarse para obtener los fondos necesarios para incrementar las capacidades productivas. En este caso, los acreedores se posicionan como inversores al esperar que la actividad productiva rinda crecientes frutos. Es decir, las empresas multinacionales detentan férreas expectativas para una rápida valorización patrimonial que permita obtener suficientes ganancias. Sin embargo, al no cumplirse dicha expectativa, se configurará una burbuja financiera que puede exponer a las empresas a un excesivo endeudamiento y jaquear todo aumento de las capacidades productivas que con anterioridad fueron conseguidas [24]. Generalmente, aquellos sectores que presentan tal dinamismo en los países en desarrollo suelen ser vinculados con la extracción de recursos naturales. Como consecuencia, los movimientos de precios internacionales ponen en funcionamiento agresivas estrategias de financiamiento e inversión.

1.3.3.4 Ciclo de valorización del capital

El ciclo completo de valorización del capital comprende el financiamiento (ya sea propio o externo [25]), su destino (adquisición de activos líquidos, inversión financiera, productiva, etc.), la obtención de ganancias y rentas, y su remisión al exterior a través de la fuga de capitales. Este ciclo de valorización del capital se encuentra condicionado por determinantes tanto sectoriales como macroeconómicos. El régimen de acumulación imperante en un país puede determinar las prioridades de una empresa (ya sea, dado que favorece a ciertos sectores de actividades en detrimento de otros, en la obtención de financiamiento, el tipo de inversión, la tasa de interés de referencia, etc.)[26]. A su vez, el sector de actividad (sea transable o no transables, o por el tipo de requerimientos de capital [27]) determina las estrategias de acumulación, la inversión y las rentas capturadas. En términos generales la ganancia pasa por andamiajes financieros y se refleja a través de la captura de rentas. Para ello se monta una estructura corporativa acorde a las rentas capturadas que permitan ser transferidas al exterior por medio de la fuga de capitales (véase Figura 1.1). La forma que adquiere el ciclo de valorización comprende una tipología de financiarización. Será un ciclo de valorización con perspectivas financieras, dado que el fin

[24] Un caso interesante para estudiar la construcción de burbujas financieras erigidas por endeudamiento corporativo por ingentes inversiones productivas consiste en la expansión del fracking en EEUU (Rogers 2013).

[25] Préstamos bancarios, préstamos intra-firma, emisión de obligaciones negociables, aportes de capital, emisión de acciones, etc.

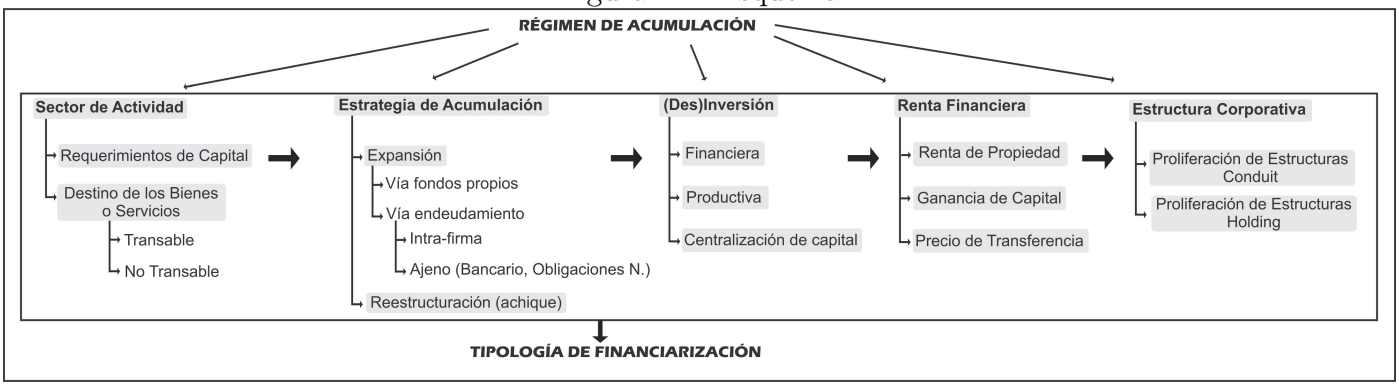
[26] El régimen de acumulación puede propiciar a una empresa, por ejemplo, a la adquisición de inversiones financieras por medio del establecimiento de una elevada tasa de interes de referencia, etc.

[27] Existen sectores de capital concentrados que requieren capital y financiamiento en forma permanente por el tipo de bien explotado. Un ejemplo de esto es el sector petrolero, el cual requiere elevadas tasas de financiamiento para reproducir su actividad dado que su capital de trabajo es parte de su inversión.

último comprende la captura de renta y su realización por medio de las distintas operatorias de fuga de capitales.

Para dar un ejemplo, el sector cerealero requiere de financiamiento destinado a la prefinanciación de las exportaciones. A su vez, esta financiación en capital de trabajo permite realizar ingentes ganancias patrimoniales a partir de las fluctuaciones del tipo de cambio y de la evolución del precio de las materias primas. Además, la particularidad del bien vendido permite capturar rentas a través del comercio exterior por medio de los precios de transferencia. Por lo tanto, prima una estructura corporativa de tipo *Conduit*, que asegura tales transferencias hacia las guaridas fiscales. Dependiendo del régimen de acumulación, las empresas priorizarán la toma de mayores niveles de endeudamiento, la adquisición de activos líquidos o financieros, y el nivel y tipo de fuga, ya sea a través de giros de utilidades o por remisión de intereses por préstamos intra-firma, etc.

Figura 1.1: Esquema



Fuente: Elaboración propia.

1.4 Antecedentes

El estudio en torno a la financiarización ha crecido en las últimas dos décadas (Van der Zwan 2014). Ergo se lo podría considerar una temática de creciente popularidad académica en la discusión económica desde enfoques heterodoxos de la disciplina económica. En su abordaje se destacan autores que podríamos encasillar como *radicals* (poskeynesianos, marxistas, regulacionistas, etc.) (Álvarez Peralta 2008).

Existen dos tipos de enfoques en el estudio de la financiarización. Por un lado, un abordaje de tipo macroeconómico, y por otro, uno de carácter a nivel firma. Entre los primeros encontramos trabajos que brindan un análisis histórico de las transformaciones en la economía mundial, del rol de diversas instituciones de crédito internacional, del papel del país hegemón en los procesos de financiarización, etc. (Boyer 2010, Duménil & Lévy 2013). Bajo este enfoque se suele estudiar el aumento

del peso de la deuda pública y privada (Arceo 2011), el creciente peso del sistema financiero en las economías en términos absolutos y relativos (Krippner 2005, García & Martín 2013) y las transferencias de ingresos producto del aumento del peso de la deuda (Lapavitsas 2011). Además, se destacan los estudios sobre el bajo dinamismo de la inversión productiva en términos agregados (Krippner 2005, García & Martín 2013, Stockhammer 2004), y como consecuencia, el bajo crecimiento de las economías (Crotty 2005), así como los determinantes en la caída en la participación de los asalariados en el ingreso, y los aumentos en la desigualdad, etc. (Álvarez Peralta 2008).

Por otro lado, el análisis a nivel empresa aborda el comportamiento de las grandes corporaciones a través de información financiera. Desde esta perspectiva, se suelen estudiar los cambios de gobernanza de las corporaciones no financieras en lo que respecta a la búsqueda de valor para los accionistas (Baud & Durand 2012), el creciente peso de los departamentos financieros en el poder corporativo de las empresas no financieras (Fligstein 1987), la evolución del patrimonio y la forma que asume la financiación de las actividades de las corporaciones (Plihon 1999), la offshorización de las corporaciones (Alstadsæter et al. 2017, Zucman 2015), el vínculo entre las cadenas globales de valor y la financiarización de las firmas (Auvray & Rabinovich 2019), la importancia del tamaño de la firma en el desarrollo de estrategias relacionadas a la financiarización (Rabinovich 2018), la presión y el rol de los inversionistas institucionales en la dirección de las corporaciones (Álvarez Peralta & Medialdea García 2010), el uso del excedente productivo en rubros vinculados a las finanzas (Orhangazi 2008, Arceo 2011, Stockhammer 2004), etc.

La bibliografía citada hasta el momento aborda la financiarización en los países centrales. Aquellos autores que se desenvuelven en esta temática destacan la escasa bibliografía centrada en los países emergentes en general, y lo incipiente que se encuentra su estudio en particular (Bonizzi 2014). Bajo este punto, los autores resaltan las diferencias en las cuales la financiarización se refleja en la periferia con respecto a los países centrales (Palma 2015, Miotti 2018). Particularmente se destaca la presencia de una mayor vulnerabilidad y dependencia de los flujos de capitales, así como un tipo de financiarización traccionada tanto por elevadas tasas de interés como por la apreciación del tipo de cambio (Becker et al. 2010).Respecto de la financiarización de las corporaciones no financieras en países emergentes, existen estudios que abordan las estrategias de *carry trade* de las mismas (Bruno & Shin 2017, Demir 2007). Además, los estudios en torno al *carry trade* sobre corporaciones no financieras en países emergentes sugieren que dicho fenómeno ocurre como forma de sortear los controles de capitales (Caballero et al. 2016).

En tanto, los estudios sobre la financiarización de América Latina se centran en la llegada de la Inversión Extranjera Directa (IED) a la región a partir del decenio de

los 90´. Ergo, destacan los procesos de privatización, extranjerización, concentración del capital, los sesgos sectoriales en el arribo del capital extranjero, los cambios de organización productiva, así como el estudio de los macro canales[28] de transmisión de la financiarización (Belloni & Wainer 2014, López Toache 2014, Allami & Cibils 2017, Mancini & Lavarello 2013). Los canales de financiarización en América Latina son reflejados tanto por los flujos de capitales como en la acumulación de reservas internacionales (Kaltenbrunner & Painceira 2018).

Los estudios de Argentina y Brasil sobre el tema de financiarización se han centrado en diversos aspectos:

1. El ***régimen de acumulación*** el cual suele ser caracterizado como de valorización financiera, entendiendo a este fenómeno como el papel hegemónico que asume la búsqueda de ganancias financieras producto de las acciones del Estado a través de los *macrofundamentals* (tasas de interés elevadas, tipo de cambio estable y apreciado, etc.). Los estudios sobre Argentina caracterizan al régimen de acumulación como de valorización financiera bajo el período 1976-2001 y 2016 en adelante (Basualdo 2006, Basualdo et al. 2017). Dentro del período de posconvertibilidad en Argentina se suelen destacar las continuidades estructurales, las diferentes etapas en el régimen de acumulación, como los profundos límites en el mismo expresados mayormente en la restricción externa (Kulfas 2016, Wainer & Schorr 2014, Fernández Bugna & Porta 2007, Manzanelli 2016, Lavarello et al. 2013, CENDA 2010). En Brasil, la valorización financiera comenzó en los 90´ y continuó a lo largo del nuevo milenio (Bruno et al. 2009, Nader & Mendonça da Silva 2017).

2. El papel y las ***transformaciones de las empresas más grandes*** (respecto a la facturación en cada país). Por un lado, el estudio de los años noventas en Argentina destaca la escisión entre el endeudamiento y la producción, y su resultado en lo que respecta a la fuga de capitales, la evolución de las fracciones de capital dentro de la cúpula empresaria, así como la centralización del capital en las empresas más grandes (Basualdo & Kulfas 2000, Kulfas 2002, Burachik 2010, Azpiazu & Basualdo 2009). Para la posconvertibilidad, se suele resaltar la continuación de la fuga de capitales (Grondona 2015, Gaggero 2011, Gaggero et al. 2013, Rua 2014, 2017). Además, se ha estudiado el aporte en los flujos y reflujos de divisas que generan las empresas extranjeras en la balanza de pago y la balanza comercial (Belloni & Wainer 2012, Manzanelli & Schorr 2012, Bezchinsky et al. 2007), la reticencia inversora y la incidencia del capital extranjero en dicha práctica (Manzanelli 2016, Manzanelli & Schorr 2013), los procesos de concentración y los ganadores y perdedores en la posconvertibili-

[28] Estos comprenden a la evolución de los precios de los *commodities* y al endeudamiento.

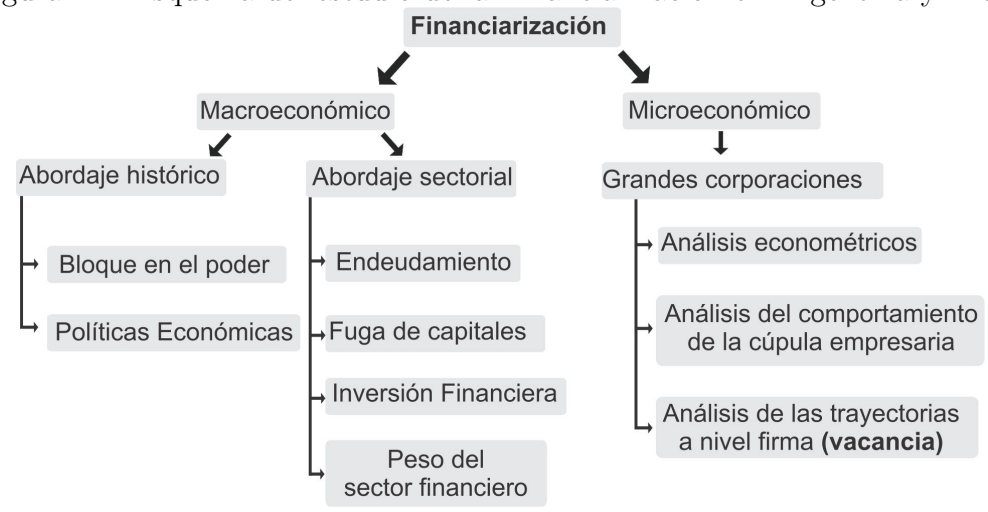
dad (Santarcángelo & Perrone 2011, Azpiazu et al. 2011, Basualdo et al. 2012). También se han examinado las estrategias de acumulación del conjunto de las grandes empresas extranjeras y los grupos locales, y la consolidación del capital extranjero (Gaggero et al. 2014). Respecto a estudios de casos de grandes empresas, se destacan las estrategias de acumulación de empresas nacionales tendiente a su internacionalización, y la vinculación entre guaridas fiscales y la fuga de capitales (Gaggero 2015). El papel del sistema financiero bajo el período de dictadura (Basualdo et al. 2016), así como de la empresa petrolera más grande (Barrera 2014). Además, se ha analizado el dinamismo de la internacionalización de las empresas provenientes de Brasil (Bianco et al. 2008), y el tipo de estrategia de acumulación desplegada por Repsol en Argentina (MECON 2012)y los cambios de organización productiva de las empresas agroindustriales transnacionales tras los procesos de globalización (Lavarello 2004). En el mismo nivel, los análisis de las grandes empresas suelen ser más escasos en Brasil. Estos estudios por lo general abordan la incidencia de la cúpula en el comercio exterior y los determinantes de la IED. A su vez, en la mayoría de los casos no han sido continuados para el nuevo milenio (Rocha & Kupfer 2002, Laplane & Sarti 1999, Laplane et al. 2002, Nonnenberg 2003, Fernandes & Campos 2008, Hiratuka 2000, De Negri & Hiratuka 2004). Entre estos abordan la temática de la financiarización y examinan la performance en términos comparados entre la tasa de ganancia del sector financiero versus el sector productivo (Paulini 2009, Gonçalves 2006). Además, se destaca el endeudamiento corporativo, las transformaciones en la composición de activos hacia instrumentos más líquidos, y el aumento de las salidas de dividendos (Miranda 2013, Attílio 2016). En el mismo sentido, se destaca el elevado nivel de endeudamiento corporativo de los últimos años con efectos especulativos de tipo Ponzi (Corrêa et al. 2017).

3. Las ***consecuencias de la financiarización***: entre estas se destaca tanto en Argentina como en Brasil al proceso de desindustrialización de las economías (Azpiazu & Schorr 2010, Fechine 2017). Además, en Brasil se aborda la correlación tanto entre financiarización y la pérdida de empleo, como así también el bajo crecimiento económico (Araújo 2010, Attílio 2016, Theodosio 2019). Además, respecto a Brasil se destacan la dinamización del mercado de capitales y los flujos de inversiones especulativas (Medialdea 2010, Marques & Nakatani 2013).

Por último, cabe resaltar la escasa presencia de estudios con información contable a nivel firma en torno a la financiarización de corporaciones no financieras en América Latina (véase como excepción a Abeles et al. 2018). Respecto a la divergencia en la financiarización en países emergentes se resalta el estudio de Becker et al. (2010), sin

embargo, el mismo aborda la temática a nivel macroeconómico. Aunque cabe aclarar que incluso en este nivel de análisis existe poca literatura que aborde regímenes de acumulación en forma comparada entre países emergentes. Por lo tanto, y más aún a nivel firma, la divergencia en la financiarización en torno a las trayectorias empresariales en países emergentes sigue siendo terreno inexplorado.

Figura 1.2: Esquema del estudio de la Financiarización en Argentina y Brasil



Fuente: Elaboración propia.

1.5 Contribución

Como primer argumento sobre la contribución del estudio cabe destacar que, por lo general, tanto los enfoques macroeconómicos (de carácter sectoriales) como a nivel firma sobre la financiarización, suelen agrupar la información para determinar comportamientos homogéneos. Como consecuencia, se piensa a la financiarización como un fenómeno uniforme en el comportamiento de la macroeconomía y las corporaciones. El presente estudio pretende demostrar la existencia de trayectorias financieras divergentes. En este caso, el tipo de abordaje propuesto permitiría establecer diversos esquemas de comportamiento de las grandes empresas extranjeras y sus trayectorias, más aún, cuando se busca comparar a un país en plena vigencia de la valorización financiera (Brasil) con otro en el cual dicho fenómeno ha sido interrumpido (Argentina). En suma, existe vacancia en estudios comparados de trayectorias financieras divergentes a nivel firma entre países emergentes.

En segundo lugar, cabe destacar que la conceptualización de financiarización nació en los países centrales. Sin embargo, se torna necesaria una concepción sobre su tratamiento desde los países periféricos, dado que estas prácticas de acumulación traen consigo especificidades, problemáticas y desafíos particulares en estos últimos. La fuga de capitales no resulta ser una temática de interés en países centrales.

En este sentido, las transferencias de capital desde las periferias hacia el centro a través de las guaridas fiscales será una temática de estudio y una especificidad de la financiarización en los países en desarrollo. En vinculación con esto último, la relación entre el comportamiento de las multinacionales y la restricción externa comprende un desafío eludido en la temática de financiarización. Por último, la caracterización sobre el grado de autonomía en el destino de los fondos de las filiales debe destacarse como contribución, dado que las inversiones y la fuga de capitales se encuentran determinadas por decisiones de las casas matrices y llevadas a cabo por medio de filiales en guaridas fiscales.

En tercer lugar, otro aporte y contribución consiste en desarrollar un análisis que pretende relacionar múltiples niveles de análisis a través de la caracterización de los regímenes de acumulación de cada país bajo estudio, las políticas económicas, el comportamiento de la cúpula empresaria (es decir, las grandes empresas) y las trayectoria a nivel firma. Esto nos permitirá obtener un abordaje completo en el entendimiento de la financiarización de las economías.

El aporte metodológico que realizará la tesis presenta aspectos novedosos tanto en las fuentes de datos como en el procesamiento de información. Por un lado, se analizará la financiarización a nivel firma otorgando una perspectiva sobre el comportamiento de la misma a través del tiempo. Por otro lado, los análisis citados anteriormente en los antecedentes sobre la temática, suelen descartar tanto las memorias como las notas a los estados contables, los cuales otorgan información pormenorizada sobre las fuentes de financiamiento, la inversión y las transferencias al exterior. A su vez, el procesamiento de la información permitirá sacar conclusiones sobre el tipo y las fuentes de financiamiento de las corporaciones, y los destinos del excedente, ya sea en inversión (cualquiera sea su rubro), o en fuga de capitales.

Bibliografía

Abeles, M., Pérez Caldentey, E. & Valdecantos, S. (2018), *Estudios sobre financierización en América Latina*, CEPAL.

Agénor, P.-R. & Montiel, P. J. (2015), *Development macroeconomics*, Princeton University Press.

Allami, C. & Cibils, A. (2017), 'Financiarización en la periferia latinoamericana: Deuda, commodities y acumulación de reservas', *Revista Estado y Políticas Públicas No 8* .

Alstadsæter, A., Johannesen, N. & Zucman, G. (2017), Tax evasion and inequality, Technical report, National Bureau of Economic Research.

Álvarez Peralta, I. (2008), 'Financiarización económica y relación salarial en las economías desarrolladas', *Problemas del Desarrollo* .

Álvarez Peralta, I. & Medialdea García, B. (2010), 'La influencia de la financiarización sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales', *Revista de Economía Mundial, núm. 24,* .

Araújo, P. (2010), 'Financeirização e seus impactos para o crescimento do brasil: 1980-2009', *UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO* .

Arceo, E. (2011), 'El camino a la crisis, centro, periféria y transformaciones de la economía mundial', *Cara o ceca* .

Arend, M. (2015), A industrialização do brasil ante a nova divisão internacional do trabalho, Technical report, Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

Attílio, L. A. (2016), 'Empresas não-financeiras e o impacto da estratégia maximizing shareholder value sobre o emprego no brasil', *Cedeplar/UFMG, 104p* .

Auvray, T. & Rabinovich, J. (2019), 'The financialisation–offshoring nexus and the capital accumulation of us non-financial firms', *Cambridge Journal of Economics* **43**(5), 1183–1218.

Azpiazu, D., Basualdo, E. & Khavisse, M. (1987), *El nuevo poder económico en la Argentina de los años 80*, Legasa.

Azpiazu, D. & Basualdo, E. M. (2009), *Transformaciones estructurales de la economía argentina: una aproximación a partir del panel de grandes empresas, 1991-2005*, PNUD Argentina.

Azpiazu, D., Manzanelli, P. & Schorr, M. (2011), 'Concentración y extranjerización en la economía argentina en la posconvertibilidad (2002-2008)', *Cuadernos del CENDES, 28(76), 97-119* .

Azpiazu, D. & Schorr, M. (2010), *Hecho en Argentina: industria y economía, 1976-2007*, Siglo XXI Editores.

Barrera, M. (2014), 'Análisis del proceso de fragmentación y privatización de ypf: un estudio de su transformación y del consecuente impacto en el mercado ampliado de hidrocarburos en argentina (1989-2011)', *Doctoral dissertation, Tesis doctoral, flacso* .

Basualdo, E. (2006), *Estudios de historia económica argentina: desde mediados del siglo XX a la actualidad*, Siglo XXI Editores.

Basualdo, E. & Kulfas, M. (2000), 'Fuga de capitales y endeudamiento externo en la argentina', *Realidad económica, 173, 76-103* .

Basualdo, E., Manzanelli, P. & Schorr, M. (2012), 'Elite empresaria y régimen económico en la argentina. las grandes firmas en la posconvertibilidad', *Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, Documento de Trabajo, 22* .

Basualdo, E., Santarcángelo, J., Wainer, A., Russo, C. & Perrone, G. (2016), 'El banco de la nación argentina y la dictadura, el impacto de las transformaciones económicas y financieras en la política crediticia (1976-1983)', *Siglo Veitiuno Editores* .

Basualdo, E., Wainer, A., Barrera, M., Bona, L., González & Mariana, Manzanelli, P. (2017), 'Endeudar y fugar. un análisis de la historia económica argentina de martínez de hoz a macri', *Siglo veitiuno* .

Baud, C. & Durand, C. (2012), 'Financialization, globalization and the making of profits by leading retailers', *Socio-Economic Review, 10(2), 241-266* .

Becker, J., Jäger, J., Leubolt, B. & Weissenbacher, R. (2010), 'Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A regulationist perspective', *Competition & Change, 14(3-4), 225-247* .

Belloni, P. & Wainer, A. (2012), El problema de restricción externa y el rol del capital extranjero. una aproximación a partir del análisis del incremento de la presencia de empresas transnacionales en la economía argentina durante las últimas dos décadas, *in* 'III Congreso Latinoamericano de Historia Económica y XXIII Jornadas de Historia Económica'.

Belloni, P. & Wainer, A. (2014), 'El rol del capital extranjero y su inserción en la américa del sur posneoliberal', *Problemas del desarrollo, 45(177), 87-112* .

Bezchinsky, G., Dinenzon, M., Giussani, L., Caino, B. & Amiel, S. (2007), 'Inversión extranjera directa en la argentina. crisis, reestructuración y nuevas tendencias después de la convertibilidad', *CEPAL* .

Bianco, C., Moldovan, P. & Porta, F. (2008), 'La internacionalización de las empresas brasileñas en argentina', *CEPAL* .

Bielschowsky, R. (1998), 'Cincuenta años del pensamiento de la cepal: una reseña', *En: Cincuenta años del pensamiento de la CEPAL: textos seleccionados-Santiago: Fondo de Cultura Económica/CEPAL, 1998-v. 1, p. 9-61* .

Bielschowsky, R. (2009), 'Sesenta años de la cepal: estructuralismo y neoestructuralismo', *Revista Cepal* .

Bonizzi, B. (2014), 'Financialisation in developing and emerging countries: A survey', *Department of Economics, SOAS, University of London* .

Boyer, R. (2007), *Crisis y regímenes de crecimiento: una introducción a la teoría de la regulación*, Miño y Dávila.

Boyer, R. (2010), 'Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? a preliminary analysis', *Economy and Society, 29: 1, 111 — 145* .

Bruno, M., Diawara, H., Araújo, E., Carolina Reis, A. & Rubens, M. (2009), 'Finance-led growth regime no brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas', *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada* .

Bruno, V. & Shin, H. S. (2017), 'Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis', *The Review of Financial Studies* **30**(3), 703–749.

Burachik, G. M. (2010), 'Extranjerización de grandes empresas en argentina', *Problemas del desarrollo* **41**(160), 109–133.

Caballero, J., Panizza, U. & Powell, A. (2016), 'The second wave of global liquidity: Why are firms acting like financial intermediaries?', *Graduate Institute of International and Development StudiesInternational Economics Department* .

Calcagno, A. E., Calcagno, A. & Calcagno, E. (2018), *Manual del Estado. Teoría y práctica de la política. Libro II*, Editorial Atuel.

Carkovic, M. & Levine, R. (2005), 'Does foreign direct investment accelerate economic growth?', *Does foreign direct investment promote development* **195**.

Cassini, L., García Zanotti, G. & Schorr, M. (2018), ¿ bendición o maldición de los recursos naturales? reticencia inversora y lógica financiera en las producciones primarias de la argentina, *in* 'ponencia presentada en la Primera conferencia sobre planificación del desarrollo "Julio HG Olivera", Buenos Aires'.

CENDA (2010), 'La anatomía del nuevo patrón de crecimiento y la encrucijada actual. la economía argentina en el período 2002-2010', *Cara o Ceca ed. Atuel, Buenos Aires* .

CEPAL, N. (2018), 'Los desafíos de américa latina y el caribe con respecto al financiamiento para el desarrollo en el contexto de la agenda 2030'.

Clévenot, M., Guy, Y. & Mazier, J. (2010), 'Investment and the rate of profit in a financial context: the french case', *International Review of Applied Economics* **24**(6), 693–714.

Corrêa, M., de Medeiros Lemos, P. & Feijo, C. (2017), 'Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira', *Economia e Sociedade, 26, 1127-1148* .

Crotty, J. (2005), 'The neoliberalism paradox', *University of Massachusetts-Amherst* .

Davis, L. E. (2013), 'Financialization and the nonfinancial corporation: an investigation of firm-level investment behavior in the us, 1971-2011', *University of Massachusetts, Department of Economics* .

De Negri, F. & Hiratuka, C. (2004), 'Influencia del origen del capital sobre los patrones del comercio exterior brasileño', *Revista de la CEPAL* .

Demir, F. (2007), 'The rise of rentier capitalism and the financialization of real sectors in developing countries', *Union for Radical Political Economics* .

Duménil, G. & Lévy, D. (2013), 'The crisis of neoliberalism', *Harvard University Press* .

Dunning, J. (2001*a*), *The Oxford Handbook of International Business*, Oxford University Press, chapter The key literature on IB Activities: 1960-2000, pp. 36–68.

Dunning, J. H. (2001*b*), 'The eclectic (oli) paradigm of international production: past, present and future', *International journal of the economics of business* **8**(2), 173–190.

Epstein, G. (2005), 'Introduction: Financialization and the world economy, cp. 1', *Edward Elgar Publishing* .

Fazzari, S., Hubbard, R. G. & Petersen, B. (1988), 'Investment, financing decisions, and tax policy', *The American Economic Review* **78**(2), 200–205.

Fazzari, S. M. & Mott, T. L. (1986), 'The investment theories of kalecki and keynes: an empirical study of firm data, 1970–1982', *Journal of Post Keynesian Economics* **9**(2), 171–187.

Fechine, L. N. d. C. (2017), 'Capital produtivo e regime de financeirização no brasil: existe correlação entre a financeirização e a desindustrialização', *Faculdade de Economia* .

Fernandes, E. & Campos, A. (2008), 'Investimento direto estrangeiro e o desempenho das exportações brasileiras', *Revista de Economia Política, vol. 28, nº 3 (111), pp. 490-509* .

Fernández Bugna, C. & Porta, F. (2007), 'El crecimiento reciente de la industria argentina. nuevo régimen sin cambio estructural', *En: Crisis, recuperación y nuevos dilemas. La economía argentina, 2002-2007-LC/W. 165-2007-p. 63-105* .

Fernández, V. R. (2015), 'Global value chains in global political networks: Tool for development or neoliberal device?', *Review of Radical Political Economics 47.2 (2015): 209-230* .

Fligstein, N. (1987), 'The intraorganizational power struggle: Rise of finance personnel to top leadership in large corporations, 1919-1979', *American sociological review* pp. 44–58.

Gaggero, A. (2015), 'Fuga de capitales vii. los efectos de la internacionalización y extranjerización de los grandes grupos empresarios argentinos. los casos de techint, eurnekian y fortabat', *CEFID-AR, DOCUMENTO DE TRABAJO No 74* .

Gaggero, A., Schorr, M. & Wainer, A. (2014), 'Restricción eterna: el poder económico durante el kirchnerismo', *Futuro Anterior - Revista Crisis* .

Gaggero, J. (2011), 'La "fuga" de capitales. el escenario global (2002-2010)', *Ola Financiera* .

Gaggero, J., Rua, M. & Gaggero, A. (2013), 'Fuga de capitales iii. argentina (2002-2012).magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes.', *CEFID-AR. Documento de Trabajo No52* .

García, M. & Martín, A. (2013), 'La financiarización de la economía mundial: hacia una caracterización', *Revista de Economía Mundial* .

Gereffi, G. (2014), 'Global value chains in a post-washington consensus world', *Review of international political economy* **21**(1), 9–37.

Gereffi, G. & Fernandez-Stark, K. (2011), 'Global value chain analysis: a primer', *Center on Globalization, Governance & Competitiveness (CGGC) Duke University Durham, North Carolina, USA* .

Gonçalves, R. (2006), 'A dominação do capital financeiro no brasil', *REVISTA Soc. Bras. Economia Política, Rio de Janeiro, No 19, p. 25-43* .

Gonçalves, R. (2011), 'Impacto do investimento estrangeiro direto sobre renda, emprego, finanças públicas e balanço de pagamentos', *Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 43* .

Green, R. & Laurent, C. (1988), *El poder de Bunge & Born*, Nueva Información.

Grondona, V. (2015), 'La manipulación de los precios de transferencia y la fuga de capitales en argentina, 2014', *Ola financier* .

Guillen, M. F. (2000), 'Business groups in emerging economies: A resource-based view', *academy of Management Journal* **43**(3), 362–380.

Guttmann, R. (2009), 'Una introducción al capitalismo conducido por las finanzas', *Ola financiera* **2**(2).

Hennart, J.-F. (2001), *The Oxford Handbook of International Business*, Oxford University Press, chapter The key literature on IB Activities: 1960-2000, pp. 127–149.

Hiratuka, C. (2000), 'Estratégias comerciais das filiais brasileiras de empresas transnacionais no contexto de abertura econômica e concorrência global', *Revista de Economia Contemporânea* **4**(2).

Hymer, S. H. (1976), *International operations of national firms*, MIT press.

Kalecki, M. (1956), 'Teoría de la dinámica económica, fce'.

Kaltenbrunner, A. & Painceira, J. P. (2018), 'Financierización en américa latina: implicancias de la integración financiera subordinada', *Estudios sobre financierización en América Latina* p. 33.

Konings, J. (2001), 'The effects of foreign direct investment on domestic firms: Evidence from firm-level panel data in emerging economies', *Economics of transition* **9**(3), 619–633.

Krippner, G. R. (2005), 'The financialization of the american economy', *Socio-economic review* **3**(2), 173–208.

Kulfas, M. (2002), *Inversión extranjera y empresas transnacionales en la economía argentina*, Cepal.

Kulfas, M. (2005), 'Internacionalización financiera y fuga de capitales en américa latina'.

Kulfas, M. (2016), 'Los tres kirchnerismos. una historia de la economía argentina', *Revista Perspectivas* **420**, 421.

Lanciotti, N. & Lluch, A. (2018), 'Las empresas extranjeras en argentina desde el siglo xix al siglo xxi', *Imago Mundi* .

Lapavitsas, C. (2011), 'La crisis de la financiarización, cap. 1, el capitalismo financiarizado. crisis y expropiación fianciera.', *CLACSO* .

Laplane, M. F., Sarti, F. et al. (2002), 'O investimento direto estrangeiro ea internacionalização da economia brasileira nos anos 1990', *Revista economia e sociedade* **18**, 1–32.

Laplane, M. & Sarti, F. (1999), 'Investimento direto estrangeiro e o impacto na balança comercial nos anos 90', *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea)* .

Lavarello, P. (2004), 'Estrategias empresariales y tecnológicas de las firmas multinacionales de las industrias agroalimentarias argentinas durante los años noventa', *Desarrollo económico* pp. 231–260.

Lavarello, P. J., Montagu, H. & Abeles, M. (2013), 'Heterogeneidad estructural y restricción externa en la economía argentina', *En: Hacia un desarrollo inclusivo: el caso de la Argentina. Santiago: CEPAL; OIT, 2013. LC/L. 3569. p. 23-95* .

López Toache, V. (2014), 'La financiarización: principal característica de los flujos de ied en américa latina', *Realidad económica. no. 285 (2014)* .

Mancini, M. & Lavarello, P. (2013), 'Heterogeneidad estructural: origen y evolución del concepto frente a los nuevos desafíos en el contexto de la mundialización del capital', *Entrelíneas de la Política Económica* **6**.

Manzanelli, P. (2016), 'Grandes empresas y estrategias de inversión en la argentina 2002-2012', *Desarrollo Económico* **56**(218), 33–57.

Manzanelli, P. & Schorr, M. (2012), 'Argentina: perfil de especialización e inserción internacional', *Ensayos de Economía* **22**(41), 129–151.

Manzanelli, P. & Schorr, M. (2013), 'Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial? estudios de economía política', *Miño y Dávila Editores* .

Marín, A. (2016), 'Las industrias de recursos naturales como plataforma para el desarrollo de américa latina', *Denzin, C. y Cabrera, C. (edits.): Nuevos enfoques para el desarrollo productivo. Estado, sustentabilidad y política industrial, Fundación Friedrich Ebert* .

Marques, R. M. & Nakatani, P. (2013), 'Crise, capital fitício e aflujo de capitais extranjeros no brasil', *CADERNO CRH, Salvador, v. 26, n. 67, p. 65-78* .

MECON (2012), 'El informe mosconi', *Presidencia de la Nación* .

Medialdea, B. (2010), 'Subdesarrollo, capital extranjero y financiarización: la trampa financiera de la economía brasileña', *Universidad Complutense de Madrid, Madrid* .

Meyer, K. (2003), 'Fdi spillovers in emerging markets: A literature review and new perspectives', *DRC Working Papers Foreign Direct Investment in Emerging Markets. Centre for new and emerging markets london business school, No14* .

Minsky, H. (2008), *Stabilizing an unstable economy*, Mc Graw Hill.

Miotti, E. (2018), '¿existe un régimen de acumulación financierizado en américa latina? un análisis desde la escuela de la regulación', *CEPAL en "Estudios sobre financierización en América Latina"* .

Miranda, B. (2013), 'Impactos da financeirização sobre a fragilidade micro e macroeconômica: um estudo para a economia brasileira entre os anos de 1995-2012', *Belo Horizonte. UFMG/Cedeplar* .

Nader, G. & Mendonça da Silva, E. (2017), 'Acumulação financeira e desenvolvimento na periferia: notas sobre o processo de financeirização no brasil pós-estabilização monetária', *OIKOS (Rio de Janeiro)* **16**(1).

Ndikumana, L. (1999), 'Debt service, financing constraints, and fixed investment: evidence from panel data', *Journal of Post Keynesian Economics* **21**(3), 455–478.

Nonnenberg, M. J. B. (2003), 'Determinantes dos investimentos externos e impactos das empresas multinacionais no brasil — as décadas de 1970 e 1990', *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada* .

Ocampo, J. A. (1998), 'Cincuenta años de la cepal', *Revista de la CEPAL* .

Orhangazi, O. (2008), 'Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the us economy: 1973 to 2003', *Cambridge Journal of Economics 32.6: 863-886* .

Palley, T. (2007), 'Financialization: What it is and why it matters', *The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies Washington, D.C.* .

Palma, J. G. (2015), 'Why corporations in developing countries are likely to be even more susceptible to the vicissitudes of international finance than their counterparts in the developed world: A tribute to ajit singh', *Faculty of Economics* .

Paulini, L. M. (2009), 'A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do brasil', *ESTUDOS AVANÇADOS 23 (66)* .

Pérez Ártica, R. (2013), 'Acumulación de liquidez y exceso de ahorro en firmas de países desarrollados', *Tesis de Doctorado, Universidad Nacional del Sur (Facultad de Economía)* .

Pérez, C., Marín, A. & Navas-Alemán, L. (2014), 'El posible rol dinámico de las redes basadas en recursos naturales para las estrategias de desarrollo en américa latina', *INCLUSIVO: 347* .

Plihon, D. (1999), 'A economia de fundos próprios: um novo regime de acumulação financeira', *Economia e Sociedade, n.13, p. 41-56* .

PNUD (2018), 'índice de desarrollo humano. anexo estadístico.', *Naciones Unidas* .

Prasad, E. S., Rajan, R. G. & Subramanian, A. (2007), Foreign capital and economic growth, Technical report, National Bureau of Economic Research.

Rabinovich, J. (2018), 'The financialisation of the nonfinancial corporation. a critique to the financial rentieralization hypothesis'.

Rocha, F. & Kupfer, D. (2002), 'Structural changes and specialization in brazilian industry: the evolution of leading companies and the m&a process', *The Developing Economies, 40(4), 497-521* .

Rogers, D. (2013), Shale and wall street: was the decline in natural gas prices orchestrated?, *in* 'Energy Policy Forum', Energy Policy Forum.

Rua, M. (2014), 'Fuga de capitales v. argentina, 2014. los "facilitadores" y sus modos de acción', *CEFID-AR, Documento de Trabajo No 60* .

Rua, M. (2017), 'Fuga de capitales ix: el rol de los bancos internacionales y el caso hsbc', *Buenos Aires, ediciones Z/Fundación SES* .

Rugman, A. & Verbeke, A. (2001), *The Oxford Handbook of International Business*, Oxford University Press, chapter Location, Competitiveness, and the multinational enterprise, pp. 36–68.

Santarcángelo, J. & Perrone, G. (2011), 'La cúpula empresaria y su rol en el desarrollo económico', *IV Jornadas de Enonomía Crítica* .

Sawyer, M. C. (1989), 'The challenge of radical economy', *Barnes and Noble Books, Maryland* .

Schorr, M. & Manzanelli, P. (2013), *Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarollo o crecimiento industrial? Estudios de economía política*, Miño y Dávila, chapter La extranjerización de la industria argentina en la posconvertibilidad. Un análisis del poder económico sectorial, pp. 55–81.

Serfati, C. (2009), 'Dimensiones financieras de la empresa transnacional: cadena global de valor e innovación tecnológica', *Ola Financiera* **2**(4).

Serfati, C. (2016), 'Las raíces financieras de los grupos industriales mundiales', *Ola Financiera* **9**(24).

Shaxson, N. (2014), *Las islas del tesoro. Los paraísos fiscales y los hombres que se robaron el mundo*, Fondo de Cultura Económica.

Stockhammer, E. (2004), 'Financialisation and the slowdown of accumulation', *Cambridge Journal of Economics, 28(5), 719 to 741.* .

Theodosio, B. M. (2019), 'Determinantes da acumulação de capital no brasil entre 2000 e 2016: lucratividade, distribuição, tecnologia e financeirização', *Universidade Federal do Rio de Janeiro* .

Tregenna, F. (2015), 'Deindustrialisation, structural change and sustainable economic growth', *UNU-MERIT Working Papers; No. 032). Maastricht: UNU-MERIT* .

Trujillo Dávila, M. A., Rodríguez Ospina, D. F., Guzmán Vásquez, A. & Becerra Plaza, G. (2006), Perspectivas teóricas sobre internacionalización de empresas, Technical report, Editorial Universidad del Rosario.

UNCTAD (2012), 'Trade and development report, 1981–2011, three decades of thinking development', *United Nations* .

UNCTAD (2014), *Espacio fiscal para la estabilidad y el desarrollo: retos actuales*, ONU, chapter VII, pp. 181–214.

Van der Zwan, N. (2014), 'Making sense of financialization', *Socio-economic review* **12**(1), 99–129.

Vercellone, C. et al. (2009), Crisis de la ley del valor y devenir renta de la ganancia. apuntes sobre la crisis sistémica del capitalismo cognitivo, Technical report, HAL.

Vernon, R. (1992), International investment and international trade in the product cycle, *in* 'International economic policies and their theoretical foundations', Elsevier, pp. 415–435.

Wainer, A. G. & Schorr, M. (2014), 'La economía argentina en la posconvertibilidad: problemas estructurales y restricción externa', *Instituto Argentino para el Desarrollo Económico* .

Werner, M., Bair, J. & Fernández, V. R. (2014), 'Linking up to development? global value chains and the making of a post-washington consensus', *Development and Change 45.6 (2014): 1219-1247.* .

Zucman, G. (2015), 'La riqueza escondida de las naciones: cómo funcionan los paraísos fiscales y qué hacer con ellos', *Siglo Veintiuno Editores Argentina* .

Capítulo 2

Metodología

> "Una información aproximada, a través de una medición indirecta, para medir un concepto difuso, que se presenta con esa pulcritud, provoca una sensación de exactitud que no se compagina con la realidad." (Schvarzer 1977, pág. 321).

El universo de análisis en la presente tesis comprende a las grandes empresas extranjeras no financieras de sectores transables de Argentina y Brasil en el período 2000-2017 . Se desarrollará un enfoque financiero a nivel firma, descartando el análisis por conglomerados dado que su consolidación impide visibilizar operaciones intra-firma, las cuales son un mecanismo imprescindible para resaltar la financiarización. Es decir, las transacciones con sociedades relacionadas son contabilizadas únicamente en los balances individuales.

La investigación desarrollará un enfoque de carácter correlacional-descriptivo, combinando elementos cualitativos y cuantitativos dado que abordará estudios de casos múltiples en base a documentación contable. Dichos estudios de casos pretenden ser generadores de hipótesis. Por lo tanto, la técnica de recolección consistirá en la observación de dichos documentos. La técnica para su concreción comprenderá el análisis de contenido, dado que se busca describir y clasificar a las empresas. Bajo este punto cabe resaltar que no se pretenden realizar regresiones econométricas. Por lo tanto, no interesa (a priori) la cantidad de casos seleccionados que puedan otorgar significancia estadística. La relevancia en las empresas escogidas se encuentra en el peso de las mismas sobre los respectivos sectores.

Para que pueda comprender el lector, el enfoque que se tendrá en cuenta para abordar las fuentes de financiamiento, y su destino, implicará una suerte de "auditoría para el desarrollo", la cual permitirá avanzar sobre una caracterización de las estrategias de acumulación de cada empresa en particular. Se pretenderá resaltar las prácticas de las firmas dado que estas podrían implicar la reproducción del subdesarrollo. Por lo tanto, se buscará traducir los datos contables a variables de la

economía política con el objetivo de insertarnos en las discusiones sobre desarrollo económico.

El primer objetivo específico tendiente a la comprensión de la evolución del régimen de acumulación de cada país y sus etapas, será abordado con información agregada, creando listados en torno a las ventas de las mayores empresas, información sobre los flujos de Inversión Extranjera Directa, y balances contables de las empresas insertas en la cúpula empresaria[1] de cada país. Desde ya, el primer objetivo debe comprendérselo como un apartado introductorio al tema con el fin de caracterizar las dinámicas económicas. Por ello se utilizará bibliografía específica sobre Argentina y Brasil para orientar el análisis.

Se entiende que el régimen de acumulación influirá en las estrategias de las empresas multinacionales, de allí la necesidad de su caracterización. A su vez este tema deberá comprender un análisis sobre el poder económico y los disputas por la hegemonía. Como consecuencia, utilizaremos información de los rankings de empresas de mayor facturación para discernir los cambios y continuidades del poder económico en cada país estudiado. Las modificaciones y transformaciones tanto de la regulación (cambiaria, monetaria, sectorial, laboral, etc.), como de los procesos de centralización del capital, comprenderán aspectos centrales para entender las dinámicas al interior de la cúpula empresaria. Para abordar los cambios institucionales, nos hemos valido de bibliografía especializada en el tema. En tanto, los datos en torno a la centralización del capital fueron provistos por las revistas de negocios.

Por último, para abordar el primer objetivo específico, nos hemos servido de información contable con el fin de comparar el comportamiento de las firmas abiertas de la cúpula empresaria. De esta forma, se pudo analizar las empresas que traccionaron el endeudamiento, la fuga de capitales, y la inversión en cada una de las etapas del régimen de acumulación en los países seleccionados. El comportamiento general y el excedente generado por parte de las firmas de la cúpula empresaria que cotizan en bolsa, nos dará una idea sobre la salud del régimen de acumulación. En este sentido, en ambas economías, durante el período analizado, aumentó el excedente corporativo, y por ende, nos interesa conocer su destino.

Por otro lado, el segundo y tercer objetivo específico serán abordados con información a nivel firma. Entre los criterios para seleccionar las empresas más relevantes se tuvo en cuenta: 1) la posición en el ranking de facturación, determinando la importancia del capital individual en la respectiva economía (es decir, su nivel de facturación); 2) los niveles de inversión y su dinamismo; 3) la importancia sectorial en el desenvolvimiento de la economía en general (p ej. por su aporte de divisas); 4) por último, la disponibilidad de datos contables para un rango de años conside-

[1] La cúpula empresaria comprende a las 200 mayores firmas tanto de Argentina y Brasil, descartando a las empresas bancarias y agrícolas.

rable. Bajo este último punto cabe aclarar que para cada caso se disponen rangos de años que podrían diferir entre los distintos sectores dependiendo al acceso a la información.

Bajo estos objetivos se buscará trazar la trayectoria de las firmas de sectores vinculados a la agro-industria (aceite y oleaginosas), la industria manufacturera y el sector energético (*upstream-downstream*) en Argentina y Brasil. Para abordar dichos objetivos, construiremos variables económicas, las cuales serán definidas en el presente apartado metodológico a partir de los libros contables. Por medio de las mismas observaremos las estrategias de acumulación, el financiamiento y el destino de los fondos (fuga de capitales, inversión financiera o inversión productiva).

Cuadro 2.1: Objetivos específicos, preguntas específicas, técnicas de análisis y fuentes de información

O. E.	Preguntas específicas	Técnicas de análisis	Fuentes
1 -	¿Qué períodos pueden identificarse en el régimen de acumulación de Argentina y Brasil?	Estadística descriptiva en base a la evolución de las ventas de las 100 mayores empresas extranjeras a través de la composición sectorial y de origen en el capital tanto en Argentina como en Brasil.	Revista Exame, Mercado, Prensa Económica.
	¿Qué características del régimen de acumulación se encuentran vigentes en Argentina y Brasil?	Comparar los períodos identificados anteriormente con las periodos y características identificadas en la literatura sobre el tema (Basualdo, 2017; Bruno y Caffe, 2014). Estadísticas descriptivas en base a la Inversión Extranjera Directa su composición en ramas de actividad y su forma de financiamiento. Estadísticas descriptivas en torno a variables contables y financieras (fuga de capitales, inversión, etc.) de las empresas que cotizan en bolsa en forma agregada.	Economática, BCRA, Banco do Brasil, UNCTAD, IPEADATA, FMI, Banco Mundial, DNCI.
	¿Cuáles son los ganadores y perdedores en cada etapa de los periodos?	Estadística descriptiva en base a la evolución de ventas de las 100 empresas extranjeras tanto de Argentina como de Brasil y su comparación con la literatura, entendiendo a la evolución de las ventas como cambios en los precios relativos.	Revista Exame, Valor 1000, Valor Grandes Grupos, Mercado
	¿Cuáles son las diferencias en los regímenes de acumulación?	Estadística descriptiva en base al grado de centralización del capital a partir de las ventas de las 100 empresas extranjeras más grandes y comparación con la literatura. Estadísticas descriptivas sobre la centralización de capital, las etapas y grandes rubros de rama de actividad que fueron los que traccionaron dicho proceso.	Revista Exame, Valor 1000, Valor Grandes Grupos, Mercado, UNCTAD.
2 -	¿Qué estrategia de acumulación desarrolla la casa matriz?	Análisis de documentos y estadísticas descriptivas reconstruyendo el tipo inversión desarrollada por la casa matriz, el grado de centralización del capital desarrollado y su forma de financiamiento ya sea recursos propios, endeudamiento, préstamo intra-firma, etc.	CNV, CVM, SEC, IGJ.
	¿Qué grado de centralización del capital posee la subsidiaria?	Análisis de documentos sobre las empresas controladas por la subsidiaria en torno a el país de inscripción, la actividad que desarrolla, los activos y el patrimonio neto.	CNV, CVM, SEC, IGJ.
	¿Qué tipo de inversión lleva adelante la subsidiaria y su importancia?	Estadísticas descriptivas sobre el tipo de inversión desarrollada ya sea productiva, financiera o por centralización de capital y su participación y crecimiento en los activos totales, segmentando por periodos.	CNV, CVM, SEC, IGJ.
	¿Cómo financia la subsidiaria la inversión y su importancia?	Estadística descriptiva sobre la evolución de sus resultados operativos, el endeudamiento, y la participación de cada componente del flujo de caja, segmentando por periodos. Se podrá diferenciar la financiación con fondos propios (reinversión), de la deuda intra-firma, o del endeudamiento ya sean por préstamos bancarios, o a través de la emisión de Obligaciones Negociables. Análisis de documentos sobre la procedencia de los fondos y el destino de estos.	CNV, CVM, SEC, IGJ, documentos privados.
	¿En qué grado la subsidiaria cumple con la estrategia de acumulación desarrollada por la casa matriz?	Estadística descriptiva sobre la participación del tipo de inversión desarrollada por parte de la subsidiaria en los balances de la casa matriz, segmentando por periodos.	CNV, CVM, SEC, IGJ.
3 -	¿Cuál es la estructura corporativa y su relación con la subsidiaria?	Análisis de documentos reconstruyendo el tipo de relación ya sea de propiedad/comercial/financiera con empresas vinculadas. Análisis de documentos en base al tipo de estructura que proliferan en las guaridas fiscales, así como el país de origen de las empresas vinculadas. Estadísticas descriptivas sobre la participación en las partidas contables en la relación de la subsidiaria con empresas vinculadas, segmentando dicha información por periodos.	CNV, CVM, SEC, IGJ, registros de mercantiles (diversos países), opencorporates.com, BO.
	¿Qué tipo de ingresos financieros son obtenidos?	Análisis de documentos en base a la estructura corporativa y estadística descriptiva sobre obligaciones/derechos entre empresas vinculadas (dividendos devengados, resultados acumulados, préstamos intra-firma, comercio intra-firma, evolución de la acción, etc.).	CNV, CVM, SEC, IGJ, registros de mercantiles (diversos países), opencorporates.com, BO.
	¿Cuándo y cómo se concreta la fuga de capitales y cuál es su importancia?	Estadística descriptiva sobre la evolución de la fuga en base a: 1) los giros de utilidades y dividendos, 2) la compra-venta de participaciones, 3) los precios de transferencia de operaciones financieras (deuda intra-firma) presentes en los resultados financieros, y por último, 4) los precios de transferencias por comercio intra-firma a partir de los reclamos tributarios, segmentando dicha información por periodos.	CNV, CVM, SEC, IGJ, COMTRADE.

Nota: Comisión Nacional de Valores (CNV), Comision Valores Mobiliarios (CVM), Securities and Exchange Commission (SEC), Inspección General de Justicia (IGJ), Boletín Oficial (BO), Fondo Monetario Internacional (FMI), *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD), Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (DNCI, Argentina).
, Banco Central de la República Argentina (BCRA), Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).

2.1 Alcances y limitaciones de la información contable

2.1.1 La contabilidad creativa como limitante

La contabilidad consiste en la técnica de registración de todas las transacciones en forma cuantificable, sistemática, cronológica y estructurada. La información contable tiene como fin esquematizar la realidad económica y financiera de las empresas. Sin embargo, esta realidad nunca es objetiva, existen intereses que pueden influir en su alteración (Ibarra Mares 2011).

La manipulación contable "distorsiona" esta realidad económica. Esta manipulación busca producir cambios en la valuación y en el registro de los ingresos, los costos, los activos o pasivos, etc., y refleja la falta de una exigente auditoría externa, así como vacíos normativos que permitan múltiples prácticas ante un mismo hecho contable. La intención de manipular la información contable es conocida como "contabilidad creativa". Este concepto refiere a la alteración de los informes contables para confundir a los usuarios de dicha información sobre la verdadera realidad económica de la empresa. La contabilidad creativa abarca tanto a las prácticas fraudulentas alejadas de la ley, como así también, a aquellas que son fruto de carencias normativas. Con la contabilidad creativa se busca: 1) el alisamiento de resultados (para reducir la volatilidad de los resultados), 2) contabilidad agresiva (con el fin de incrementar el resultado, 3) *earnings management* (la manipulación de la información en forma funcional a ciertos objetivos determinados por la gerencia). En este sentido, la gerencia posee intereses en alterar los balances contables, más aún, en el actual capitalismo financiarizado, dado que los accionistas pretenden incrementar su patrimonio por medio de la exhibición de resultados abultados en los estados contables. Incluso los incentivos monetarios de la propia gerencia se encuentran atados al logro de los objetivos financieros que los accionistas añoran (Vallejo 2008).

Habría que diferenciar la micromanipulación (antes expresada) de la macromanipulación. Esta última comprende al poder de lobby que poseen las grandes auditoras con el fin de influir sobre los reguladores de forma de alterar las normas contables. Bajo este punto cabe resaltar que existe una enorme concentración en la industria de los servicios corporativos referida a la auditoría y a la consultoría contable. Este negocio es dominado por cuatro empresas multinacionales denominadas como las *Big Four* (KPMG International Cooperative, Ernst & Young, Deloitte y PricewaterhouseCoopers). Desde ya, los balances contables de todas las empresas multinacionales son auditadas por las mismas cuatro empresas de servicios. A través de la consultoría contable brindada por las *Big Four* se posibilita la adecuación de una ingeniería jurídica y fiscal que busque la planificación fiscal de las empresas multinacionales.

Dicha planificación consiste en evaluar los impactos impositivos y los riesgos de distintas operaciones para minimizar la carga tributaria. La planificación fiscal busca en definitiva la elusión fiscal, la cual no es ilegal. Las *Big Four* trabajan en conjunto a grandes estudios de abogados en el armado de entramados de empresas en guaridas fiscales. Por lo tanto, juegan un rol clave en la fuga de capitales al permitir el redireccionamiento de fondos hacia jurisdicciones de menor tributación.

Además, decimos que estas empresas auditoras ejercen su poder de lobby dado que poseen peso en diversas instituciones que regulan los estándares contables[2]. Dichas auditoras poseen técnicas propias que son legitimadas en la contabilidad y sientan jurisprudencia (Rua 2014). Incluso forman parte del aparato educativo a escala mundial al elaborar manuales de gran difusión en materia contable y de análisis financiero[3].

Una encuesta realizada a principios del nuevo milenio a auditores de diferentes países (en la cual se incluyen profesionales de Argentina y Brasil) destaca la importancia de la contabilidad creativa (Guevara & Cosenza 2004). En primer lugar, todos los auditores conocen el concepto, así como sus consecuencias. Sin embargo, las empresas auditoras no ofrecen cursos en los programas de entrenamiento profesional para detectar tales prácticas. En segundo lugar, la mayoría de los auditores no consideran a la contabilidad creativa en sus planificaciones de auditoría, dado que descartan que estas prácticas sean potencialmente utilizadas, por lo tanto, no aplican procedimientos para su detección. En tercer lugar, la mayoría de los auditores encuestados consideran que su participación en el diseño de las prácticas creativas son el reflejo de las exigencias de los directivos y ejecutivos para cumplir los objetivos de reducción de las cargas tributarias.

2.1.2 Algunos resguardos adicionales en el uso de los datos contables para las investigaciones

Existen ciertas limitaciones a destacar dentro de la información contable para el análisis de los cientistas sociales. En primer lugar, los procesos inflacionarios de los países en desarrollo comprenden una limitante en la comparabilidad intertemporal de los montos registrados. Tanto Brasil como Argentina presentan esta problemática en distintos grados. Por lo tanto, se decidió expresar los valores absolutos en US$ (dólar estadounidense) utilizando el tipo de cambio oficial de cada economía. Esta expresión, además, permite la comparabilidad entre Argentina y Brasil.

[2] Según (Rua 2014), ciertas Oficinas de la OECD, así como los congresos del G20 sobre tributación, se encuentran cooptados por las *Big Four*.

[3] Los manuales de análisis financieros y contabilidad son elaborados por editoriales como McGraw-Hill, que buscan a autores que se encuentren vinculados no sólo a la academia sino también a las *Big Four* (véase Subramanyam & Wild 2009).

En segundo lugar, los balances contables son influenciados por las políticas macroeconómicas (tipo de cambio, tasa de interés, etc.). Por ello, se destacarán su influencia, la cual son presentadas en las propias descripciones de las memorias de los balances.

En tercer lugar, pueden existir problemas en la comparabilidad de las partidas a lo largo del tiempo dado que existen cambios metodológicos por parte de las empresas, o bien, cambios normativos. Diferentes compañías pueden adoptar múltiples prácticas contables para un similar hecho económico o financiero (Ramírez & Moctezuma 2012).

Por último, las partidas contables suelen registrarse por el criterio de lo devengado (la única excepción radica en el flujo de caja). Por lo tanto, en muchos casos estas nos muestran el nacimiento de un derecho o una obligación, sin mediar dinero en efectivo en la operación económica. Sin embargo, se priorizará trabajar con el flujo de caja para observar los movimientos de fondos. En caso que alguna partida no sea reflejada en el flujo de caja, se deberá recurrir al criterio de lo devengado. Como se verá más adelante, en los casos en los cuales sea necesario recurrir a tal criterio, únicamente se extraerán partidas con un elevado grado de liquidez. Por lo tanto, se pensará que si bien pudo no haber mediado algún movimiento de efectivo en un principio, el mismo tuvo que existir en un corto período de tiempo.

2.1.3 Alcances en el uso de datos contables

A pesar de todas las limitaciones mencionadas, se considera a la información contable como una poderosa herramienta en el desarrollo de las investigaciones en las ciencias sociales. En primer lugar, existe una larga tradición en su utilización para describir el crecimiento de las empresas multinacionales. En este sentido, los datos contables nos brindan información sobre el surgimiento y organización de las empresas multinacionales. Dicha información es utilizada para observar la forma en la que se articula una filial con las demás empresas del conglomerado, la evolución de los accionistas, así como las razones de sus éxitos y los fracasos en sus negocios. La información contable es útil para el trazado de las trayectorias de las empresas a lo largo del tiempo. Por lo tanto, generalmente es utilizada en la rama de la historia económica que estudia a las corporaciones (Mallick 2010).

En segundo lugar, respecto de los temas mencionados anteriormente, la contabilidad posee principios básicos que son reflejados en los estándares y normativas contables. Una de ella consiste en la confiabilidad de la información. Desde ya, este principio discute de lleno con la contabilidad creativa. Con la finalidad que los datos contables sean confiables, estos deben ser verificables y confirmables. Bajo este punto, la información es revisada por múltiples usuarios. No sólo los auditores con-

trolan a las empresas, sino también los accionistas (desde personas físicas a fondos de inversión), los reguladores estatales, los sindicatos, e incluso los consumidores, etc., acceden y revisan los documentos contables con una visión crítica (con el fin de resguardar sus intereses). Además, las empresas abiertas son controladas por las comisiones de valores[4]. En tanto, las empresas multinacionales suelen cotizar en múltiples bolsas de valores de diversos países (Subramanyam & Wild 2009).

Por otro lado, una gran ventaja de los datos contables comprende su elevado grado de comparabilidad, tanto en forma temporal como espacial. De esta forma, los balances contables son una herramienta fundamental para la comparabilidad internacional. Aquí cabe destacar el rol de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)[5]. Las NIIF son el resultado de los procesos de la globalización que posibilitaron a los accionistas evaluar diversas empresas en diferentes países. Además, estas normas internacionales evolucionaron a lo largo del tiempo para evitar las prácticas de contabilidad creativa, al disminuir las vacíos normativos que las permiten (Vallejo 2008).

2.2 ¿Cómo construir variables económicas a partir de los balances contables?

2.2.1 Inversión productiva

En los diferentes estudios sobre la financiarización de corporaciones no financieras, la inversión productiva suele extraerse de las partidas correspondientes a los bienes de uso (propiedades, planta y equipos) (véase Davis 2016, Rabinovich 2018, Abeles et al. 2018).

Se entiende por ***inversión productiva*** *al destino de los fondos que tienen como fin reponer o incrementar las capacidades productivas.*

$$\text{Inversión bruta fija}_t \begin{cases} \text{Inversiones netas}_t \\ \text{Inversiones de reposición}_t \end{cases}$$

Por ello definiremos:

1) **Inversión bruta fija:** es igual a la inversión productiva. Comprenderá la inversión destinada a incrementar o reponer las capacidades productivas. La misma será sustraída del flujo de caja bajo la denominación de "adquisiciones de bienes de

[4] En Brasil es la Comissão de Valores Mobiliários, mientras en Argentina se trata de la Comisión Nacional de Valores.

[5] Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) son el conjunto de estándares internacionales de contabilidad promulgadas por el International Accounting Standars Board (IASB), que establece los parámetros de registración y publicación de los diversos estados contables.

uso" o "compras de bienes de uso".

2) **Inversión neta (o nueva):** comprenderá la inversión que tiene como objetivo incrementar las capacidades productivas. Para ello extraeremos del flujo de caja las partidas de "adquisiciones de bienes de uso" o "compras de bienes de uso" y las "amortizaciones". La misma es calculada de la siguiente manera:

$$\text{Inversión Neta}_t = \text{adquisición de bienes de uso}_t - \text{amortizaciones}_t$$

3) **Inversión de reposición:** comprenderá la inversión productiva que pretende reponer el desgaste del capital fijo. La misma la podemos calcular de la siguiente forma:

$$\text{Inversión de reposición}_t = \text{amortizaciones}_t \leftarrow \text{Inversión neta}_t > 0$$

$$\text{Inversión de reposición}_t = \text{adquisición de bienes de uso}_t \leftarrow \text{Inversión neta}_t < 0$$

La inversión de reposición será igual a las amortizaciones siempre y cuando la inversión neta sea positiva. En caso contrario, la inversión de reposición será igual a las adquisiciones de bienes de uso.

Por ultimo, cabe resaltar el aspecto novedoso del presente estudio, dado que se encargará en diferenciar la inversión de reposición de la inversión neta. De esta forma, se podrá conocer en qué grado los fondos destinados a la inversión productiva lograron incrementar las capacidades productivas.

1. ***¿Dónde puedo encontrar la inversión bruta fija en los balances contables?*** Esta variable se podrá ubicar en el flujo de caja dentro de las actividades de inversión bajo la denominación de adquisiciones de bienes de uso o activos fijos. Además podrán buscarse dentro de las altas en el Anexo de bienes de uso.

2. ***¿Dónde puedo encontrar las amortizaciones en los balances contables?*** La misma se encontrarán en el flujo de caja dentro de las actividades operativa. Además podrán encontrarse en las depreciaciones dentro del Anexo de bienes de uso.

2.2.2 Fuga de capitales

2.2.2.1 ¿Qué es la fuga de capitales?

Existen diversas definiciones sobre fuga de capitales, las cuales pueden ser agrupadas en tres corrientes principales (véase Gaggero et al. 2007):

1. **Definición amplia:** A partir de la misma, la fuga de capitales alcanzará a toda

salida de capitales y divisas que en caso de haber sido reinvertidas en el país, generarían un mayor retorno social y económico. Como se verá, esta definición es tributaria a las discusiones sobre desarrollo económico dado que evidencia las filtraciones que sufren las economías periféricas, y como consecuencia, les impiden desenvolver todo su potencial (Ajayi 1997, Schineller 1997). Entre las consecuencias que traería aparejada la fuga de capitales para el pleno desarrollo, se encuentran: a) la desviación de ahorros por parte de grandes empresas y empresarios, útiles para financiar el aumento de las capacidades productivas; b) menores pagos de impuestos traducido en una menor capacidad tributaria que logre financiar infraestructura social (educación, salud, ciencia y tecnología, políticas sociales en general, etc.); c) empeoramiento de la distribución del ingreso, dado que la evolución del empleo no se ve motorizado por la inversión, ergo, los salarios se ven estancados. A esto hay que sumarle la poca tracción de la demanda en las economías sumergidas dentro de los países en desarrollo, por lo tanto, la fuga de capitales tiene efectos directos en la pobreza; d) la salida de divisas aumenta la restricción externa y presiona a las economías en desarrollo a tomar deudas en el extranjero (Gaggero et al. 2007). En fin, dado que para esta definición la fuga de capitales implicaría una traba al desarrollo económico, el fenómeno mismo se circunscribe únicamente a economías catalogadas como "en desarrollo" o "periféricas". En cambio, en las economías "desarrolladas", las salidas de capitales no serían clasificadas como fuga de capitales, y en consecuencia, estas se inscriben como una inversión en el exterior. Por lo tanto, la presente definición resulta potente para nuestro estudio dado que los países escogidos son economías en desarrollo. Por último, a pesar de sus virtudes, la principal desventaja de la presente definición se halla en su amplitud conceptual, la cual la hace difícil de concretizar metodológicamente.

2. **De orden político-económico:** Bajo esta definición se incluye como tal a toda salida de capitales que se encuentra motivada o explicada por escenarios conflictivos y de incertidumbre económica y/o política (Schneider 2003). Dicha definición, propone diferenciar las salidas "normales" de capitales que se producen en ausencia de conflictos socio-económicos, de aquellas salidas "anormales" producidas en momentos en los cuales existen dichos problemas. Únicamente dentro estas últimas, las salidas de capitales podrían ser catalogadas como fuga de capitales (Kulfas 2005). Desde ya, este tipo de análisis debe ser acompañado por una explicación de las condiciones histórica sobre el desenvolvimiento de la economía en cuestión. Por otro lado, en economías en desarrollo o subdesarrolladas, estos escenarios conflictivos podrían ser prolongados por un largo período de tiempo. El problema de la presente definición se produce en diferenciar las salidas "normales" de las "anormales", ya que las mismas quedan a

criterio de cada investigador.

3. **Legalidad o ilegalidad de la salida de capitales:** Dentro de esta definición se considerará como fuga de capitales a toda salida de capitales que comprenda un acto ilegal. De esta forma, la fuga de capitales se circunscribe al Derecho (Schneider 2003, Kulfas 2005). Dentro de las mismas se incluyen a todas las actividades de contrabando y de evasión fiscal (entre otras). Por lo tanto, quedan supeditadas a un reducido número de transacciones las cuales son explícitamente prohibidas por ley. El problema con dicha definición se produciría cuando quisiéramos considerar como fuga de capitales a un número abarcativo de transacciones que involucren a filiales en guaridas fiscales. La novedosa utilización de las empresas *offshore* por parte de las multinacionales dejó un vacío legal en las diversas legislaciones. En este sentido, muchas de las transacciones de filiales en espacios territoriales con firmas en guaridas fiscales son legales dado que no están expresamente prohibidas. Sin embargo, cabe considerarse al Derecho como una ciencia social viva, la cual se encuentra abierta a diversas interpretaciones de la norma. Ergo, una definición amplia de "delito económico" incluiría a muchas de las transacciones realizadas con guaridas fiscales, siempre y cuando entendamos a estas como la realización de transferencias de ingresos: "Todo delito con contenido económico implica una transferencia de ingresos; en los delitos contra la propiedad alguien le quita algo a otro sin uso de violencia (hurto), con ella (robo), mediante ardid (estafa), con amenazas (extorsión), mediante el apoderamiento injusto o indebido de bienes o derechos (usurpación), etc. Hay hechos que crean rentas porque constituyen transferencias de ingresos entre sectores enteros de la sociedad. Es el caso de la Resolución A251 del Banco Central de la República Argentina, del 17 de noviembre de 1982, por la cual el Directorio de la institución resolvió transformar en pública la deuda externa privada, lo que constituyó un subsidio de la Nación a ciertos empresarios" (Comba et al. 2016, pág. 13). Respecto al actor económico que lleva adelante el delito económico, el Derecho menciona como tal el acto "[...] de cuello blanco y las define como un delito cometido por una persona de respetabilidad y estatus social alto en el curso de su ocupación" (Zara 2015, pág. 180).

2.2.2.2 ¿Cómo se mide la fuga de capitales?

Existen diversas metodologías para cuantificar la fuga de capitales de toda una economía en su conjunto[6]. Desde ya, nuestra intensión comprende medir la fuga de

[6]

1. **Método residual del Balance de Pagos:** La fuga de capitales comprende a los capitales (endeu-

capitales a nivel firma, por lo tanto, estas metodologías no nos resultan de mayor utilidad. Además, las mismas son empleadas para medir un tipo específico de transacción dado que entienden a la fuga como la adquisición de activos financieros en el exterior. Entre estos últimos tipos de activos financieros podrían incluirse: la adquisición de inversiones en cartera, bonos, títulos, acciones (dependiendo el porcentaje del capital accionario que detente un inversor[7]), tenencia de efectivo dolarizados en el exterior (depósitos), etc.

En el presente estudio nos referenciaremos con la primera definición sobre fuga de capitales abordada anteriormente, dado que pretendemos insertarnos en las discusiones sobre las consecuencias que poseen las prácticas de las multinacionales en el desarrollo económico. Por otro lado, ampliaremos las transacciones que usualmente suelen ser consideradas como fuga de capitales. Consideramos que la fuga de capitales posee innumerables componentes dado el poder económico que detentan las empresas multinacionales. Dicho poder económico se transparenta en la participación de las firmas transnacionales en cada uno de los renglones de la balanza de pagos.

Para abordar la fuga de capitales a nivel firma, se realizó un extenso listado con todas las transacciones concretadas con otras sociedades relacionadas en el exterior por parte de las empresas multinacionales bajo estudio en cada año. Para ello se utilizó las notas a los estados y resultados de los balances contables referidas a las transacciones con partes relacionadas. Se debió agregar información sobre la radicación de las filiales que mantienen transacciones con las filiales en Brasil y Argentina, con el fin de conocer aquellas de origen extranjero. Toda transacción que posea a una sociedad relacionada en el exterior fue considerada como plausible de significar tanto salidas como entradas de divisas, dependiendo el tipo de operación. Ergo, respecto a las filiales de Argentina y Brasil, se diferenciaron las transacciones que comprendan salidas de divisas de aquellas que involucran entradas. Además, se diferenciaron las transacciones con filiales en el exterior que correspondan a guaridas

damiento público y privado, e IED) que no son destinados a incrementar de las reservas, o tampoco son utilizados en el pago de los déficit de bienes y servicios. Las divisas que no son utilizadas para incrementar las disposiciones de reservas de los respectivos Bancos Centrales como a la financiación de la Cuenta Corriente son utilizadas para adquirir activos financieros en el exterior (Eryar 2005, Kulfas 2005).

2. **Método directo de Stock de activos fugados:** El presente método se encuentra presente en la medición de las "Posición de Inversiones Internacional". En la misma se mide las tenencias de activos financieros externos en bonos, títulos, acciones, créditos contra no residentes y depósitos en bancos del exterior y, por otra, en estimar las tenencias de divisas en manos de residentes no depositadas en el sistema bancario. Estas mediciones del stock de riqueza en el exterior pueden ser transformadas en flujo al computarse las diferencias del stock de un período con el anterior (Gaggero et al. 2007).

[7] Cuando el capital que detenta un inversor en una sociedad supera un 10%, pasa a ser considerado como una IED.

fiscales de aquellas que no lo son. Por último, se agregó información sobre el objeto social de las empresas con las cuales se concretaron las mencionadas transacciones en el exterior en los casos que involucraron a una filial en una guarida fiscal . Esto último nos hablaría del tipo de sociedades con las cuales se realizaron las transacciones, para distinguir aquellas que comprendan una cáscara [8].

Se entiende como ***fuga de capitales*** *a toda transacción que signifique una salida neta de divisas, en la cual por el lado de la firma receptora de las mismas, involucre a una empresa del mismo conglomerado en una guarida fiscal.*
Operaciones con firmas relacionadas en guaridas fiscales:

$$\text{Fuga de capitales}_t \begin{cases} \text{Dividendos girados a una subsidiaria en el exterior}_t \\ \text{Comercial} \begin{cases} \text{Compras de bienes al exterior}_t \\ \text{Compras de servicios al exterior}_t \\ \text{Precio de transferencia}_t \end{cases} \\ \text{Financiera} \begin{cases} \text{Formación de activos externos}_t \\ \text{Intereses pagados al exterior}_t \\ \text{Ganancias patrimoniales}_t \end{cases} \end{cases}$$

Dejando de momento de lado la definición de guarida fiscal, se entiende que las estructuras en dichos dominios extraterritoriales presentan la forma de cáscara, y por ende, no poseen trabajo vivo que incremente la acumulación de capital. Estas firmas cumplen la función de re-distribuir la riqueza, y por lo tanto, en ningún momento su fin consiste en incrementarla. En caso que la transacción signifique una salida neta de divisas sin ser mediada por una estructura de tipo *holding* (o *conduit*) en una guarida fiscal, esta no será considerada como fuga de capitales. En estos casos, se entiende que la operación tuvo relevancia económica, y por ende, no sería utilizada con fines re-distributivos. Desde ya, a lo largo del estudio existen algunas excepciones a esta regla que serán mencionadas y se justificará su inclusión.

Nuestra definición abarca salidas de divisas, por ende, se deberá trabajar con las partidas que afecten efectivamente el flujo de caja de las empresas, descartando el criterio de lo devengado. Bajo esta definición metodológica se incluyen a las siguientes transacciones a nivel firma como fuga de capitales:

1) **Distribución de utilidades y dividendos:** comprenderá el giro de utilidades a una sociedad en el exterior. Para ello se extraerá la respectiva partida del flujo de caja. Se descartarán las utilidades devengadas, las cuales en ningún momento han sido ejecutadas. Desde ya, en la mayoría de los casos, la estructura que cumple la función de controlante inmediata se radicará en una guarida fiscal. Por ello, en

[8] La información sobre la radicación y el objeto social de las empresas *offshore* se realizó a través de los registros de comercio de los respectivos países y/o páginas especializadas (opencorporates.com, bloomberg.com, etc.).

el estudio sobre fuga de capitales se presentará un análisis previo de la estructura de propiedades de cada firma abordada. Esto nos permitirá conocer los controlantes inmediatos de cada firma con el fin de establecer el flujo de divisas hacia el exterior en los caso en que la filial distribuya utilidades. Sin embargo, cabe aclarar que este es el único componente de la fuga que se considerará como tal sin mediar una estructura en una guarida fiscal, dado que de por sí comprende una redistribución de ingresos.

Además, cabe resaltar que se incluirá como distribución de utilidades a la "reducción de capital social". La partida podrá ser hallada tanto en los estados de evolución del patrimonio neto como en el flujo de caja. Nuevamente se tomará la reducción de capital del flujo de caja para ser coherentes con la metodología. Desde ya, esta comprende una distribución encubierta, dado que del otro lado (en la mayoría de los casos, estructuras controlantes en una guarida fiscal) perciben dichos capitales.

¿Dónde puedo encontrar la distribución de dividendos en los balances contables? La misma se encontrará en el flujo de caja, dentro de las actividades de financiación.

2) **Formación de activos en el extranjero:** comprenderá a toda transacción que signifique la compra de divisas, inversiones financieras o depósitos en el extranjero. En los balances contables podrá ser obtenida por medio del estado de situación patrimonial en moneda extranjera. En estos casos, la partida "Caja" o "Inversiones financieras" (en moneda extranjera) reflejarán un salto abrupto entre un período respecto del anterior. Además, en los casos argentinos se podrá obtener dicha información a nivel firma en años claves de intensos procesos de fuga de capitales (2001, 2008 y 2009). Para el año 2001 cabe resaltar el informe de Flacso (2005), el cual extrae información sobre fuga de capitales a nivel firma. Por otro lado, en los años 2008 y 2009 existieron filtraciones de compra de divisas para su posterior fuga a nivel firma[9].

Nuevamente, como se verá más abajo, las empresas *offshore* del mismo conglomerado suelen ser receptores de la formación de activos financieros en el extranjero. Ciertas cáscaras en guaridas fiscales cumplen la función de centralizar liquidez de todo el conglomerado al ejercer la figura de tesoreros. La formación de activos en el exterior a través de una cáscara se produce dado que la filial en Argentina o Brasil tiene intereses específicos en realizar una inversión permanente (o pago de obligaciones) en el exterior.

¿Dónde puedo encontrar la formación de activos externos en los balances contables? La misma se podrá encontrar en las notas vinculadas a los saldos con sociedades relacionadas. También se podrá encontrar en el

[9] Esta fue liberada por el ex Presidente del Banco Central de la República Argentina, Martín Redrado.

Estado de Situación Patrimonial en moneda extranjera, siempre y cuando se disponga información sobre su ubicación en el exterior.

3) **Compras de bienes, servicios o pagos de licencias en el exterior:** Esta partida comprenderá la compra de bienes, servicios o pagos de licencias a una estructura *conduit* en una guarida fiscal. En la mayoría de los casos estas compras y pagos se encontrarán concentradas en años conflictivos respecto al contexto general del país en cuestión. Estas partidas serán halladas en las notas referentes a las transacciones con sociedades relacionadas.

Por otro lado, los precios de transferencias abarcarán la subfacturación en el caso de las exportaciones, o la sobrefacturación al tratarse de importaciones. Para ello, es necesaria la existencia de una filial en una guarida fiscal que propicie el rol de intermediaria. Las transferencias económicas hacia dicha filial en dominios extraterritoriales se concretan por la subfacturación (sobrefacturación) de los bienes vendidos (comprados). Desde ya, las mercaderías vendidas (compradas) no necesariamente deben transitar por el país en el cual se radica la filial en una guarida fiscal. Es decir, dichas filiales se constituyen como intermediarios, y no como el destino final de los bienes.

La identificación en torno a la realización de precios de transferencias se podrá abordar a través de varias formas. En primer lugar, al determinar la procedencia de las filiales compradoras de los bienes vendidos por las filiales en Argentina o Brasil. En segundo lugar, en términos agregados, se podrá sumar las exportaciones sectoriales realizadas por Argentina o Brasil, y restarlas a la suma de las importaciones del resto del mundo provenientes de los mismos. La diferencia entre ambas variables se considerará un proxy de la realización de precios de transferencia. Desde ya, sería óptimo contar con información contable de las firmas en guaridas fiscales. Sin embargo, dado el grado de secretismo en dichas estadísticas, se tornará imposible comparar las ventas de filiales en dominios territoriales con aquellas sociedades en dominios extraterritoriales. Como alternativa, se podrán enumerar las causas judiciales por la propia realización de precio de transferencias en el comercio ejercidas por el agente tributario contra las empresas extranjeras, las cuales se encuentran presentes en las memorias de los balances contables. Por lo tanto, los montos de los precios de transferencias podrán ser halladas en las notas referentes al pago de impuestos a las ganancias en caso que sean denunciadas por la agencia tributaria competente.

¿Dónde puedo encontrar la compra de bienes y servicios a empresas relacionadas en los balances contables? Estas operaciones podrán encontrarse en las notas vinculadas a las transacciones y saldos con sociedades relacionadas. Por lo general, los balances mencionan las firmas relacionadas

con las cuales se suelen realizar las principales transacciones.

4) **Intereses perdidos con partes relacionadas:** comprenderán a los intereses perdidos correspondientes a préstamos percibidos por partes relacionadas en guaridas fiscales. Por lo tanto, la salida neta de divisas corresponderá un componente de fuga de capitales.

Las empresas suelen realizar precios de transferencias a través de préstamos intrafirma. Es decir, los préstamos recibidos por las filiales en Argentina y Brasil poseen tasas de interés elevadas en comparación a los préstamos otorgados a filiales (o incluso a la casa matriz) en el exterior. Estas operaciones suelen ser concretadas con empresas vinculadas radicadas en dominios extraterritoriales y pueden ser halladas en las notas a las transacciones con partes relacionadas.

¿Dónde puedo encontrar los intereses perdidos hacia empresas relacionadas en los balances contables? Estas operaciones podrán encontrarse en las notas vinculadas a las transacciones y saldos con sociedades relacionadas. Por lo general, los balances mencionan las firmas relacionadas con las cuales se suelen realizar las principales transacciones.

5) **Ganancias patrimoniales realizadas en guaridas fiscales:** comprenderá la compra-venta de participaciones de empresas del mismo conglomerado por medio de la utilización de filiales en espacios extraterritoriales. Bajo este punto, la empresa extranjera en Argentina o en Brasil adquirió participaciones de otra firma la cual era controlada por una estructura *holding* en guaridas fiscales del mismo conglomerado. A su vez la empresa *offshore* que vendió las respectivas participaciones, posee el control directo o indirecto de la compradora. Por lo tanto, la estructura *holding* en la guarida fiscal no perdió participación indirectamente respecto de la firma vendida, ya que ejerce el control de la compradora. Ergo, la transacción no posee mayor relevancia económica más que la fuga de capitales. El monto de estas compras de participaciones, pueden ser obtenidas del flujo de caja, así como de las notas o memorias del balance contable.

¿Dónde puedo encontrar las ganancias patrimoniales en el exterior en los balances contables? Estas operaciones podrán encontrarse en las notas vinculadas a las transacciones y saldos con sociedades relacionadas. Por lo general, los balances mencionan las firmas relacionadas con las cuales se suelen realizar las principales transacciones. Además suelen destacarse en las memorias de los balances.

Por otro lado, se torna útil analizar el stock de activos y pasivos con empresas relacionadas en guaridas fiscales dado que anticiparán las formas por las cuales la filial realiza transferencias de fuga de capitales. Del lado del activo, estas partidas

podrán comprender los créditos por ventas, otros créditos (partida que en la mayoría de los casos devenga intereses ganados), etc., lo cual podrá significar que la fuga de capital adquirió la forma de precios de transferencias en el comercio. Del lado de los pasivos, se destacarán los anticipos de clientes, las cuentas a pagar, los préstamos recibidos, etc. En caso que sean significativos estos últimos, la fuga de capitales adquirió una forma financiera, mientras las demás cuentas nos hablarán sobre los aspectos comerciales y/o productivos de la fuga de capitales.

En este sentido, los intereses perdidos, la formación de activos externos y la compra de participaciones a filiales *offshore* corresponderán a componentes financieros de la fuga de capitales. En tanto, los componentes comerciales de la fuga de capitales involucrarán tanto los precios de transferencias en el comercio, las compras de bienes y servicios, como los pagos de licencias.

Por último, se quiere remarcar que los estudios respecto a la financiarización de las firmas no financieras que utilizan información contable de las empresas, destacan el papel de la distribución de dividendos en el destino de las ganancias (véase Rabinovich 2018, Duménil & Lévy 2013, Abeles et al. 2018). Desde ya, en dichos estudios, las utilidades giradas no son catalogadas como fuga de capitales. Consideramos que la fuga de capitales es un elemento imprescindible de los procesos de financiarización en los países en desarrollo, y por ende, debemos darle un trato especial.

2.2.2.3 Guaridas fiscales: ¿qué son?

Se denomina como guarida fiscal a todo "lugar que procura atraer negocios ofreciendo instalaciones políticamente estables que ayudan a personas o entidades a eludir reglas, leyes y regulaciones en otras jurisdicciones"(Shaxson 2014, pág. 32-33). Las principales características que poseen dichos espacios extraterritoriales son: bajas tasas impositivas, elevados niveles de secreto bancario, predominio del sector financiero, ausencia de controles de capitales, elevados grados de desregulación en la actividad financiera, ausencia de requisitos para la constitución de una sociedad, etc. (OCDE 1996).

Al hablar de empresas *offshore* nos remitimos a personas jurídicas constituidas en espacios extraterritoriales. En términos jurídicos estas empresas se las suele conocer como *Special Purpose Entity* (SPE) e incluyen a empresas *holding*, *conduit*, filiales financieras, sedes regionales, etc. Es decir, son empresas cáscaras que poseen como función mantener participaciones en empresas en espacios (extra)territoriales, otorgar y recibir préstamos, o detentan la función de oficinas de gestión, etc.(OCDE 2008). Las cáscaras en términos físicos comprenden únicamente un código postal. En la mayoría de los casos, dichas estructuras se encuentran registradas en un edificio de oficina perteneciente a una corporación dedicada a la actividad de servicios empresariales. En este sentido, al interior de las mismas, no se realiza ningún procesos

productivo, y por ende, no poseen trabajadores (en el mejor de los casos poseen una plantilla muy reducida que se encuentra especializada en tareas de administración), ni capital fijo. Ergo, sin fuerza de trabajo ni capital, no podría existir producción, ni creación de valor o riqueza nueva.

La creación de las guaridas fiscales constituyeron una innovación financiera a partir de las últimas décadas, las cuales permitieron centralizar la liquidez. Dicha liquidez resultó ser indispensable para alimentar al sistema financiero internacional. Es por ello, estos espacios extraterritoriales fueron funcionales a los grandes centros financieros europeos y norteamericanos. Tanto el Reino Unido como EEUU promocionaron y constituyeron espacios extraterritoriales a partir de la desregulación de sus enclaves coloniales a lo largo y ancho del globo. De esta forma, tanto las bolsas de Londres como la de Nueva York, pudieron dotarse de la liquidez necesaria para concretar los ingentes negocios financieros (Zucman 2015, Shaxson 2014).

La lista de países clasificados como guaridas fiscales se encuentra en constante cambio. La OCDE[10] ha reducido sustancialmente el número de países que son considerados como tales, al punto de contar únicamente con un único país en su lista (Trinidad y Tobago) (Mitchell 2017). La Agencia Federal de Ingresos Públicos (AFIP) de la Argentina considera como jurisdicciones cooperantes a los países donde su respectiva agencia tributaria realiza intercambios de información financiera[11]. Por la negativa, el resto de países que no integran dicha lista podrían considerarse como guaridas fiscales. En cambio, por la positiva, la Secretaria de Receita Federal do Brasil (SRF) lista los países de baja tributación o cuya legislación no permita el intercambio de información financiera y tributaria. Estos últimos serán considerados como guaridas fiscales[12] para el gobierno brasilero. Desde ya, en los listados de Argentina (por la negativa) y Brasil (por la positiva) se destacan una serie de islas constituidas como micro-Estados, los cuales poseen una larga historia en su función para resguardar y centralizar los capitales de personas físicas y jurídicas.

Dado que las listas de jurisdicciones de las diversas agencias tributarias no resultan compatibles, nos hemos dotado de las listas de guaridas fiscales que elabora la organización *Tax Justice Network* a través del informe de *Financial Secrecy Index*[13], el cual cuenta con un exhaustivo ranking con los países de mayor secretismo financiero (así como una explicación detallada de la función que cumple cada una de estos en el sistema financiero internacional).

Las guaridas fiscales frecuentemente utilizadas por las empresas multinacionales

[10] Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

[11] Véase la lista en línea: http://www.afip.gob.ar/jurisdiccionesCooperantes/#ver

[12] Véase: http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=16002&visao=compilado

[13] El investigador Gaggero (2011) suele trabajar con el índice de secretismo financiero elaborado por la organización *Tax Justice Network*.

estudiadas son: Islas Bermudas, Islas Caimán, Países Bajos, Delaware (EEUU), Luxemburgo, Panamá, Suiza, Bahamas, Islas Vírgenes Británicas, y Singapur. Además, en las últimas décadas, las empresas y empresarios comenzaron a utilizar cáscaras en países en los cuales tanto Brasil como Argentina comparten inversiones y relaciones comerciales. Estamos hablando de Uruguay y España, países que han liberalizado sus normas durante las últimas décadas para atraer capitales (véase Deloitte 2016, Tax Justice Network 2015). Es decir, estos países fueron utilizados como guaridas fiscales, dado que existen leyes laxas respecto a la movilidad de capitales, así como también, disponen de bajas o nulas tasas impositivas. En el mismo sentido, poseen potentes corporaciones de servicios empresariales que viabilizaron la constitución de empresas *offshore*. Un ejemplo claro de ello se presenta en Montevideo (Uruguay), ciudad que cuenta con el *World Trade Center*, un conjunto de edificios de oficinas donde suelen ser incorporadas las cáscaras de las empresas multinacionales.

2.2.2.4 Guaridas fiscales: ¿cuáles son las funciones de las cáscaras?

1. **Concretar negocios e inversiones:** Una función básica de las cáscaras en guaridas fiscales consiste en canalizar inversiones hacia espacios territoriales. La forma en que concretan dichas inversiones pueden ser diversas y dependerá de la estrategia de acumulación que quiera establecer la multinacional. En este sentido, sería clave reconocer el tipo de relación jurídica que se establece entre la filial en una guarida fiscal y la filial en espacio territorial. La inversión podrá canalizarse a través de:

    - a) aportes de capital: la filial en espacio extraterritorial incrementa el capital social de la filial en espacio territorial. En este caso, el patrimonio neto de la filial en espacio territorial se incrementará para hacer uso de dichos fondos con el fin de concretar diversas inversiones (físicas o financieras). De esta forma, se establece una relación de propiedad entre las filiales, donde la filial en espacio extraterritorial ejerce la figura de propietaria.
    - b) préstamos intra-firma: la inversión deviene en deuda. De esta forma, la filial en espacio extraterritorial otorga préstamos a la filial en espacio territorial de forma de financiar su estrategia de acumulación. La relación acreedor-deudor se presentará como predominante. En el capitalismo actual dicho tipo de relación se tornó habitual, fruto de los beneficios que esto le otorga a la filial en espacio extraterritorial, dado que esta última logrará repatriar su capital en el momento en el cual se concreta el vencimiento del préstamo. Por otro lado, la filial en espacio territorial detentará elevados costos financieros que comprometen el pago de impuestos a las ganancias.

- c) compra de empresas ya existentes: una forma de invertir consistirá en adquirir empresas ya existentes por medio de cáscaras en guaridas fiscales. Desde ya, al igual que el caso antes mencionado, la relación predominante comprenderá la propiedad entre las filiales en espacios extraterritoriales y la filial en espacio territorial. Nuevamente, en el capitalismo financiarizado, gran parte de la IED se produce por medio de la centralización del capital[14]. Las ventajas de utilizar estas cáscaras de tipo *holding* en las guaridas fiscales pueden ser múltiples. En primer lugar, permitirán captar los dividendos girados por las filiales en espacios territoriales. En segundo lugar, las estructuras *holding* podrán concretar ganancias patrimoniales en caso de deshacerse de las participaciones adquiridas. Por lo tanto, dado que el capital accionario se encuentra en una guarida fiscal, los fondos obtenidos por la venta, también se alojarán en el mismo dominio.

2. **Fuga de capitales:** como se mencionó anteriormente, una de las funciones de las cáscaras comprende la captura y redistribución de ingresos desde espacios territoriales hacia espacios extraterritoriales. Sin embargo, no existe fuga de capitales sin inversión previa. Las salidas de capitales comprenden un tipo de relación entre las filiales del mismo conglomerado:
   - a) de propiedad: como consecuencia de ello, la filial *holding* en una guarida fiscal posee el derecho a adquirir los fondos provenientes de la distribución de dividendos. Es por ello que las multinacionales generalmente establecen a una sociedad en una guarida fiscal como accionista principal de la filial en espacio territorial. De esta forma, la sociedad relacionada que cumple la función de accionista controlante de la filial en espacio territorial, concentra los flujos de salidas de divisas por los dividendos distribuidos.
   - b) financieras: en este caso la cáscara en una guarida fiscal capturará rentas financieras que provenientes de filiales en espacios territoriales. En caso que la relación existente entre las sociedades del mismo conglomerado extranjero sea de acreedor-deudor, las rentas financieras podrán constituirse en intereses ganados. Por otro lado, la filial en una guarida fiscal podrá hacerse de fondos de la filial en espacio territorial a través de la formación de activos externos. Como consecuencia de ello, los fondos podrán obtener rendimientos en el exterior. Por último, en caso que una filial del mismo conglomerado en una guarida fiscal venda sus participaciones de una empresa a la filial en espacio territorial, aquella podrá realizar ganancias patrimoniales.
   - c) comercial: en este caso el comercio intra-firma será canalizado a través

[14] Según datos del *World Invesment Report* (UNCTAD) del año 2017, el 48% de la IED a nivel mundial consistieron en compras de empresas ya existentes.

de filiales en guaridas fiscales con el fin de realizar precios de transferencia. Actualmente gran parte del comercio mundial se lleva a cabo en forma intra-firma[15]. Además, las cáscaras en guaridas fiscales serán las encargadas de centralizar el comercio intra-firma. A esto hay que sumarle la comercialización de servicios y licencias entre filiales del mismo conglomerado.

3. **Realización de ganancias patrimoniales:** En este caso el objetivo de la multinacional comprenderá la compra-venta de empresas. En este sentido, la multinacional buscará comprar barato para luego vender a un valor superior con el fin de obtener una diferencia. La realización de ganancias patrimoniales significará una importante razón por la cual las multinacionales poseen cáscaras que actúan como *holding* de filiales en espacios territoriales. A través de la relación de propiedad, el valor de la sociedad *holding* en espacio extraterritorial resultará ser el mismo que el valor de la filial en espacio territorial. Al enajenar la sociedad *holding* en espacio extraterritorial, la multinacional venderá la filial en espacio territorial. La ventaja de este tipo de operación se encontrará en que las estructuras *offshore* adquirirán los fondos de la venta sin que estos toquen dominios territoriales.

4. **Seguridad jurídica:** Una ventaja de utilizar estructuras de tipo *holding* en guaridas fiscales consistirá en poder cubrirse judicialmente ante posibles reclamos. La jurisdicción más débil en regulación se impone a la más fuerte. Es decir, las empresas *offshore* podrán realizar exportaciones e importaciones de jurisdicción dependiendo la conveniencia. Por ello, las empresas multinacionales poseen un sinfín de estructuras de tipo *holding* en dominios extraterritorial, las cuales se controlan entre sí. Como consecuencia, el control de las firmas deviene en un verdadero laberinto *kafkiano*, el cual dificulta el alcance del último controlante. Esto le permitirá la posibilidad de deslindarse de cualquier responsabilidad y reclamo. En caso de existir causas judiciales en torno a problemas medio-ambientales, laborales, o tributarios, la multinacional responderá únicamente con los activos que se encuentran en los dominios territoriales. Se torna imposible para una jurisdicción territorial avanzar en reclamos económicos sobre una jurisdicción extraterritorial dado que las cáscaras no poseen activos más que los que controlan.

2.2.3 Inversión financiera

Cada estudio sobre la temática de financiarización suele realizar un recorte particular de lo que se entiende por inversión financiera (o en todo caso, sobre activos

[15] Aproximadamente el 60% del comercio mundial se desarrolla en forma intra-firma (Rua 2014).

financieros). Existen estudios que contemplan como inversión financiera a las partidas de "efectivo" (*cash*) (Bruno & Shin 2017). Otros estudios amplían el espectro y consideran como activos financieros a las partidas de efectivo y activos de corto plazo (*Cash and short term invesments*), inversiones y anticipos (*Investments and advances*), cuentas por cobrar corrientes (*total current receivables*), y otros activos financieros como *goodwill* (Davis 2016). Por último, y en línea con el anterior estudio, se destaca como activos financieros a un amplio abanico de partidas incluidas como activos de carácter corrientes, los cuales incluyen: efectivo, préstamos otorgados, activos temporarios (bonos, títulos, etc.), cuentas a cobrar, inversión directa en el exterior, etc. (Rabinovich 2018).

Por otro lado, los estudios sobre financiarización suelen destacar el peso que poseen los ingresos financieros (Krippner 2005). En este sentido, a través de los balances contables, es posible identificar los activos que retribuyen un ingreso financiero. Para ello se dividen los ingresos financieros en: a) participaciones en los resultados en inversiones permanentes, los cuales comprenden un ingreso devengado por mantener acciones y participaciones en empresas; b) ganancias de capital (o patrimoniales), producidas por una revalorización de un activo; c) intereses ganados, como retribución de los fondos prestados [16].

Especificamos a los ingresos financieros como:

$$\text{Ingresos financieros}_t = \text{part. en resultados de inv. permanentes}_t + \text{intereses ganados}_t + \text{ganancias patrimoniales}_t$$

Para comparar el peso que poseen estos ingresos financieros a lo largo del tiempo, lo podremos relacionar con las ventas de la firma:

$$\text{Peso de los ingresos financieros} = \frac{\text{Ingresos financieros}_t}{\text{Ventas}_t}$$

Nuestro estudio tomó estas definiciones y agrupó como inversión financiera a la adquisición de activos financieros tales como efectivo, activos temporarios (bonos, títulos, derivados, etc.), préstamos otorgados e inversiones permanentes. Se descartaron ciertas partidas de los activos corrientes como las cuentas a cobrar dado que muchas de ellas implican créditos por venta, es decir, comprenden ventas aún no abonadas con carácter comercial.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que muchas empresas utilizaron a ciertos activos no financieros con el fin de generar un ingreso financiero. Por ejemplo, dentro del rubro de activos corrientes se encuentran los bienes de cambio, los cuales podrían sufrir una revalorización patrimonial. Sin embargo, no contemplaremos como inversión financiera a los bienes de cambio a pesar de ser utilizados como instrumentos de ganancias patrimoniales, dado que estos poseen objetivos comerciales y/o producti-

[16] Estas tres categorías de ingresos financieros se encuentran en (Krippner 2005).

vos para la firma. Los bienes de cambio serán considerados como una excepción a la regla que agrupará a las partidas consideradas como inversión financiera.

Se consideró como ***inversión financiera*** *a aquellas partidas que suelen devengar un ingreso financiero (ya sea, a través de: la participación en los resultados de inversiones permanentes, ganancias patrimoniales, e intereses ganados)*:

$$\text{Inversión financiera}_t \begin{cases} \text{Temporarias} \begin{cases} \text{Demanda de efectivo}_t \\ \text{Activos financieros}_t \\ \text{Préstamos otorgados}_t \end{cases} \\ \text{Permanentes} \begin{cases} \text{Inversiones permanentes}_t \end{cases} \end{cases}$$

Se considera relevante agrupar la inversión financiera por medio de las partidas que reflejan un ingreso financiero dado que la firma posee la intención manifiesta de obtener una ganancia a través de las mismas. Se considera que las demás partidas de los activos poseen objetivos de carácter comercial y/o productivo (créditos por ventas, bienes de uso, bienes de cambio, activos intangibles, etc.). En este sentido, estas últimas partidas tienen la intensión de reproducir las condiciones productivas y comerciales de la empresa.

Por ello consideramos relevante conocer la composición del activo, la cual nos mostrará la evolución del peso de cada partida del rubro de los activos a lo largo del tiempo. El crecimiento de ciertos componentes a lo largo del tiempo, nos hablará de las prioridades que posee la estrategia de acumulación de la firma. En contraparte, se podrá observar el decrecimiento de ciertas partidas a lo largo del tiempo. Este fenómeno usualmente se reflejará en la pérdida de participación de los bienes de uso. A través de la composición de los activos, se podrá observar el grado de liquidez y el peso que poseen las partidas con mayor carácter financiero en comparación a aquellas que no lo son:

$$\text{Composición de los activos } = \frac{\text{Activos}_{i,t}}{\text{Total de activos}_t}$$

Definimos cada componente de la inversión financiera de la siguiente manera:

1) **Aumento de efectivo**: se considerará como inversión financiera a la variación positiva de efectivo. Desde ya, no se debiera pensar tal componente como dinero en efectivo en forma estricta, sino que también incluirá plazos fijos e inversiones en fondos comunes de inversión, etc. Para una justificación detallada sobre la demanda incremental de dinero en efectivo por parte de las empresas no financieras véase Pérez Artica (2013). Esta variable fue sustraída de la variación de efectivo en el flujo de caja, cuando la misma se tornó positiva. En caso que el efectivo sea girado o mantenido en el exterior a través de una empresa relacionada en una guarida fiscal, el aumento de efectivo pasará a considerarse como formación de activos en el

exterior, y por ende como fuga de capitales.

¿Dónde puedo encontrar el aumento de efectivo en los balances contables? La misma se encontrará en el flujo de caja, particularmente en el aumento (disminución) neto/a de efectivo, nombrada también como variación de efectivo.

2) **Compras de activos financieros**: comprenderá la compra de inversiones temporarias como títulos públicos, derivados, etc. Dicho componente será sustraído del flujo de caja de las empresas. En ciertas ocasiones dicha erogación no suele reflejarse en el flujo de caja dado que no se trataría de la actividad principal. En esos casos será construida a partir de la diferencia de la partida correspondiente a las inversiones temporarias provenientes del Estado de Situación Patrimonial entre un período y el anterior:

$$\text{Compra de act. financieros}_t = \text{Stock Inv. temporarias}_t - \text{Stock Inv. temporarias}_{t-1}$$

Al igual que el efectivo, en caso que la compra de activos financieros sea realizada en el exterior a través de una empresa relacionada en una guarida fiscal, será considerada como fuga de capitales referente a la formación de activos en el exterior.

¿Dónde puedo encontrar las compras de activos financieros en los balances contables? La misma se encontrará en el flujo de caja, particularmente en las actividades de inversión. También se podrá encontrar como Inversiones temporarias en el Estado de Situación Patrimonial.

3) **Préstamos otorgados**: ciertas empresas suelen poseer el papel de financistas del conglomerado, es decir, destinan parte de su excedente a la concreción de préstamos a partes relacionadas (la mayoría de los casos a partes relacionadas en guaridas fiscales, dado que dichos espacios suelen centralizar las fuentes de financiamiento). Por otro lado, existen ciertas multinacionales que otorgan préstamos a sus clientes. Al igual que el caso anterior, se priorizará el criterio de lo percibido a través de la partida del flujo de caja. En caso contrario, se construirá la misma a través del diferencial entre un año y el anterior, con información de las notas a las transacciones de partes relacionadas:

$$\text{Aumento de préstamos otorgados}_t = \text{préstamos otorgados}_t - \text{préstamos otorgados}_{t-1}$$

Cabe destacar que se suele considerar a los préstamos otorgados a filiales en el exterior como formación de activos en el extranjero (es decir, fuga de capitales) (Gaggero et al. 2007). Sin embargo, teniendo en cuenta que dichos fondos son devueltos una vez que se produzca el vencimiento del préstamo, no se produciría una

salida neta de capital en términos intertemporal. En este sentido, hemos pretendido considerarlo más como una inversión financiera que rinde un ingreso financiero que una partida que exprese fuga de capitales.

¿Dónde puedo encontrar los préstamos otorgados en los balances contables? Estas operaciones podrán encontrarse en las notas vinculadas a las transacciones y saldos con sociedades relacionadas. Por lo general, los balances mencionan las firmas relacionadas con las cuales se suelen realizar las principales transacciones. Además, las mismas se encontrarán en el flujo de caja, en las actividades de inversión.

4) **Inversiones permanentes**: las inversiones permanentes comprenderán la adquisición de participaciones en empresas. Esta partida fue incluida dado que en la actual fase del capitalismo las propias empresas son consideradas como activos financieros, objeto de compras y ventas en búsqueda de ganancias patrimoniales y como proveedoras de liquidez a través del giro de utilidades.

¿Dónde puedo encontrar las inversiones permanentes en los balances contables? La misma se encontrará en el flujo de caja en las actividades de inversión.

Dentro de estas partidas enumeradas podemos agruparlas en dos tipos dependiendo la liquidez que otorgan a la cartera de activos. Por un lado, las inversiones financieras de tipo corrientes o temporarias como son el efectivo, los activos financieros y los préstamos otorgados. Mientas por otro lado, las inversiones no corrientes o permanentes comprendidas por la adquisición de empresas ya existentes o participaciones en sociedades.

2.2.4 Excedente y su destino

El concepto de excedente fue incorporado en las discusiones de la economía política en el siglo XVIII y XIX por autores fisiócratas y clásicos. A partir de la crítica a la economía política en Marx, el excedente pasó a ser identificado bajo el concepto de Plusvalía. Este último concepto agrupa el valor excedente que no es destinado al pago de la reproducción de la fuerza de trabajo (Santarcángelo & Borroni 2012). Los demás actores económicos adquirirán derechos sobre el valor excedente generado en el proceso productivo. De la plusvalía nacerá la ganancia al capitalista, así como también el pago a la renta del propietario por el contrato de alquiler, el interés al sistema bancario, y los impuestos al Estado. En el presente estudio, el concepto de excedente comprende un sinónimo de la ganancia bruta del capital.

Hablaremos de ***excedente***, *entendiendo como tal* [a] *al conjunto del valor agregado que es apropiado por el Capital.* Para ello definimos como excedente a:

$$\text{Excedente}_t = \text{resultados operativos}_t + \text{amortizaciones}_t - \text{impuestos a las ganancias}_t$$

[a] Cabe aclarar que dentro del excedente debiera sumarse a los impuestos a las ganancias en general y las retenciones en particular (así como cualquier otro impuesto, regalías, etc. que es apropiado por todos los niveles estatales).

Utilizaremos al indicador de rentabilidad ROE (*Return on equity*)[17] para conocer los momentos de auge y retroceso del excedente de las firmas:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Resultados operativos}_t}{\text{Patrimonio Neto}_t}$$

Complementaremos el indicador del ROE con el destino del excedente para saber la prioridad en la estrategia de acumulación en cada ciclo.

La literatura sobre la financiarización posee particular interés sobre el destino de los fondos de las firmas en general y de las ganancias corporativas en particular. En principio esta discusión permitió sostener el cambio de tendencia para hablar de un nuevo tipo de régimen de acumulación financiarizado. En este sentido, la bibliografía que se ocupa sobre la financiarización, argumenta que existió un desvío del excedente o de la ganancia hacia otros destinos no productivos.

Definiremos como ***destino del excedente*** *a la sumatoria de la inversión productiva, la fuga de capitales y la inversión financiera*:

$$\text{Destino del excedente}_t \begin{cases} \text{Inversión productiva}_t \\ \text{Fuga de capitales}_t \\ \text{Inversión financiera}_t \end{cases}$$

Cuando hablemos en términos acumulados marcaremos el período de años que abarca el destino del excedente sobre cada componente de la siguiente manera:

$$\text{Destino del excedente} = \sum_{t=1}^{n} \begin{cases} \text{Inversión productiva}_t \\ \text{Fuga de capitales}_t \\ \text{Inversión financiera}_t \end{cases}$$

Cabe destacar que tanto el destino del excedente como el concepto de excedente aquí definidos no refieren a valores idénticos. Parte del destino del excedente se

[17] También se podría utilizar el indicador de rentabilidad conocido como ROA (*return on assets*). Por otra parte, se entiende que el ROE percibe el retorno de la actividad principal sobre el capital invertido por la firma. Sin embargo, en períodos de endeudamiento, el denominador del ROE (patrimonio neto) podría descender dando la falsa ilusión que la rentabilidad se ha incrementado. Se realizaron diversas pruebas con las empresas analizadas. Tanto el ROE como el ROA poseen una evolución similar en las firmas seleccionadas. Aunque, desde ya, el ROA presenta una menor dispersión en comparación al ROE.

podría financiar con fuentes distintas a la ganancia de la empresa. De esta forma, la firma podría recurrir al endeudamiento, o incluso a la venta de ciertos activos (aumentos del pasivo o disminución de activos). Frecuentemente el destino del excedente será mayor al excedente en tanto la firma cuente con fondos distintos a la ganancia corporativa. Además, los fondos provenientes tanto del excedente como del endeudamiento podrían ser utilizados para otros fines distintos al destino del excedente (como por ejemplo el pago de deudas financieras, inversión en capital de trabajo, etc.).

1. ***¿Dónde puedo encontrar los resultados operativos en los balances contables?*** Podrán ser ubicados en el Estado de Resultados.
2. ***¿Dónde puedo encontrar las amortizaciones en los balances contables?*** Podrán ser ubicados en el flujo de caja, dentro de las actividades operativas.
3. ***¿Dónde puedo encontrar los impuestos a las ganancias en los balances contables?*** Podrán ser ubicados en el Estado de Resultados.

2.2.5 Endeudamiento

La literatura sobre financiarización de las firmas afirma que en las últimas décadas el endeudamiento traccionó la adquisición de activos financieros en general así como la fuga de capitales en particular (Basualdo et al. 2017, Bruno & Shin 2017, Basualdo & Kulfas 2000). Boyce (1986) entiende al endeudamiento como una variable determinante de la fuga de capitales (*debt-driven capital flight, debt-fueled capital flight*). Además, en economías con elevados ratios de fuga de capitales, esta podría conducir a desequilibrios externos que necesiten del endeudamiento para hacerles frente (*flight-driven external borrowing, flight-fueled external borrowing*).

En el presente estudio tenemos la intensión de profundizar dichas afirmaciones a través de trayectorias a nivel firma. La potencia que poseen los balances contables en este sentido, nos podrá servir para conocer los actores que ejercen la figura de acreedores de las firmas bajo estudio. Dichas especificidades de la relación acreedor-deudor nos permitirá comprender la estrategia de acumulación con mayor detenimiento. Además, el balance contable nos posibilitará observar los plazos de vencimientos de los préstamos, con el fin de obtener información sobre cómo se diferencia el comportamiento de la firma ante la toma de deuda de corto plazo respecto de la de largo plazo. Generalmente la deuda de corto plazo suele financiar la adquisición de activos líquidos, mientras el endeudamiento de largo plazo tiene como objetivo financiar activos de escasa liquidez.

Entendemos por ***endeudamiento*** *a todo aumento de deudas y obligaciones de carácter financiero que asume la firma.*

Estas pueden ser a través de préstamos recibidos, así como también por medio de obligaciones negociables. A su vez, los préstamos recibidos pueden ser concretados por medio de entidades financieras o en forma intra-firma.

¿Dónde puedo encontrar el endeudamiento en los balances contables? En la forma de stocks, la partida se encontrará en el Estado de Situación Patrimonial, como Deudas Financieras. En la forma de flujo, el endeudamiento se encontrará en el flujo de caja dentro de las actividades de financiación.

A partir de estas definiciones presentaremos la información relacionada con el endeudamiento de la siguiente forma:

1) **Evolución de la deuda por tipo de prestamista y por vencimiento**: información presentada en las notas referidas al endeudamiento financiero. Allí se podrá conocer: a) el monto de la deuda por tipo de vencimiento expresada bajo las categorías "corriente" y "no corriente". Las "deudas financieras corrientes" refieren a toda obligación que posee un vencimiento menor al año, respecto a la fecha de publicación del balance contable, mientras las "deudas financieras no corrientes" comprenden las obligaciones con un plazo de vencimiento mayor al año; b) el monto de la deuda por tipo de prestamista, ya sea financiada por entidades financieras o por partes relacionadas.

Cuando hablemos de deudas con "Entidades financieras corrientes" comprenderán a las obligaciones asumidas a través de entidades financieras con carácter de corto plazo. En caso contrario, las deudas referenciadas como "Entidades financieras no corrientes" serán consideradas como pasivos con un vencimiento más largo al año. En tanto, las deudas con "Sociedades relacionadas corrientes" y "Sociedades relacionadas no corrientes" referirán a préstamos intra-firma de corto plazo y largo plazo, respectivamente.

2) **Fuentes y usos del financiamiento**: con información provista por el flujo de caja se podrá observar las partidas que comprenden las fuentes de financiamiento y las aplicaciones del mismo. Esta información se tornará útil para dimensionar el peso que posee el endeudamiento en el financiamiento de las actividades de la firma, así como para conocer las partidas en las cuales dicho endeudamiento es utilizado. De esta forma, se podrá observar con total nitidez el uso del endeudamiento en partidas distintas a la inversión productiva. Mostraremos el monto acumulado para todos los años sobre las partidas implicadas en las fuentes y usos del financiamiento.

3) **Nivel de endeudamiento**: El nivel de endeudamiento nos mostrará la evolución en el peso de la deuda, es decir, la solvencia de la misma. Para ello, definimos el nivel de endeudamiento de la siguiente manera:

$$\text{Nivel de endeudamiento} = \frac{\text{Stock de Préstamos financieros}_t}{\text{Ventas}_t}$$

Este indicador nos mostrará los períodos tanto de aumento del endeudamiento como de reducción del mismo. Así también, en combinación a la composición de los activos, nos permitirá observar la utilización del endeudamiento. Es decir, en caso de períodos de aumento del endeudamiento, nos permitirá confirmar el destino de dichas deudas sobre las partidas del activo que se vieran incrementadas en su participación.

Bibliografía

Abeles, M., Pérez Caldentey, E. & Valdecantos, S. (2018), *Estudios sobre financierización en América Latina*, CEPAL.

Ajayi, M. S. I. (1997), *An analysis of external debt and capital flight in the severely indebted low income countries in sub-Saharan Africa*, International Monetary Fund.

Basualdo, E. & Kulfas, M. (2000), 'Fuga de capitales y endeudamiento externo en la argentina', *Realidad económica* **173**, 76–103.

Basualdo, E., Wainer, A., Barrera, M., Bona, L., González & Mariana, Manzanelli, P. (2017), 'Endeudar y fugar. un análisis de la historia económica argentina de martínez de hoz a macri', *Siglo veitiuno* .

Boyce, J. K. (1986), 'The political economy of external indebtedness: A case study of the philippines'.

Bruno, V. & Shin, H. S. (2017), 'Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis', *The Review of Financial Studies* **30**(3), 703–749.

Comba, A., Ciafardini, M., Olaeta, H. & Simonetti, J. (2016), 'Delincuencia económica organizada. tres aproximaciones desde la criminología'.

Davis, L. E. (2016), 'Identifying the "financialization" of the nonfinancial corporation in the us economy: A decomposition of firm-level balance sheets', *Journal of Post Keynesian Economics* **39**(1), 115–141.

Deloitte (2016), 'Taxation and investment in spain 2016', *Deloitte Touche Tohmatsu Limite* .

Duménil, G. & Lévy, D. (2013), 'The crisis of neoliberalism', *Harvard University Press* .

Eryar, D. (2005), 'Capital flight from brazil, 1981-2000', *Capital Flight and Capital Controls in Developing Countries* p. 210.

Flacso (2005), *Fuga de divisas en La Argentina Informe Final*, Siglo XXI Editores.

Gaggero, J. (2011), 'La "fuga" de capitales. el escenario global (2002-2010)', *Ola Financiera* **4**(9).

Gaggero, J., Casparrino, C. & Libman, E. (2007), 'La fuga de capitales: historia, presente y perspectivas'.

Guevara, I. R. & Cosenza, J. P. (2004), 'Los auditores independientes y la contabilidad creativa: Estudio empírico comparativo', *Compendium: revista de investigación científica* (12), 5–24.

Ibarra Mares, A. (2011), 'Una perspectiva sobre la evolución en la utilización de las razones financieras o ratios', *Revista científica Pensamiento y Gestión* (21).

Krippner, G. R. (2005), 'The financialization of the american economy', *Socio-economic review* **3**(2), 173–208.

Kulfas, M. (2005), 'Internacionalización financiera y fuga de capitales en américa latina'.

Mallick, I. (2010), 'Reconstructing corporate business history using accounting data', *Munich Personal RePEc Archive* .

Mitchell, R. (2017), 'Oecd lists one tax haven, tax justice network says 'nonsense!'', *Bloomberg: https://www.bna.com/oecd-lists-one-n73014460947/* .

OCDE, I. O. (1996), 'Oecd benchmark definition of foreign direct investment, third edition', *OCDE* .

OCDE, I. O. (2008), 'Oecd benchmark definition of foreign direct investment, fourth edition', *OCDE* .

Pérez Artica, R. (2013), 'Acumulación de liquidez y exceso de ahorro en firmas de países desarrollados'.

Rabinovich, J. (2018), 'The financialisation of the nonfinancial corporation. a critique to the financial rentieralization hypothesis'.

Ramírez, S. A. O. & Moctezuma, J. A. T. (2012), 'Revisión crítica de la literatura sobre el análisis financiero de las empresas', *Nóesis: Revista de Ciencias Sociales y Humanidades* **21**(41), 73–100.

Rua, M. (2014), 'Fuga de capitales v. argentina, 2014. los "facilitadores" y sus modos de acción." cefid-ar', *Documento de Trabajo* (60).

Santarcángelo, J. E. & Borroni, C. (2012), 'El concepto de excedente en la teoría marxista: debates, rupturas y perspectivas', *Cuadernos de economía* **31**(56), 1–20.

Schineller, L. M. (1997), 'An econometric model of capital flight from developing countries', *Board of Governors of the Federal Reserve System Working Paper* (579).

Schneider, B. (2003), *Measuring capital flight: estimates and interpretations*, Citeseer.

Schvarzer, J. (1977), 'Las empresas industriales más grandes de la argentina. una evaluación', *Desarrollo Económico* pp. 319–337.

Shaxson, N. (2014), *Las islas del tesoro. Los paraísos fiscales y los hombres que se robaron el mundo*, Fondo de Cultura Económica.

Subramanyam, K. & Wild, J. J. (2009), *Financial statement analysis*, McGraw-Hill.

Tax Justice Network, O. (2015), 'Narrative report on uruguay', *Financial Secrecy Index* .

Vallejo, G. J. R. (2008), 'Las normas internacionales de contabilidad y la contabilidad creativa', *Cuadernos de contabilidad* **9**(24), 251–301.

Zara, A. (2015), 'Delitos contra el orden económico y financiero en el anteproyecto de código penal', *Doctrina* .

Zucman, G. (2015), *La riqueza escondida de las naciones: cómo funcionan los paraísos fiscales y qué hacer con ellos*, Siglo Veintiuno Editores Argentina.

Parte II

Regímenes de acumulación y políticas económicas en Argentina y Brasil (1990-2017)

Capítulo 3

Financiarización del régimen de acumulación de Brasil en el período 1990-2017

Introducción

El comportamiento de las grandes empresas constituye un elemento clave del devenir económico de un país. El debate sobre desarrollo económico requiere incorporar el análisis del régimen de acumulación y la incidencia de las grandes empresas en la economía, así como analizar sus avances y retrocesos en el largo plazo, los sectores más dinámicos, y sus estrategias de acumulación. El régimen de acumulación marca el rumbo económico del país, por el cual las empresas más grandes adaptan sus estrategias de acumulación con el fin de reproducirlo.

La economía de Brasil viró su rumbo en los años noventas hacia una economía en la cual el sector financiero subordinó al productivo. Tanto el Estado como las empresas ingresaron en nuevas formas de organización con el fin de garantizar la obtención de rentas financieras. La valorización financiera se constituyó como el régimen de acumulación dominante a lo largo de todo el período analizado. El gobierno del Partido de los Trabajadores trató de cambiar el rumbo de la economía, sin poder lograrlo. El poder económico de la élite financiera no pudo ser cuestionado. La cúpula empresaria en su conjunto acondicionó su comportamiento para captar estas rentas financieras. De esta forma, se verificó una profunda desindustrialización acompañada de mayor liquidez en la cartera de activos, una mayor dinámica de endeudamiento y fuga de capitales.

El desplome de las economías centrales en el año 2008 y la crisis en los precios de los *commodities* a partir del 2012 afianzaron un nuevo estadio de estancamiento en la acumulación de Brasil. De esta forma, el avance de la economía en el nuevo milenio

se puso en jaque tras el elevado endeudamiento tanto público como corporativo. Los cambios políticos en Brasil durante los últimos años marcaron la profunda crisis que atravesó la economía, lo cual puso en duda los avances económicos y sociales tras haber incluido a millones de brasileros en el consumo y la producción.

En este sentido, el objetivo del capítulo consistirá en abordar los alcances y limitaciones en el régimen de acumulación de Brasil por medio del análisis de las empresas no financieras más grandes durante las últimas décadas. El estudio se basó principalmente en información contable de las compañías, y en los rankings de ventas de las firmas más grandes. Además, nos hemos valido de información macroeconómica para evaluar la dinámica de la economía (tasa de interés real, Inversión Extranjera Directa -IED-, endeudamiento, etc.)[1] y bibliografía especializada para comprender las rupturas y continuidades.

En la primera sección abordaremos las transformaciones de las instituciones más relevantes de Brasil, los momentos bisagras en el régimen de acumulación y el desenvolvimiento de algunas variables macroeconómicas relevantes. En la segunda sección, analizaremos la cúpula empresaria, las transformaciones de sus sectores más dinámicos, la centralización del capital y el origen del mismo. Por último, en la tercera sección, seleccionamos algunas firmas que integran la cúpula empresaria brasilera para evaluar su comportamiento y desempeño a lo largo del tiempo.

3.1 La evolución de la economía de Brasil durante las últimas décadas (1990-2017)

3.1.1 La financiarización en Brasil

En esta sección abordaremos las diversas transformaciones del régimen de acumulación[2] de la economía brasilera en las últimas décadas. Bajo este punto, se suele mencionar el viraje de la economía de Brasil hacia una creciente financiarización[3] o valorización financiera (Bruno et al. 2011). De esta forma, y como se verá más abajo, Brasil abandonó la industrialización dirigida por el Estado, fenómeno que provocó profundos cambios en sus cimientos institucionales, económicos, como así también en la cúpula empresaria.

[1] La información fue provista por Economática, Revista Exame, UNCTAD, FMI, IBGE, IPEADATA, Banco do Brasil, etc.

[2] La escuela francesa de la regulación definió al régimen de acumulación como el esquema o modelo de crecimiento constituido por un conjunto de regularidades que permiten al capital reproducirse en el tiempo (Boyer 2007).

[3] La financiarización es entendida como un tipo particular de régimen de acumulación. El abordaje microeconómico entiende a la finaciarización como un particular tipo de gobernanza guiada por lógicas financieras, en la que predomina la búsqueda de valor para los accionistas (Abeles et al. 2018, Arceo 2011, Serfati 2016).

Empezando en orden cronológico debiera mencionarse que la economía de Brasil se insertó con un cariz desarrollista en la segunda mitad de la década de los sesenta a partir del golpe militar [4]. Como resultado de tales políticas, se produjo un sostenido crecimiento entre los años 1964-1974 (y de elevadas tasas en los últimos años), conocido como el "milagro económico brasileño". El desarrollo industrial fue impulsado por sectores estratégicos, con vistas en la exportación, con ciertos ejes de similitud al desarrollo del Sudeste-asiático (Brum 1997). Sin embargo, en la segunda mitad de la década de los setentas el desarrollo industrial se vio perjudicado por el incremento del precio de los hidrocarburos.

Ante las eventuales crisis del petróleo (1973 y 1979) el proceso de industrialización se debilitó, por lo cual el Estado debió ofrecer alternativas en el suministro energético. La respuesta coyuntural fue hallada a través de los petro-dólares, los cuales buscaron financiar a países emergentes. El Estado brasileño utilizó dichos fondos para desarrollar proyectos de infraestructura que permitieran sustituir las importaciones de hidrocarburos a través de la construcción de represas, centrales nucleares y por medio del proyecto de "Proálcool" [5]. De esta forma, (a diferencia de países como Argentina o Chile [6]), Brasil tomó financiamiento externo para seguir adelante con su desarrollo industrial. La mayor parte del financiamiento correspondió a empresas públicas en sectores estratégicos y de carácter capital-intensivo. Además, los bancos de desarrollo absorbieron financiamiento (principalmente a través del BNDES [7]) para transferir dichos recursos a las firmas nacionales (Ocampo et al. 2014).

La crisis de la deuda se desencadenó en 1982 con el pedido de moratoria tras las subas unilaterales de las tasas de interés. Para los años siguientes, la toma de financiamiento se vio perjudicada, por lo cual, comenzaron a implementarse diversas políticas de austeridad para hacer frente al pago de la misma (Brum 1997). A pesar de este contexto, el régimen de acumulación siguió adelante (Cassini et al. 2017). El mismo se caracterizó por un papel clave del aparato estatal que impulsó y estimuló el desarrollo a través de la inversión de las compañías estatales, orientando la inversión privada a través de subsidios, y otorgando créditos favorables para el desarrollo industrial, en conjunto con subvenciones estatales de diversa índole, etc. Bajo el régimen de acumulación de industrialización, la tasa de inversión bruta sobre el PBI se incrementó a lo largo del tiempo y alcanzó su punto más alto antes de abrazar las políticas neoliberales de la década de los noventas (véase Figura 3.1 a.).

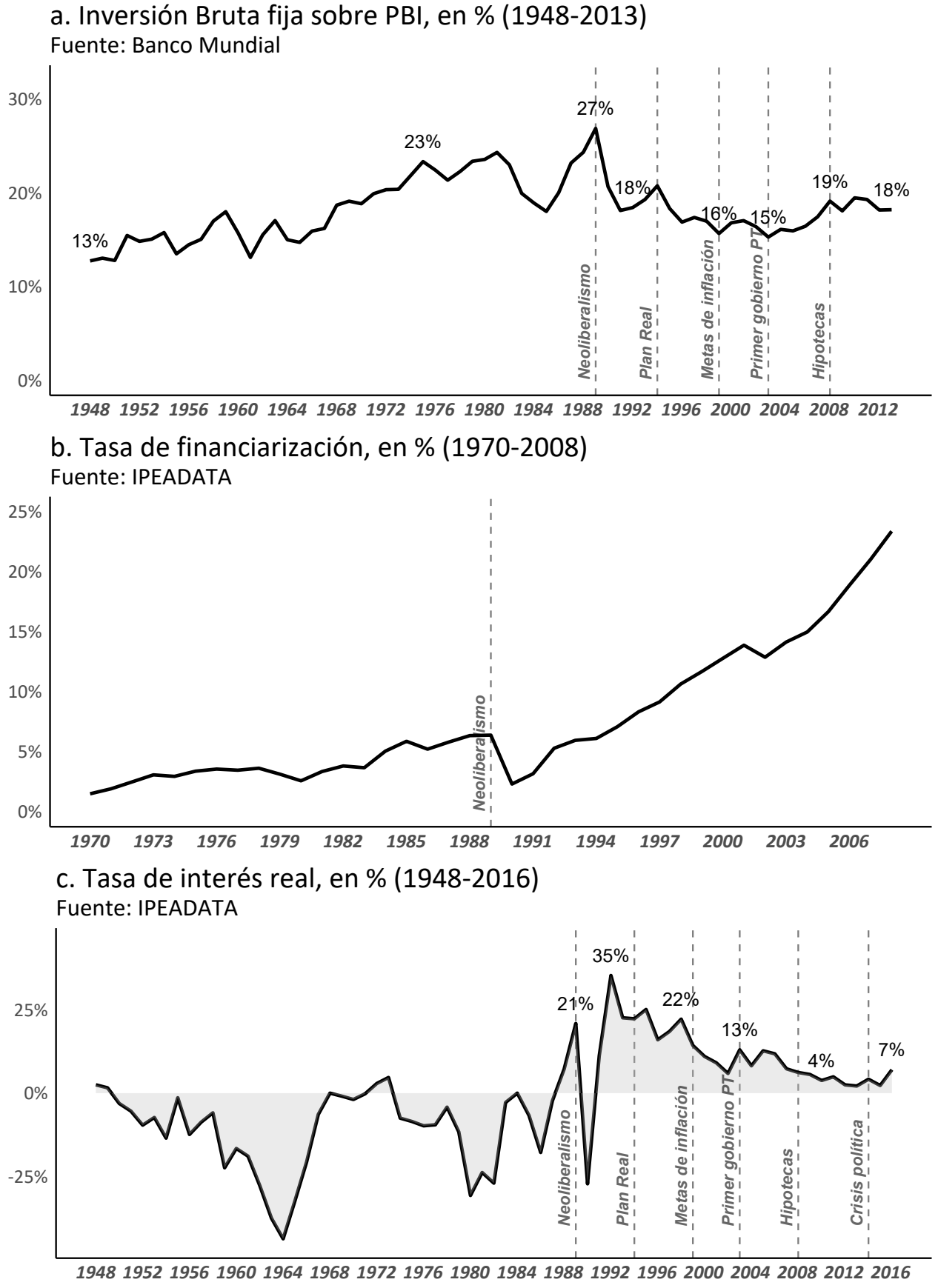
[4] En 1964 se produjo el golpe militar, el cual dio origen a un gobierno de facto hasta el año 1985. Aunque recién en el año 1989 se concretó el voto democrático directo por primera vez luego de 25 años.

[5] El proyecto de Proálcool tuvo como eje el desarrollo de la infraestructura necesaria para sustituir combustible proveniente de hidrocarburo por etanol elaborado con caña de azúcar.

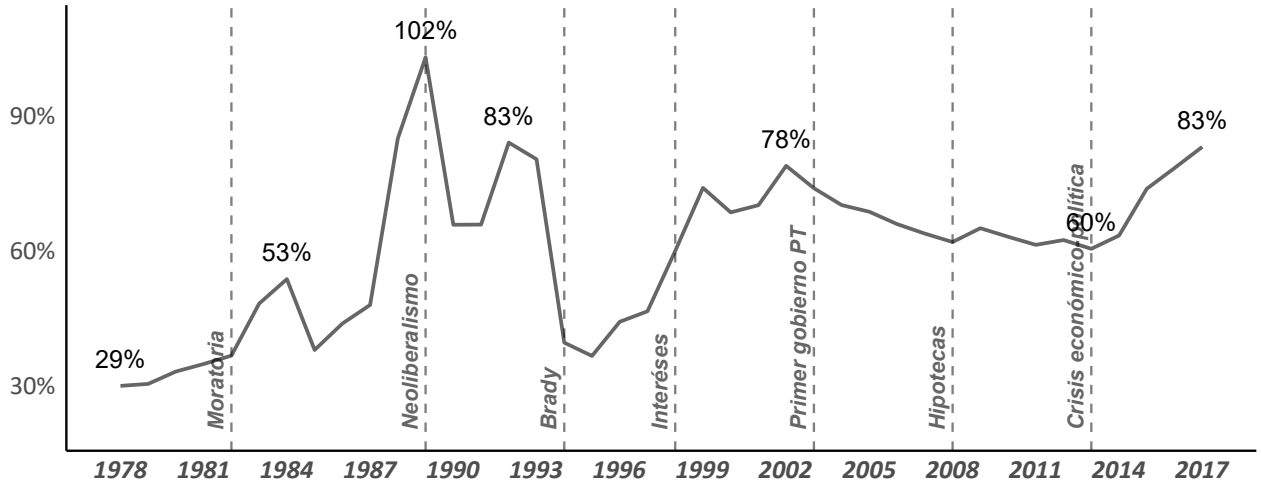
[6] En la década de los 70´, tras los golpes de Estado cívicos-militares, Argentina y Chile iniciaron un proceso de liberalización y desindustrialización de sus economías.

[7] Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, es una banca estatal especializada en inversión productiva para el desarrollo económico.

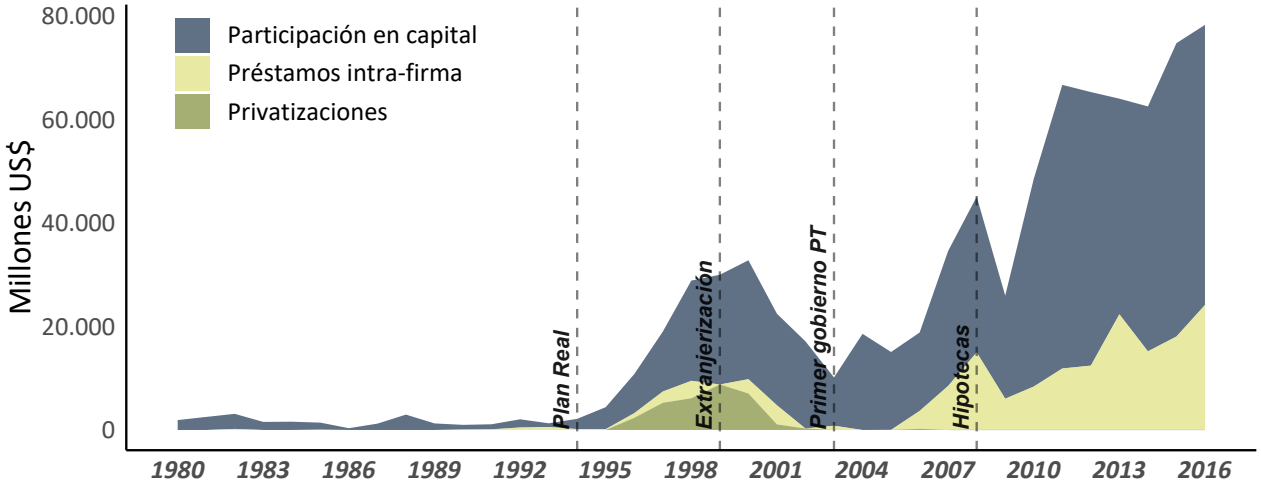
Figura 3.1: Economía Brasil: selección de variables macroeconómicas



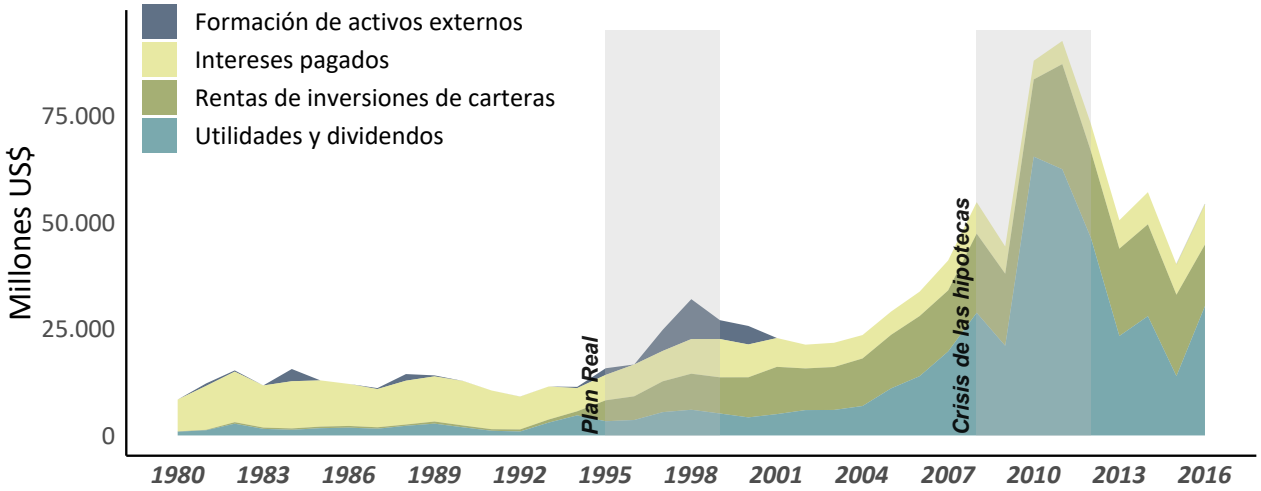
d. Deuda pública sobre PBI, en % (1978-2017)
Fuente: FMI



e. Inversión Extranjera Directa, en millones US$ (1980-2016)
Fuente: Banco do Brasil



f. Salidas de capitales, en millones US$ (1980-2016)
Fuente: CEPAL



Particularmente en los años de promoción de la industrialización, el sector financiero de Brasil se encontró al servicio del desarrollo industrial, detentando tasas de interés reales negativas en la mayoría de los años (véase Figura 3.1 c.). Sin embargo, en la denominada "década perdida" de los 80´, el financiamiento de la promoción del desarrollo industrial se tornó cada vez más pesado en un contexto de creciente inflación, estancamiento, y con un sector financiero internacional que comenzó a presionar por el pago de la deuda externa.

La crisis de la deuda se destrabó a favor del capital financiero con la llegada del denominado "Consenso de Washington"[8] en 1989. Momento en el cual el ratio de deuda pública sobre PBI se disparó al alcanzar más del 100% (véase Figura 3.1 d.). Es por ello, que la deuda externa sirvió como un mecanismo bisagra entre el régimen de acumulación de industrialización dirigido por el Estado y el neoliberalismo. A contra mano de otros países latinoamericanos, la financiarización de la economía de Brasil se produjo con la vuelta de la democracia. El gobierno de Collor de Mello (1990-1992) llevó adelante el viraje a través de políticas que privilegiaron la apertura comercial y financiera, desregularon la economía, e implementaron reformas estructurales como las privatizaciones (Brum 1997). El cuadro de políticas general apuntó a combatir la inflación, y reducir el déficit público para afrontar la deuda. Para ello se encaró una política monetaria contractiva que elevó sustancialmente la tasa de interés real tornándola positiva (véase Figura 3.1 c.). Como consecuencia, esta última se articuló en la principal variable de regulación del grado de acumulación en el nuevo régimen económico. La financiarización de la economía se evidenció en la caída de la tasa de inversión sobre el PBI, la cual pasó desde su cúspide del 27% en 1989 al 18% en 1992 (véase Figura 3.1 a.). Además, autores como Bruno & Caffé (2015), midieron este fenómeno a través de la tasa de financiarización, reflejada en la relación entre los activos financieros y el stock de capital productivo. Como se puede ver este indicador aumentó sostenidamente a lo largo del período neoliberal, dando a entender la existencia de profundas continuidades a lo largo del tiempo (véase Figura 3.1 b.). De esta forma, Brasil supo construir un potente mercado de capitales referenciado a nivel mundial[9] (Medialdea García 2010).

Las empresas del sector productivo debieron virar su estrategia de acumulación acorde con el régimen imperante. En primer lugar, bajo las nuevas lógicas, la inversión productiva compitió con los activos financieros dado que la ganancia de esta última se tornó atractiva con respecto a la primera. Es decir, la inversión financiera detentó retornos en el corto plazo garantizados incluso por el propio Estado [10]. Las

[8] Se refiere a una serie de políticas identificadas como neoliberales que se aplicaron en diversos países en crisis.

[9] En esta línea, el BOVESPA es el principal mercado de capitales de Latinoamérica y el 13° en el mundo.

[10] Bruno & Caffé (2015) mencionan que el 18% de los títulos emitidos por el gobierno central se

firmas productivas comenzaron a percibir a sus propios activos como una canasta de rendimientos, y a administrarlos buscando maximizar las ganancias en el corto plazo, de forma que pudieran capturar rentas financieras para sus accionistas. Una medida adoptada por estas consistió en diversificar la cartera de activos, mostrando una elevada preferencia por la liquidez. El aumento del peso de los activos líquidos se reflejó en una demanda constante de financiamiento dado que a su vez estos activos presentan un mayor grado de rotación en la cartera de las empresas [11].

Incluso algunos tipos de activos no financieros fueron utilizados como tales, dado que permiten obtener ganancias patrimoniales en el corto plazo. Un ejemplo de ello se presenta a través de los activos como los bienes de cambio o las inversiones permanentes [12]. Particularmente, la centralización del capital [13]se disparó en Brasil, con el fin de obtener aumentos en la cotización de la acción en la firma adquiriente. De esta forma, la centralización se transformó en un negocio financiero dado que las firmas comenzaron a buscar fondos para sustentar tales prácticas. Esto se reflejó en una pérdida de participación de los bienes de uso en la cartera de activos de las compañías y su subordinación a lógicas financieras.

Además, las empresas productivas llevaron a cabo un proceso de especialización, tercerizando las actividades que no les reportaron ganancias. Las mismas pujaron por una mayor flexibilización del trabajo, así como la posibilidad de acotar los reclamos salariales. La precariedad del trabajo y el bajo aumento del empleo se reflejaron en una constante problemática en la evolución de la desigualdad en Brasil (Bruno et al. 2011).

A nivel macroeconómico, el nuevo régimen de acumulación basado en la financiarización de la economía de Brasil se ancló en el endeudamiento externo. Sin embargo, Brasil tuvo que reestructurar su deuda para emprender un nuevo ciclo de endeudamiento. Con tal fin, ingresó tardíamente al Plan Brady en el año 1994. Esto significó la titularización de la deuda de Brasil (anteriormente en manos de bancos comerciales privados, la mayoría de ellos estadounidenses), y una quita de hasta un 35% del capital. Como se puede ver en la Figura 3.1 d., la deuda pública descendió significativamente (Ocampo et al. 2014).

La búsqueda del desarrollo viró hacia políticas con un profundo objetivo de combate a la inflación en conjunto a tasas de interés reales positivas. A través del Plan Real se buscó y logró reducir la inflación por medio de una política cambiaria semi

encuentran en manos de empresas productivas.

[11] Un ejemplo de ello son los bienes de cambio, los cuales deben ser financiados para mantener el capital de trabajo.

[12] Los bienes de cambio se constituyen por las mercaderías finales o semi-elaboradas de las empresas y que aún se encuentran en el stock de la misma. En tanto, las inversiones permanentes comprenden las participaciones accionarias (minoritarias o mayoritarias) en otras sociedades.

[13] Se entiende por centralización de capital a los procesos de compra de empresas ya existentes, como a los de fusión (véase Marx 2009, [1867]).

fija y con respaldo de la moneda en las Reservas del Banco Central. Esta medida significó una continuidad en el control monetario vía elevadas tasas de interés. Además, el Plan Real añadió un nuevo elemento a la dinámica económica de Brasil (vigente durante todo el período analizado) por su foco en la evolución del tipo de cambio y su utilización como ancla a la evolución de precios. La apreciación cambiaria resultante determinó gran parte de la evolución de la balanza comercial [14].

Las reiteradas crisis financieras de países emergentes (México-1995-, sudeste asiático-1997- y Rusia-1998-) elevaron el costo del financiamiento externo e imposibilitaron continuar con un esquema cambiario que demandó ingentes flujos de divisas en un contexto de déficit comercial. Como consecuencia de ello el endeudamiento público se elevó rápidamente y desembocó en la devaluación de la moneda en 1999. Inmediatamente abandonada la política cambiaria semi fija, Brasil comenzó a implementar las denominadas "metas de inflación" [15], política vigente durante todo el período analizado. La misma se basó en la regulación de las expectativas por medio de anuncios en torno a objetivos de reducción de la inflación, a través de la tasa nominal de interés. Por lo tanto, comprendió un cambio en continuidad, dado que tal política se suele sustentar explícitamente en la constitución de tasas de interés elevadas (y por ende en tasas de interés reales positivas) para el combate de la inflación (véase Figura 3.1 c.) (Borges 2015).

La reducción de la inflación y las reformas estructurales que llevó a cabo el Estado nacional incentivó la llegada de IED y la consecuente extranjerización de la economía (véase Figura 3.1 e.). Estas inversiones se acentuaron a partir del año 1996 bajo el componente de fusiones y adquisiciones. Según la UNCTAD, en el año 1998 el componente de las fusiones y adquisiciones concentró el 77% de las IED. Este nivel de centralización del capital se explicó por el intenso ciclo de privatizaciones llevado a cabo durante la segunda mitad de la década de los noventas, y atraídas principalmente por los sectores de servicios públicos. Además, este proceso alcanzó a la extranjerización en el sector privado.

La llegada del gobierno del Partido de los Trabajadores (PT) en 2003 puso en discusión ciertos elementos en los arreglos institucionales generales del neoliberalismo que se reflejaban en el "Consenso de Washington", aunque no cuestionó la vigencia del régimen de acumulación. De esta forma, el nuevo gobierno se insertó como una continuidad a las anteriores gestiones, incorporando ciertas demandas sociales urgentes vinculadas a la satisfacción de las necesidades básicas de las capas subalternas [16] y con una novedosa propuesta neodesarrollista (véase Salama 2010, Erber 2011). Esto último quedó en evidencia en las disputas al interior del propio

[14] En la década de los noventas la balanza comercial fue fuertemente deficitaria.
[15] Las metas de inflación fueron implementadas por Ley y son llevadas a cabo por el Banco Central do Brasil.
[16] Las políticas más populares implementadas fueron "hambre cero" y "bolsa familia".

Estado nacional, donde principalmente el Banco Central, y eventualmente el Ministerio de Hacienda, representaron las posturas más ortodoxas del gobierno, mientras la Presidencia (en conjunto con otros ministerios y el BNDES) reflejaron aquellas que pugnaron por un nuevo "pacto social".

En la primera etapa del gobierno del PT (2003-2005) las clases hegemónicas, descontentas por el ascenso de un candidato vinculado a la clase trabajadora, presionaron sobre los precios y el tipo de cambio. El Estado debió ceder con prudencia fiscal y aumentos de la tasa de interés real.

En la segunda etapa (2006-2008), el Estado pudo articular políticas expansivas, fruto de los excedentes económicos generados por el ascenso de los precios de los *commodities*. Brasil financió su régimen de acumulación hasta el año 2007 con divisas provenientes del comercio exterior. Sin embargo, en los años posteriores, una vez agotados los excedentes comerciales, debió buscar financiamiento externo. En el período 2003-2007 se produjeron ingentes aumentos en los giros de utilidades debido a la extranjerización anteriormente explicada; salidas por el pago de amortizaciones e intereses dado que el gobierno del PT llevó adelante un proceso de desendeudamiento (véase Gráfico 3.1 d.); y un rápido aumento de las importaciones producto de la apreciación cambiaria. A esto se le sumó en los años 2008-2009, el menor ingreso de divisas tanto comerciales como financieros (Bona et al. 2016).

La reprimarización de la economía comprendió otro elemento a destacar en Brasil. La suba de los precios de los *commodities* alimentó una euforia por la inversión en hidrocarburos *offshore*, minería, y exportaciones agrícola y agro-industriales. Como se puede ver en el Figura 3.1 a., la inversión sobre el PBI se recuperó levemente hasta la crisis de las hipotecas. El Estado fomentó la producción a través de créditos baratos con el fin de orientar la producción de sectores extractivos hacia la exportación. Además, estimuló la centralización de capitales de multinacionales brasileras para la adquisición de empresas en países vecinos a través de créditos otorgados por el propio BNDES (Cerqueira 2016). Bajo este punto cabe aclarar que en los primeros años del nuevo milenio se produjeron compras por partes de multinacionales brasileñas, con relativa magnitud, sobre grandes firmas de Argentina[17] (Bianco et al. 2008). Sin menospreciar dichas políticas, cabe señalar que la financiarización reprodujo la especialización productiva, la desindustrialización, y por ende la reprimarización de los países periféricos y semi-periféricos (López Toache 2014). El propio régimen de acumulación por valorización financiera desestimuló la actividad industrial (Salama 2017). En este sentido, la desindustrialización de Brasil se produjo fruto del esquema de apertura comercial en conjunto a la apreciación cambiara, y a una falta de competitividad respecto a las economías asiáticas (Salama 2015).

[17] Entre estas se encuentran diversos frigoríficos, como así también Quilmes, PECOM, Acindar, Loma Negra, etc.

En los gobiernos del PT, la entrada de IED abrió un nuevo capítulo. A partir de los años 2006-2007, comenzaron a crecer las IED referida al componente de préstamos intra-firma (véase Figura 3.1 e.). La crisis de las hipotecas de los países centrales provocó el descontento de los capitales que salieron en búsqueda de los elevados rendimientos en países emergentes. Se le sumó a ello las bajas tasas de interés en países de la Unión Europea y EEUU, por lo que alimentó el endeudamiento barato, su exportación hacia Brasil y la compra de activos financieros con elevadas tasas de interés reales (Marques & Nakatani 2013). El diferencial entre el costo del endeudamiento y la tasa de interés de activos financieros de Brasil estimuló la llegada de inversiones de cartera denominado comúnmente como capitales golondrinas[18]. Por otra parte, si bien las fusiones y adquisiciones decrecieron luego del proceso de privatización, estas se mantuvieron altas en el nuevo milenio. A partir del año 2012, las fusiones y adquisiciones crecieron producto de la crisis económica que desencadenó la caída de los precios de los *commodities*. Estas fusiones y adquisiciones se realizaron entre privados (producto de ventas de compañías nacionales y extranjeras) en sectores extractivos pero que incluso alcanzaron a empresas de la construcción, finanzas, telecomunicaciones, etc.

A partir del nuevo milenio, el excedente productivo creció al igual que lo hizo la actividad económica. Un mayor dinamismo económico significó crecientes salidas de capitales (véase Figura 3.1 f.). Estas salidas se agravaron tras la crisis internacional del año 2008. Las mismas estuvieron explicadas por dos razones. Por un lado, las inversiones golondrinas en búsqueda de una tasa de interés incrementaron las salidas inmediatamente posterior a su llegada y a su rápida valorización. Por otro lado, tras la crisis internacional, las corporaciones multinacionales buscaron obtener liquidez de las filiales en países en desarrollo. Por dicha razón se incrementaron los giros de utilidades. Luego de la caída de los *commodities* a partir de 2012, las utilidades giradas disminuyeron rápidamente.

En los últimos años del gobierno de Dilma Rousseff se desencadenó una crisis política. La crisis internacional de los *commodities* del año 2012 afectó fuertemente el crecimiento del país [19]. Lejos de optar por una salida de dicho círculo perverso a través de políticas contra-cíclicas, el gobierno profundizó el ciclo contractivo nombrando a J. Lévy como ministro de hacienda en 2014 para llevar adelante una agenda de austeridad con el fin de obtener superávit fiscal. A su vez, en dichos años se implementaron aumentos tanto de tarifas de los servicios públicos como del tipo de cambio, los cuales desencadenaron incrementos de precios. Ante la creciente

[18] Ante la llegada de capitales especulativos (dentro de los cuales se encuentran los préstamos intra-firma), el gobierno aumentó las tasas impositivas a dichas operaciones, desalentando tales prácticas (véase Gaulard 2012)

[19] A partir de 2012, el crecimiento de China se desaceleró. Esto repercutió fuertemente en las demandas de materias primas, a las cuales Brasil se vio perjudicado.

inflación, se decidió subir las tasas de interés y restringir el crédito, al punto que repercutieron en las tasas reales positivas. A esto debe sumarse el aumento en la toma de deuda pública que elevó el peso de la misma en el PBI en pocos años.

La salida del PT del gobierno a través de un golpe institucional –conocido como *impeachment*- producto de las presiones detentadas por las clases hegemónicas, significó que los nuevos actores en el poder, profundizaran el régimen de acumulación por valorización financiera (Gaitan & Boschi 2016). Es decir, las clases hegemónicas retornaron a las políticas neoliberales de viejo cuño a través de reformas laborales, tributarias y previsionales [20]. En este sentido, en materia fiscal, el nuevo gobierno logró congelar los gastos públicos por 20 años a través de una enmienda constitucional [21].

En definitiva, el régimen de acumulación financiarizado de Brasil se sostuvo por la articulación de elevadas tasas de interés y por la proliferación de activos financieros. Además, el Estado a través de su endeudamiento consolidó la acumulación patrimonial y rentística de las clases dominantes en base a subordinar las variables fiscales, cambiarias y monetarias a los intereses de estas últimas. Ante cualquier cuestionamiento o presión de las clases dominantes hacia la forma de dirección del Estado, este último cedió ante éstas, elevando las rentas capturadas a través de aumentos de las tasas de interés. Dicho proceso se produjo en un esquema regresivo de la producción en general, y de la estructura productiva en particular, dado que el régimen de acumulación de Brasil privilegió la re-distribución del ingreso por sobre la reproducción ampliada del capital [22]. El mecanismo principal de re-distribución se reflejó por medio de las rentas financiera capturadas por la élite.

3.1.2 Régimen de IED y los controles de capitales

La ley de inversiones extrajeras fue sancionada en el año 1962 (N°4.131, Ley del capital extranjero) con modificaciones por la ley N°4.390 de 1964, el decreto reglamentario N° 55.762/65 y la Constitución Federal (reforma 1995). Estos cuerpos normativos, en primer lugar, hicieron responsable al Banco Central de Brasil del control de los flujos al obligar el registro de todas las inversiones externas. Además, a partir de sus articulados, este mismo organismo de control detentó la potestad de limitar las remesas por un período de tiempo determinado en caso de escasez de

[20] La reforma laboral fue implementada en el año 2017, quedando en agenda hasta la fecha, las reformas tributarias y previsionales. Algunos de los puntos salientes de la reforma laboral consisten en: 1) preponderancia de contratos privados por sobre los convenios colectivos; 2) jornada intermitente, lo cual significa salarios en base a las horas ocupados y no en forma mensual; 3) ampliación de las posibilidades de tercerización; 4) flexibilización de las condiciones de despidos y restricciones a los juicios laborales, etc.

[21] Esto significa que los aumentos del gasto se ven supeditados únicamente a la tasa de inflación del año anterior.

[22] Para una definición sobre reproducción ampliada del capital, véase Marx (2009, 1867).

divisas en el país. Sin embargo, esta limitación nunca se hizo efectiva. En segundo lugar, dichas normas vetaron y/o limitaron la entrada de las inversiones sobre ciertos sectores, entre estos se encontraron: la energía nuclear, servicios de salud, periódicos y revistas, áreas rurales, industria pesquera, correos, concesión de líneas aéreas e industria aeroespacial. Además, la ley estipuló el pedido de autorización al gobierno brasilero para poseer participaciones en compañías financieras y de seguros. En tercer lugar, dichas normas no restringieron la repatriación del capital, ni la distribución de dividendos.

En un contexto de creciente globalización durante los 90´, la reforma constitucional de 1995 otorgó la igualdad de trato entre los capitales nacionales y extranjeros[23]. Esto permitió el ingreso de los capitales extranjeros sobre ciertos sectores que con anterioridad se encontraban en manos estatales, entre ellos, las telecomunicaciones, la explotación de hidrocarburos, la distribución de gas natural por red y la generación y distribución de electricidad. Además, al mismo tiempo que se iniciaba el programa de privatizaciones en los años noventas, se firmaron 14 Tratados Bilaterales de Inversión (TBIs). Aunque cabe aclarar, todos estos tratados fueron derogados para el año 2002, por ende, Brasil no forma parte del CIADI[24] [25].

Por otro lado, para entender el grado de restricciones en el control de la cuenta capital de la balanza de pagos en Brasil, destacamos un estudio de Fernández et al. (2015) que permitió codificar y cuantificar las medidas regulatorias para un conjunto de países. Como se puede ver en la Figura 3.2, por lo general, los países desarrollados suelen poseer los suficientes grados de libertad (dado su nivel de desarrollo) para desregular su cuenta de capital. Sin embargo, los países en desarrollo poseen realidades disímiles al coexistir tanto naciones con elevados controles, como otros con nulas regulaciones. Entre los primeros anteriormente mencionados, se destacan aquellos con una economía relativamente "grande" (en base a su PBI y su población), los cuales suelen poseer una regulación media o media-alta.

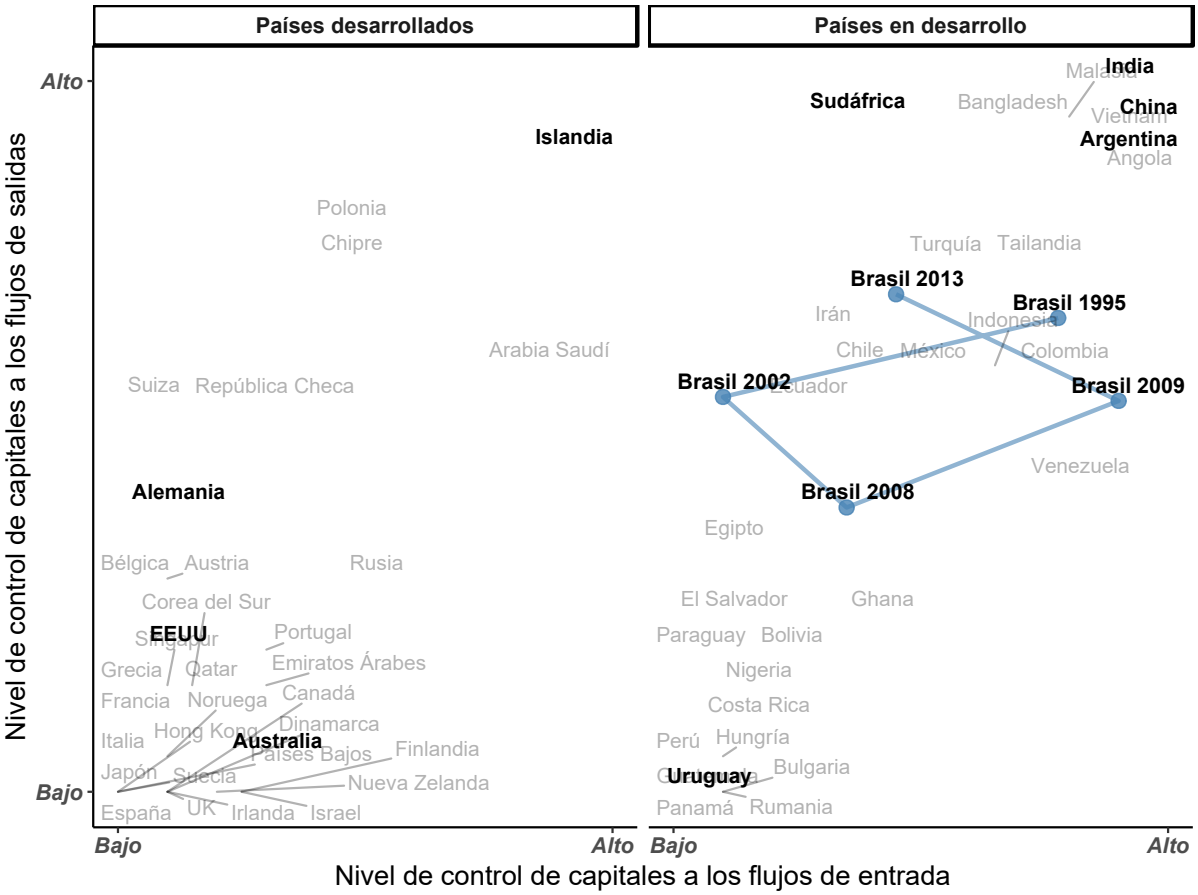
Particularmente, Brasil desreguló su cuenta de capital tanto en los 90' como en los primeros años del nuevo milenio (véase Figura 3.2). Sin embargo, luego de la crisis internacional del 2008, comenzó a incrementar rápidamente sus regulaciones tanto a la entrada como a la salida de capitales. Estas regulaciones recayeron por sobre todo en las posiciones de inversiones en cartera, ya sea compra de derivados, monedas extranjeras, acciones, títulos, etc. De esta forma, el Estado brasilero resguardó su economía de los movimientos de capitales especulativos. Sin embargo, para el año 2013, ya había liberado ciertos controles a la entrada de capitales aunque siguió

[23] Cabe destacar que este derecho de los capitales extranjeros se vio potenciado por dicha reforma dado que ya se encontraba vigente en las normativas de los años 60´ antes mencionadas.

[24] Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones.

[25] En la explicación de dicha salida se destaca una profunda filosofía en resguardar su soberanía para la plena conducción de sus políticas económicas (Actis 2014).

Figura 3.2: Grado de control de capitales a su entrada y salida en países desarrollados y en desarrollo, año 2013; y grado de controles de capitales en Brasil en el período 1995-2013



Fuente: Elaboración propia en base a Fernández et al. (2015).

detentando fuertes controles a la salida de los mismos. Esto se explica ya que para los años 2011-2012, el Banco Central necesitó salir a la caza de mayores entradas para aumentar sus reservas y poder resguardar el tipo de cambio.

Una herramienta importante en el control de capitales por parte del gobierno brasilero consistió en la aplicación del impuesto a las operaciones financieras (Imposto sobre Operações Financeiras). Este tributo fue cambiando según las necesidades en los flujos de divisas. Los préstamos intra-firma de las empresas multinacionales fueron alcanzados por dichos impuestos. Para el año 2008, estos se incrementaron sensiblemente en sus alícuotas. Los impuestos debían ser abonados en caso que el capital del empréstito permaneciera menos de 90 días. Para el año 2011, este plazo mínimo de permanencia pasó de los 360 días a los 720 días, y luego a los 1.800 días (Bastos & Fonte 2014). Sin embargo, dada la necesidad de entradas de divisas, estos plazos se fueron relajando cada vez más [26].

En definitiva, el Estado nacional en Brasil mantuvo una serie de herramientas

[26] No sólo el plazo se fue relajando sino también la alícuota. Esta pasó del 6% en 2014 al 0,38% en 2015 para luego mantenerse.

jurídicas para controlar y regular los flujos de capitales desde el extranjero. Estos controles se hicieron efectivos tanto por los espacios de política que permitieron sus normativas como por su auto-exclusión del CIADI. Aún así, respecto a las IED, estas dententaron amplias libertades a su entrada y salida, siempre que tengamos en cuenta el mínimo marco de resguardo a través de políticas macro-prudenciales en cada coyuntura (particularmente aquella iniciada por la crisis internacional) llevadas a cabo por el Estado nacional. Estas políticas explicaron las crecientes entradas de capitales, posicionando a Brasil como la sexta economía a nivel mundial en recibir IED[27].

3.2 Régimen de acumulación

3.2.1 Disputa por el excedente: evolución de los precios relativos

En esta subsección analizaremos brevemente la evolución de los precios relativos, entendiendo como tal a la comparación de la dinámica de los precios de ciertos sectores respecto a los precios promedio de la totalidad de la economía. Esto nos permitirá identificar con más detalle cuáles son los sectores ganadores del vigente régimen de acumulación, como así también comprender a los persistentes perdedores del mismo.

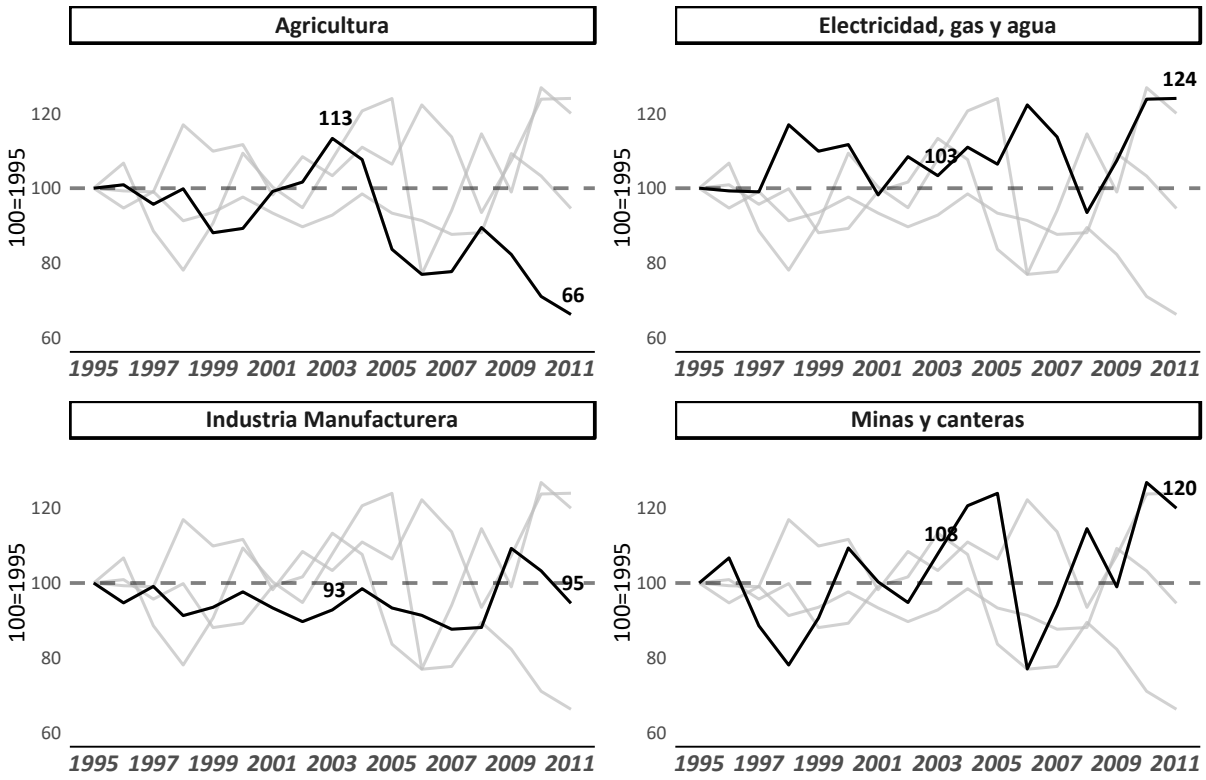
Entre los ganadores de la evolución de los precios relativos en Brasil se destacaron tanto el sector de Electricidad, gas y agua, como el sector de Minas y canteras (véase Figura 3.3). Esto se denota dado que los precios relativos se ubicaron por encima de la línea guía en el nivel "100" en casi todos los años. Esto quiere decir que dichos precios aumentaron por encima del nivel general de precios. Particularmente las empresas privatizadas lograron mantener precios relativos elevados en la mayoría de los años. De esta forma, este sector logró traccionar la acumulación en la disputa intra-capital por el excedente. Por otro lado, el sector de Minas y canteras mostró una elevada volatilidad en sus precios, sin embargo, estos se mantuvieron elevados. Dicha volatilidad se hizo presente debido a los aumentos de precios a nivel internacional de los minerales y los hidrocarburos. Por otra parte, en contraposición a este último, el sector agropecuario perdió dinamismo en ciertos años en específico [28].

A contraposición de los mencionados sectores, la Industria Manufacturera se mostró como un claro perdedor de la evolución general de precios ya que sus precios evolucionaron por debajo del nivel general. De esta forma, el sector manufacturero en

[27] Según datos de la UNCTAD para el año 2017.

[28] En los años 2005-2006 cayeron los precios de los granos. Mientras que en el año 2009 cayeron los precios internacionales debido a la crisis internacional.

Figura 3.3: Precios relativos en Brasil (1995-2011): precios implícitos del PBI por sectores de actividad sobre los precios implícitos del PBI en el total de la economía, 100=1995.



Fuente: Elaboración propia con datos de Fundação de Economia e Estadística.

su totalidad comprendió un claro perdedor del régimen de acumulación. Únicamente luego de la crisis internacional, el Estado habilitó ciertas políticas tributarias que beneficiaron al sector y le permitieron aumentar sus precios relativos durante pocos años (véase capítulo sobre la industria manufacturera).

Como consecuencia, el régimen de acumulación propició la acumulación en forma acelerada en ciertos sectores no transables, particularmente de servicios públicos a través de los marcos tarifarios, en detrimento de la producción industrial. En tanto, la minería y los hidrocarburos se sustentaron como los sectores privilegiados gracias a los elevados precios internacionales.

3.2.2 Cúpula empresaria

En esta subsección se analizará la evolución de la cúpula empresaria en Brasil. Esta alcanza a las 200 mayores firmas respecto al nivel de facturación, excluidas aquellas que integran el sector financiero y agropecuario. En este sentido, entendemos que la cúpula empresaria reflejará los cambios sufridos en el régimen de acumulación y sus etapas. El origen del capital (a partir del agrupamiento de la cúpula en compañías estatales, privadas nacionales, extranjeras o asociaciones) nos habilitará a hablar sobre el ascenso y descenso de cada uno de estos grupos, así

como las pujas entre las diferentes fracciones del capital. Por otro lado, la proporción de las ventas nos permitirá conocer, entre otras cosas, los cambios de precios relativos y la dinámica intersectorial [29]. Se inferirá que aquellos sectores de actividad que incrementaron su participación de sus ventas, será debido a que lograron posicionarse en rubros estratégicos, los cuales mejoraron su grado de acumulación con respecto a los demás capitales. Los sectores más dinámicos se inscribirán como tales por la articulación de las instituciones a su favor [30]. En tanto, la cantidad de empresas nos mostrará la evolución demográfica (el ascenso o retroceso de dichos capitales), así como los cambios de manos. Es decir, podremos observar los procesos de privatización, extranjerización, o nacionalización de la cúpula empresaria.

Nuestras bases de datos comienzan a partir del año 1995 dado que la extranjerización a través de la centralización de capitales se vio impulsada a partir de la segunda mitad de la década de los noventas. Para esta etapa, se habían encarado las primeras privatizaciones en el gobierno de Collor de Mello, las cuales abarcaron a un puñado de empresas manufactureras (principalmente siderurgia, fertilizantes, bienes de capital, material de navegación y minería de cobre). De allí se beneficiaron principalmente actores privados nacionales, como Gerdau en el caso de la siderurgia (Almeida 2013).

Tanto en la segunda mitad de los noventas, como en los primeros años del nuevo milenio se encararon las privatizaciones de las demás empresas que poseía el Estado. En este punto, cabe aclarar que la gobernanza corporativa comenzó a cambiar en Brasil. En primer lugar, el peso de los inversionistas institucionales (principalmente de fondos de pensión) en los consejos de administración se incrementó. Dicha presencia fue concretada en compañías como Vale, Perdigão, Usiminas, Acesita, y CSN. La mayoría de ellas cambiaron de propiedad por el proceso de privatización, por lo que el reparto del capital accionario de las mismas se pulverizó en capitales minoritarios. En segundo lugar, la gobernanza viró a la conformación de asociaciones (Lazzarini 2011). Estas proliferaron a partir de las privatizaciones vinculadas a los servicios públicos como electricidad, telefonía, gas y agua. Las asociaciones de empresas conformaron alianzas entre diversos capitales privados, ya sean nacionales como extranjeros. Gran parte de la extranjerización de la cúpula empresaria se reflejó a través del auge de las asociaciones, dado que en las mismas se produjo la entrada del capital transnacional (véase Cuadro 3.1 a. y b.). Los sectores de energía eléctrica y telecomunicaciones fueron los rubros que concentraron los mayores montos de fusiones y adquisiciones tras el proceso de privatización (Miranda

[29] El crecimiento productivo de los sectores suele estar influenciados por el régimen de acumulación y su dinámica.

[30] Cuando se habla de instituciones se incluyen entre las mismas a la moneda y el tipo de cambio, la relación salarial, el grado de apertura económico, y el tipo o formas que asume el Estado (ya sea neoliberal, desarrollista, etc.) (véase Boyer 2007).

& Martins 2000). Este es el caso de Telesp, con capitales de Telefónica (España), Iberdrola (España), Banco Biobao Vizcaya (España), Telecom Portugal (Portugal), y RBS Participações (Brasil). Por otro lado, los grupos privados nacionales también participaron del proceso de privatización. En este sentido, una asociación compuesta totalmente por firmas privadas nacionales adquirió Tele Norte-Leste. Aun así, se debe resaltar que la mayoría de las compañías abiertas poseen un inversionista con un capital mayoritario, es decir, estas se encuentran en manos tanto de multinacionales como de la élite tradicional bajo un régimen de propiedad familiar (Borges & Serrão 2005).

El segundo sector en importancia en recibir inversiones privadas fue el de la energía eléctrica. En el mismo, se produjo la adquisición de Light Serviços de Eletricidade S.A. por parte de una asociación de firmas multinacionales conformado por Houston Industries (EEUU), AES Corp (EEUU), y Électricité de France (Francia).

En la década de los noventas la mayor cantidad de adquisiciones fueron realizadas por empresas extranjeras (Miranda & Martins 2000). Como se puede ver en el Cuadro 3.1 b., entre los años 1995 y 2000 la cúpula empresaria conformada por las 200 mayores firmas en facturación, experimentó un proceso de extranjerización. La cantidad de firmas extranjeras pasó de 84 a 97 entre 1995 y 2000. En el año 2005 este peso permaneció en el mismo nivel. El proceso de extranjerización de la cúpula empresaria se produjo tanto por una caída del peso de las compañías privadas nacionales, como del Estado (Siffert Filho & Silva 1999).

El BNDES jugó un papel destacado en el proceso de privatización dado que financió a las empresas adquirientes de los activos en manos del Estado. En el período 1995-2002, el BNDES destinó el 40% de sus créditos al financiamiento del proceso de privatizaciones (Folha de S.Paulo 2002). En este sentido el caso de AES corp es notable. Esta última adquirió múltiples compañías estatales en Brasil, tanto en los segmentos de distribución como de generación de energía eléctrica. Entre dichas adquisiciones se destacaron empresas tales como Tietê, AES Sul, Eletropaulo, así como participaciones en CEMING y Light. AES amasó una deuda con el BNDES de US$ 1.200 millones por la compra de Eletropaulo y de 1.400 millones por las participaciones en CEMING. Las deudas asumidas por la multinacional nunca fueron saldadas, por lo que tuvo que reconfigurar su participación accionaria a cambio de disminuir sus pasivos [31]. Por experiencias como estas, tanto el BNDES como los fondos de pensiones estatales tuvieron un rol clave en la participación de asociaciones durante el período post-privatizaciones. El Estado a través de instituciones como el BNDES ganó gravitación en la cúpula empresaria al cumplir un doble rol, tanto en la búsqueda por controlar más de cerca a la misma, como así también por la

[31] Información extraída del balance contable de AES Corp. en la Securities and Exchange Commission (EEUU).

necesidad de rescatar a empresas sobre-endeudadas (véase Lazzarini 2011).

Las privatizaciones abrieron una nueva fase en la acumulación de las firmas más grandes de Brasil. Mientras en el régimen de acumulación de industrialización dirigido por el Estado, la acumulación se basó en la concentración de capital, en el nuevo régimen, la centralización pasó a ser un sinónimo de permanencia y la vía más rápida de ascenso en el poder político y económico. La centralización del capital adquirió lógicas financieras en el nuevo régimen de acumulación, consistente con el aumento patrimonial de los accionistas a través del precio de la acción [32] . En la década de los noventas y principios del nuevo milenio, las fusiones y adquisiciones trascendieron a los sectores de servicios públicos. En los segmentos de ventas al por menor, Carrefour adquirió la red de Eldorado y algunas unidades de Lojas Americanas. En el segmento de bienes de consumo, Parmalat adquirió 25 empresas, entre ellas a Batávia, Mococa, Etti y Neugebauer. En el sector automotriz, Bradesco, Cofap, y Mahle adquirieron Metal Leve; en la industria electrónica Philips adquirió en 2001 a Helfont.; en la industria química se produjeron las compras de Aventis por Bayer en igual año y la de Cyanamid por parte de Basf en el año 2000; en la industria del cemento Holcim (antiguamente conocido como Holderbank) adquirió al grupo Cimento Paraíso (Siffert Filho & Silva 1999).

Finalizado el proceso de privatizaciones, el fenómeno de centralización del capital prosiguió. La cantidad de fusiones y adquisiciones en Brasil se incrementó de los 227 casos en 2002 a 818 en 2014 para luego decaer a 537 en 2016 (Price Waterhouse 2017). En los gobiernos del PT las adquisiciones estuvieron signadas por el aumento de los precios de los *commodities* y el nivel general de la actividad.

Para esta nueva etapa las compañías privadas nacionales adquirieron mayor énfasis con respecto a otrora. Lo cual significó un cambio novedoso para el mercado de la centralización del capital. De esta forma, a partir de los gobiernos del PT, el capital nacional revirtió su papel subordinado y consiguió constituirse en el actor más dinámico (Martines Belieiro 2014). La explicación en el cambio de hegemonía de la cúpula radica nuevamente en el papel jugado por el BNDES, ya que éste último financió los procesos de fusiones y adquisiciones del capital nacional e incluso otorgó los fondos necesarios para posibilitar su internacionalización en multinacionales brasileras (Lazzarini 2011). Sin embargo, y a diferencia del capital extranjero, las firmas nacionales adquirieron empresas con un mayor sesgo en los recursos naturales y su bajo procesamiento. Las compañías de elaboración de alimentos lideraron las adquisiciones en el nuevo milenio. Estas lograron llevar a cabo un proceso de internacionalización de su actividad a través de empresas como JBS (con la adquisición

[32] Si bien la centralización del capital puede poseer lógicas productivas de concentración en la participación del mercado, los volúmenes del mercado de compra-venta y la cantidad de casos de transacciones, demuestran que las participaciones en empresas no son retenidas a lo largo del tiempo, sino que estas son tratadas como un activo líquido.

Cuadro 3.1: Cúpula empresaria brasilera: 200 mayores empresas por origen del capital (excluidas las firmas pertenecientes al sector financiero y agropecuario).

	%, de ventas en la cúpula					
	1995	2000	2005	2010	2015	2017
Privada extranjera	42%	42%	37%	42%	35%	38%
Privada nacional	28%	23%	22%	24%	28%	28%
Estatal	28%	22%	26%	24%	25%	21%
Asociación	2%	13%	15%	10%	12%	13%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	cantidad de empresas de la cúpula					
	1995	2000	2005	2010	2015	2017
Privada extranjera	84	97	96	94	88	89
Privada nacional	79	63	60	71	77	74
Estatal	34	19	23	21	20	21
Asociación	3	21	21	14	15	16
Total	200	200	200	200	200	200

Fuente: Elaboración propia con datos de la Revista Exame.

de las unidades de Marfing en Europa, Tyson Foods en México y Brasil, Swift en Argentina, etc.; así como la compra de marcas como Seara en Brasil) (Globo.com 2017). Además, una de las mayores fusiones del nuevo milenio se produjo entre capitales nacionales, la cual incluyó a Sadia y a Perdigão, tras la constitución de Brasil Foods (Santos 2015).

Por otra parte, dentro de la minería se produjeron adquisiciones que trascendieron al sector. Por ejemplo, Vale adquirió los activos de Bunge Fertilizantes y Fosfértil. Particularmente la internacionalización de Vale fue exponencial y se extendió a países más allá de la región. En el mismo sentido, en el sector siderúrgico, la firma Gerdau adquirió a la estadounidense Chaparral Steel Company.

En el sector petrolero, las adquisiciones de Petrobras se llevaron a cabo tanto dentro del país como por fuera [33]. En el mismo rubro, Ipiranga adquirió Alesat Combustíveis, mientras Cosan adquirió NovAmérica Agroenergia. En el año 2011, el grupo Cosan formó un *joint venture* con Shell para constituir la mayor sociedad de comercialización de combustibles (luego de Petrobras) como de elaboración de biocombustibles.

Cabe aclarar que la constitución y consolidación de multinacionales brasileras durante esta etapa[34] presenta cierta diversificación productiva, lo cual muestra un

[33] Por ejemplo, adquirió Agip do Brasil (de origen italiano) y a Pecom Energía de Argentina.

[34] Muchos de los grupos abajo mencionados habían iniciado el proceso de internacionalización en años previos, sin embargo, se destaca el hecho que la mayoría de los mismos hayan emprendido o retomado dicho proceso en el nuevo milenio.

desarrollo relativo de la economía brasilera [35]. Aquí nos encontramos a empresas como Embraer en la aviación, Votorantim en la siderurgia y energía, Camargo Correa en el cemento, Odebrecht en la construcción y petroquímica, Aracruz en la celulosa, Natura en los cosméticos, Ituatec en tecnología de la información, y Marcopolo en la fabricación de material de transporte, etc. Es por esto que, para los años 2010 y 2016, el peso tanto en cantidad como en ventas de las firmas de las firmas extranjeras comenzó a decaer (véase Cuadro 3.1). En contraposición, las compañías nacionales privadas comenzaron a ganar peso en estos años, mientras las firmas controladas por el Estado tuvieron un peso constante en el nuevo milenio.

En lo que respecta al capital extranjero, las compras de empresas estuvieron signadas por la apreciación cambiaria dado que dicho fenómeno favoreció a los sectores no transables. Por lo tanto, estas se concentraron principalmente en el sector de telecomunicaciones y en los servicios públicos en general. Desde ya, el sector de las telecomunicaciones se encontró traccionado por el ascenso de la telefonía celular y los servicios de internet. El informe de KPMG (2017) advierte sobre el peso de los servicios públicos en el mercado de compras de empresas ya existentes. Sin embargo, estos sectores fueron desplazados cada vez más por rubros vinculados a los alimentos y bebidas, compañías de información y tecnología, y servicios empresarios. De esta forma, los servicios públicos perdieron el protagonismo en la acumulación durante la nueva etapa que inauguraron los gobiernos del PT. Entre los ejemplos más significativos protagonizados por el capital extranjero nos encontramos a las compras de BCP S.A. y Embratel por parte de América Móvil-Telmex (México); Telemig Celular por parte de Vivo (España); GVT por parte de Vivendi (Francia); iG por parte de Brasil Telecom (Brasil).

Finalizando, respecto al aspecto sectorial, la cúpula empresaria de Brasil mostraba un elevado nivel de industrialización en el año 1995. Un total de 104 de las mayores 200 firmas de Brasil provenían de la industria manufacturera, representando el 44% de las ventas (véase Cuadro 3.2 a. y b.). Entre los sectores mejor posicionados nos encontramos a automotrices (Volkswagen, General Motors, Fiat, Mercedes-Benz, Ford), elaboración de bienes de consumo (Souza Cruz, Nestlé, Unilever, Brahma), siderurgia y químicas (Companhia Siderúrgica Nacional, Usiminas, Braskem, Cosipa). Sin embargo, el proceso de privatización, el paso a una economía con mayor apertura en conjunto con la apreciación cambiaria, trastocó la inserción sectorial de la cúpula, y provocó la pérdida de peso de la industria a lo largo del tiempo. Para el año 2017, la cúpula integrada por las 200 mayores empresas no financieras, contó con un número menor de firmas industriales (68), representando el 30% de las ventas sectoriales (véase Cuadro 3.2). En contraposición, los sectores vinculados a los servicios públicos incrementaron su peso en forma significativa en

[35] Un análisis de las multilatinas de Brasil véase Santiso (2008).

Cuadro 3.2: Cúpula empresaria brasilera por actividad económica (excluidas las firmas pertenecientes al sector financiero y agropecuario).

	%, de ventas en la cúpula					
	1995	**2000**	**2005**	**2010**	**2015**	**2017**
Industria Manufacturera	44%	37%	37%	36%	31%	30%
Comercialización	23%	20%	20%	19%	24%	27%
Recursos naturales	10%	13%	17%	18%	21%	19%
Servicios Públicos	15%	18%	19%	16%	12%	13%
Servicios Privados	5%	9%	6%	8%	9%	10%
Otros	3%	3%	1%	3%	3%	1%
Total	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
	cantidad de empresas de la cúpula					
	1995	**2000**	**2005**	**2010**	**2015**	**2017**
Industria Manufacturera	104	93	94	86	76	68
Comercialización	38	31	35	34	41	46
Recursos naturales	6	6	8	10	15	18
Servicios Públicos	26	33	41	40	33	41
Servicios Privados	13	25	18	20	25	26
Otros	13	12	4	10	10	1
Total	**200**	**200**	**200**	**200**	**200**	**200**

Fuente: Elaboración de propia con datos de la Revista Exame.
Nota: dentro del rubro catalogado como recursos naturales se encuentra petróleo y minería.

conjunto con los servicios privados y las empresas dedicadas a la comercialización.

La cúpula empresaria de 2017 es muy diferente a la de 1995. Entre los sectores que mejor se posicionaron en el ranking se encuentran aquellos vinculados a los recursos naturales (Vale, Petrobras, Cargill, Bunge), su bajo procesamiento (JBS, Brasil Foods) y la comercialización de los mismos (Amaggi, Raízen, Ipiranga), así como las firmas vinculadas a las telecomunicaciones (Telefônica, Claro, TIM). Las automotrices, químicas y siderurgias fueron desplazadas de las mejores posiciones en comparación a otrora. Incluso en este período, existieron empresas vinculadas a la energía eléctrica que habían avanzado en el ranking, sin embargo, en el nuevo milenio perdieron su posición respecto al auge de la etapa de las privatizaciones (AES Eletropaulo, CEMING Distribuição, Light). En este sentido, el factor en común en Brasil comprendió un proceso continuo de desindustrialización de la cúpula empresaria a lo largo de las décadas.

3.3 La cúpula empresaria y su comportamiento durante las últimas décadas (1994-2016)

Para trazar un recorrido sobre el comportamiento de las firmas más grandes hemos escogido un conjunto de empresas de la cúpula empresaria que cotizan en bolsa [36]. Para ello se elaboraron diversos indicadores que pudieran mostrar el comportamiento promedio de las mismas.

Entre el primer grupo de variables construidas, observaremos la participación de los bienes de uso (activos fijos) en la cartera de los activos totales. Estos pasaron de representar un 42% en los activos totales en 1994 a un 27% en el año 2016 (véase Figura 3.4 a.). Ergo, el excedente económico generado por las firmas seleccionadas fue destinado a otros fines no productivos. En AmBev (bebidas) el ratio pasó del 40% en 1995 a 12% en 2016. En Embraer, el ratio varió del 32% en 1994 a 10% en 2016. Es decir, existió una pérdida de gravitación de la acumulación en su afán por traccionar la concentración vía el acrecentamiento de las capacidades productivas.

En contraposición, la cartera de activos se tornó más liquida, por lo cual los activos corrientes[37] pasaron de representar un 27% del total en 1994 a un 40% en 2004. La firma Embraer pasó de poseer un ratio de 26% en 1994 a 48% en 2016; mientras en la empresa Fibria (celulosa), los activos corrientes pasaron de representar un 2%-5% en los noventas a 15-20% en el nuevo milenio; Oi (telecomunicaciones) pasó de una tasa de 5% de activos corrientes en 1994 a 23% en 2016. De esta forma, la acumulación que en otrora se centraba en la concentración de capital y se reflejaba en elevados ratios en la participación de los bienes de uso, mutó hacia otra enfocada en el corto plazo dotando a la cartera de activos con mayor liquidez.

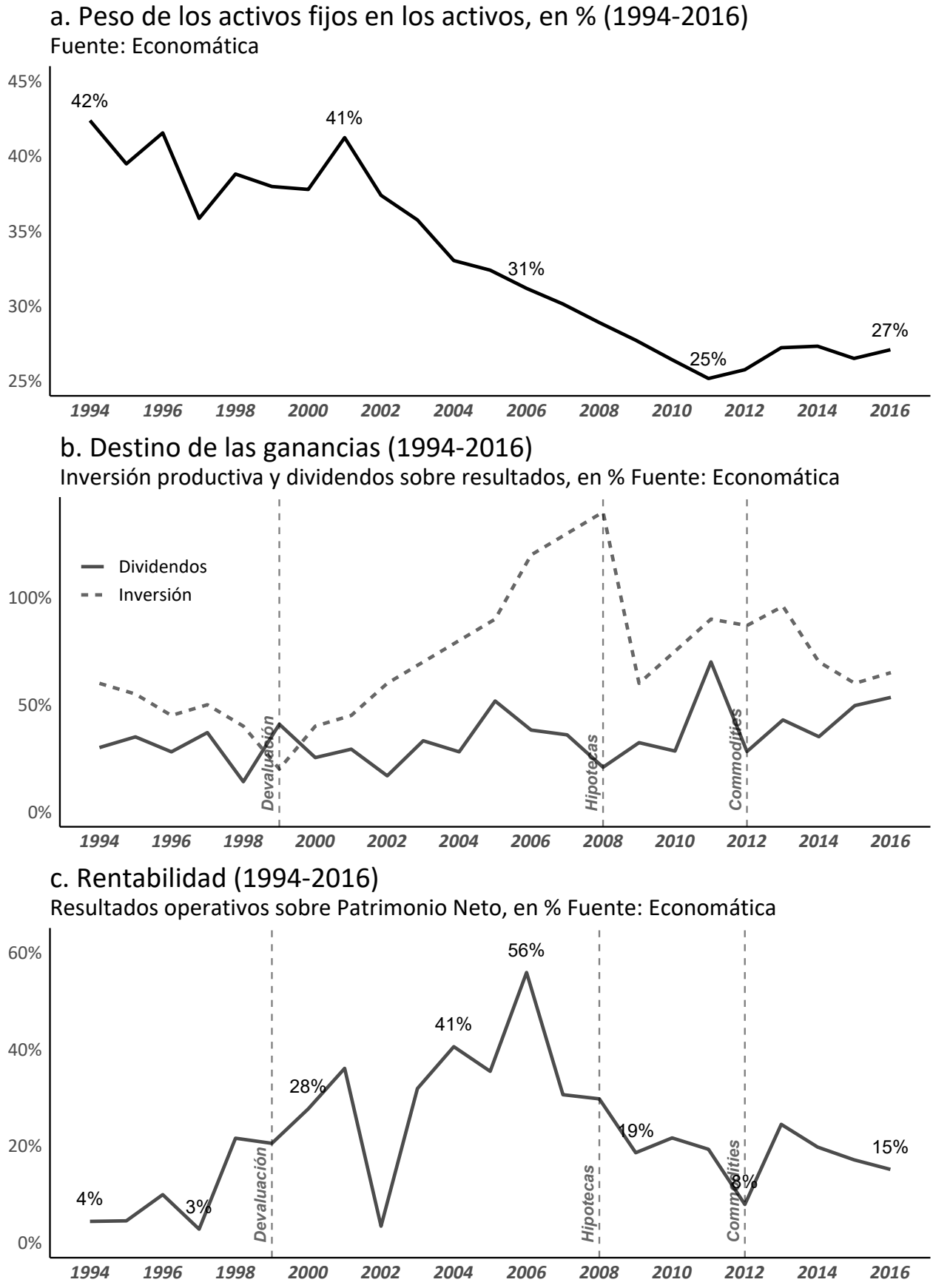
En segundo lugar, la Figura 3.4.b compara la relación entre la inversión y los dividendos sobre los resultados operativos. Esta figura nos muestra el destino del excedente de las compañías seleccionadas [38]. En la misma observamos que los dividendos girados compitieron con la inversión bruta. Es decir, si bien los montos destinados a la inversión pudieron ser mayores que los dividendos girados, estos últimos tuvieron una enorme relevancia. Ciertas empresas maximizaron los giros de dividendos, dado que estos incrementaron el precio de la acción, por ende, realizaron ganancias patrimoniales.

[36] Entre ellas se encuentran: Alpargatas, Ambev, Ceee-Gt (Companhia Estadual de Energia Elétrica), Cesp (Companhia Energética de São Paulo), Embraer, Engie Brasil, Fibria, Grendene, IGB, JBS, Klabin, Marcopolo, Marfrig, Metal Leve, Mrs Logist, Natura, Oi, Pão de Açúcar, Petrobras, Telef Brasil, Usiminas, Vale, Viavarejo, Whirlpool.

[37] Los activos corrientes se encuentran constituidos por todos los activos que puede hacerse líquido (efectivo) en menos de doce meses.

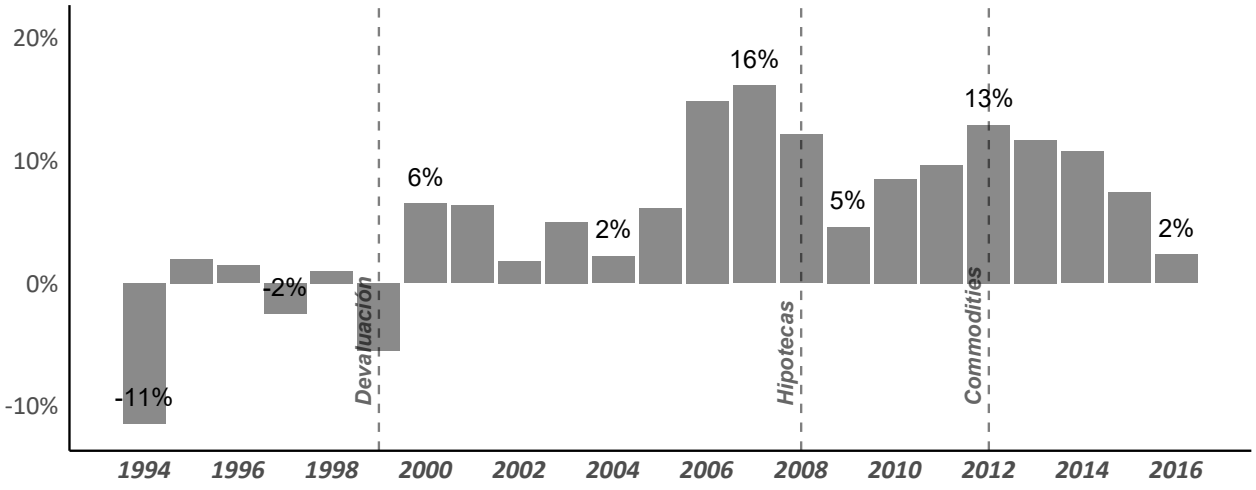
[38] Se entiende que el resultado operativo es un proxy del excedente generado por las empresas.

Figura 3.4: Variables promedio de las empresas brasileras de la cúpula empresaria que cotizan en bolsa



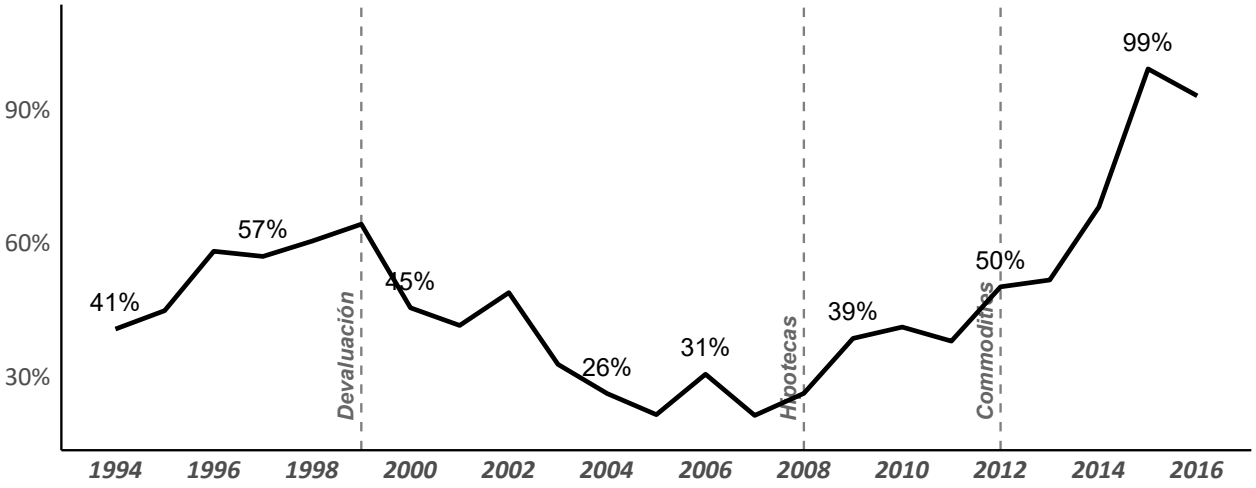
d. Aumento de las capacidades productivas (1994-2016)

Inversión neta sobre bienes de usos, en % Fuente: Economática



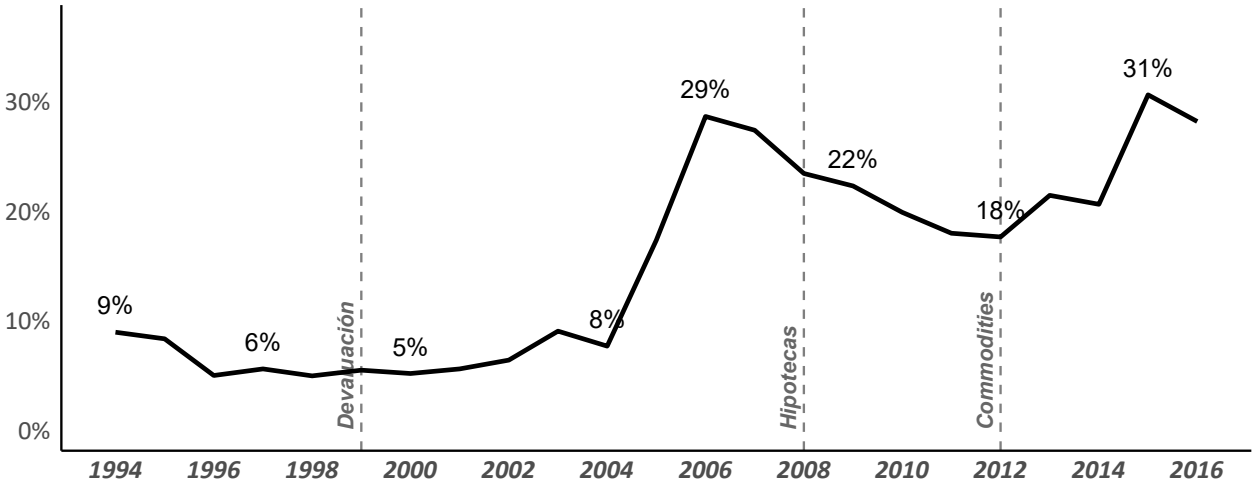
e. Nivel de endeudamiento (1994-2016)

Deudas financieras sobre ventas, en % Fuente: Economática



f. Toma de endeudamiento (1994-2016)

Financiamientos obtenidos sobre ventas, en % Fuente: Economática



Por lo general, las empresas pertenecientes a la industria manufacturera tuvieron un ratio de dividendos a resultados operativo más elevado. Aquí encontramos a empresas como Marcopolo, Natura, AmBev, Whirlpool, Souza Cruz, Yara, Usiminas, etc. Esto nos habla de la capacidad de las mismas por crear ciertos mercados cautivos con el fin de generar excedentes para fugarlos. En tanto, entre las firmas con mayores ratios de inversión bruta fija a resultados operativos encontraríamos a firmas tales como Petrobras en su afán por incrementar las capacidades productivas.

Por otro lado, podemos notar un mayor dinamismo de la inversión bruta fija durante el nuevo milenio con respecto a los noventas. En los años 2000 aumentó el excedente corporativo, mientras la participación de la inversión bruta fija en las ganancias acompañó este mayor dinamismo. Sin embargo, el aumento del excedente corporativo se reflejó en una mayor demanda de activos líquidos.

La generación de excedente fluctuó en base a la salud del régimen de acumulación. Hemos reflejado el dinamismo de las firmas seleccionadas en la Figura 3.4.c. La misma nos permitió relevar la relación entre el resultado operativo y el patrimonio neto, y nos manifestó la evolución de la rentabilidad promedio del conjunto de las compañías seleccionadas. Como se puede ver, la rentabilidad fue creciendo a lo largo del tiempo (con la excepción del año 2002). La crisis de las hipotecas marcó un cambio en la tendencia. Las firmas de la cúpula abrazaron un creciente excedente hasta el año 2008.

La caída de los precios de los *commodities* significó un eventual descenso de la rentabilidad en el año 2012. Ergo a partir de dicho año, la rentabilidad cayó con fuerza. Esto marcó una eventual crisis en el régimen de acumulación, siempre que consideremos como representativas a las empresas más grandes de Brasil.

En la Figura 3.4.d. se puede observar la relación entre la inversión neta fija y los bienes de uso. Dicho ratio nos mostraría el grado de crecimiento promedio de las capacidades productivas de las empresas seleccionadas. Se puede ver que este ratio fue negativo en gran parte de los noventas. En el nuevo milenio retomó su fase de ascenso luego de la devaluación de 1999. A pesar de la recuperación de la inversión neta de las empresas, los bienes de uso perdieron peso en las carteras de activos. Sin embargo, la crisis de las hipotecas provocó un menor dinamismo de la inversión productiva. Luego, la inversión se recuperó hasta el año 2011, para caer nuevamente ante la crisis de los *commodities*. La fluctuación de la inversión reveló su debilidad frente a los vaivenes financieros internacionales, y como veremos a continuación, por el elevado nivel de endeudamiento de las corporaciones.

Finalmente, la generación de excedente de las firmas no significó la única fuente de financiamiento. En las Figura 3.4.e y 3.4.f se muestran el nivel de endeudamiento (Stock de deudas financieras sobre ventas) y la toma de deuda (endeudamiento tomado sobre ventas) de las empresas seleccionadas de la cúpula empresaria, respec-

tivamente. En tanto, en la Figura 3.4.f permite visualizar el creciente endeudamiento a partir del año 2006, en vísperas de la crisis mundial. Este endeudamiento correspondió a la estrategia de endeudamiento intra-firma de la IED. Más aún cuando los préstamos se abarataron en los países centrales. Además, las empresas a partir del año 2008 no volvieron a generar el mismo nivel de excedente que otrora, por lo tanto, el endeudamiento reemplazó al auto-financiamiento. Como consecuencia, si bien durante la década de los noventas el nivel de endeudamiento corporativo se incrementó, durante los últimos años analizados, el nivel alcanzado por este indicador no tuvo precedente.

Desde la devaluación del Real hasta el año 2005, las firmas seleccionadas redujeron su nivel de endeudamiento en un contexto de crecimiento de las ventas. Sin embargo, el mismo retomó su dinámica en los años previos a la crisis de las hipotecas, y creció notablemente a partir del año 2012. El excedente económico generado por estas se desplomó en estos últimos años, reflejado por la caída de las ventas. El nivel de deuda presente de la cúpula expuso a la economía de Brasil a un sobre-endeudamiento.

Por lo tanto, existieron dos fases en los cuales se podría clasificar el novedoso endeudamiento de las firmas seleccionadas. En el primero de ellos abarcó al período 2006-2011. En el mismo, las empresas poseían crecientes ventas. Las compañías accedieron a endeudamientos baratos a través de la liquidez dirigida hacia los países emergentes. Luego de la crisis internacional de 2008, la rentabilidad decayó, pero se mantuvo en niveles parecidos a los del comienzo del nuevo milenio. En la segunda fase 2012-2016, los deprimidos precios de los *commodities* provocaron un menor dinamismo económico, y como consecuencia, un alza del nivel de endeudamiento. Para el año 2015, este indicador fue realmente significativo, momento en el cual la situación económica empeoró [39]. Aunque cabe destacar que parte de la deuda tomada se nominó en dólares, por ende, tras la devaluación del Real en el año 2015 (del 47% respecto al dólar), el nivel de endeudamiento creció explosivamente.

El FMI resaltó el nivel de endeudamiento de las firmas no financieras de Brasil respecto de otras economías emergentes. En el año 2014, el FMI mencionó que Brasil se constituía en la economía con mayor apalancamiento corporativo dentro de los países emergentes. En el año 2016, el mismo organismo aseveró que las compañías no financieras de Brasil poseían el menor ratio de EBITDA a gastos financieros de los países emergentes [40], lo cual demostraría el riesgo de default. Además, dicho ratio decreció fuertemente entre 2010 y 2016.

El IBMEC (2017) de Brasil recogió datos de todas las empresas abiertas. El apalancamiento de las mismas alcanzó el 104% respecto al patrimonio neto en el año

[39] El PBI decayó un 3,85% en el año 2015, mientras en el año 2014 aumentó un mero 0,1%.
[40] Fondo Monetario Internacional (2014, 2016)

2015, mientras este se encontraba en 65% en el año 2010. Además, cabe destacar que se produjo una elevada concentración de la deuda financiera. Para el año 2016, el 27% de la deuda total de las empresas abiertas se encontró en manos de Petrobras (21,54%) y Vale (5,48%). Particularmente, Petrobras pasó de poseer una relación de un 45% entre deuda financiera a ventas para el año 2010, a un 145% en 2016. La deuda tomada se utilizó para incrementar las capacidades productivas. Sin embargo, en los últimos años analizados, gran parte de la captación de recursos financieros financió el repago de capital e intereses en un contexto de caída de las ventas. En tanto, Vale pasó de poseer una relación del 46% en el año 2010 al 106% en 2016. El financiamiento en Vale fue utilizado para la inversión productiva, así como también, para el pago de ingentes dividendos a sus accionistas. Solo en el año 2011, Vale destinó US$ 9.000 millones al pago de dividendos cuando la inversión fue de 16.000 millones. Además, destinó parte de su financiamiento a la adquisición de empresas [41].

3.4 Conclusión

La economía de Brasil sufrió una profunda transformación tras el inicio del nuevo régimen de acumulación en la década de los noventas. Los sectores hegemónicos presionaron para alterar las instituciones y las lógicas de acumulación con el fin de virar hacia la valorización financiera. La captura de estas rentas financieras por medio de ciertos *macro fundamentals* (tasa de interés, tipo de cambio, etc.) determinaron el devenir de la acumulación, el cual dejó atrás la producción, para sostenerse por medio de transferencias de ingresos que el propio Estado medió a través de las tasas de interés y la austeridad fiscal. De esta forma, se conformó una élite que generó las condiciones para dar el viraje de la economía hacia la captura de ganancias financieras y patrimoniales.

En este caso podemos afirmar que el régimen de acumulación por valorización financiera se constituyó como dominante y no fue alterado a lo largo del tiempo. El ascenso del Partido de los Trabajadores fue un cambio en continuidad. Si bien existió la intención de realizar un nuevo "pacto social", el gobierno central tuvo que aliarse con la élite financiera para seguir gobernando. Es decir, trastocó diversos arreglos institucionales para incluir a millones de brasileros, sin embargo, manteniendo la valorización financiera como eje de acumulación. Desde ya, el aumento de los excedentes comerciales por el auge de los *commodities*, ayudó a desarrollar las ansiadas políticas sociales. Aunque los intereses que pugnaron por la valorización financiera se reflejaron en las políticas llevadas a cabo por el Banco Central y el Ministerio de Hacienda.

[41] Información provista por los flujos de caja de los balances contables de Petrobras y Vale.

La continuidad del régimen de acumulación durante décadas significó una gran transformación de la configuración del poder económico. La cúpula empresaria de Brasil se constituyó en una muestra de ello. Las estrategias empresarias priorizaron la captura de rentas financieras tendientes a satisfacer el apetito de las élites financieras y los accionistas. Entre las actividades más frecuentes se encontraron las fusiones y adquisiciones en general y las privatizaciones en particular. La centralización del capital pasó a formar parte clave de la acumulación de las empresas en la cúpula empresaria. De esta forma, las empresas más dinámicas abarcaron a aquellas que lograron captar deudas con el fin de adquirir empresas ya existentes. Por otro lado, la cúpula empresaria sufrió un profundo proceso de desindustrialización. La apreciación cambiaria y la apertura comercial perjudicó la industria en general y provocó una simplificación productiva. Las firmas que más ascendieron en los rankings fueron aquellas vinculadas a los servicios públicos, la comercialización y los recursos naturales.

En términos del origen del capital, se podría señalar el avance del capital extranjero en los años 90´. Este mayor grado de extranjerización se produjo debido al papel que jugaron las asociaciones durante el proceso de privatización. Si bien la desindustrialización fue un proceso transversal en lo que refiere a la procedencia del capital, en un primer momento la centralización del capital vía privatizaciones benefició por sobre todo al capital transnacional. Sin embargo, durante el nuevo milenio, el capital nacional retomó su dinámica de acumulación a través de la centralización de capitales en segmentos favorecidos por el auge de los precios de los *commodities*. De esta forma, así como existió una primera fase de auge del capital extranjero, este fue parcialmente revertido por el capital nacional en el último período analizado.

La acumulación de la cúpula empresaria entró en una nueva fase tras la crisis internacional del año 2008. El endeudamiento se constituyó como denominador común para la élite empresaria. Al punto de encontrar a estas al borde de la exposición al sobre-endeudamiento. El endeudamiento alimentó diferentes estrategias de acumulación de la cúpula tendientes a capturar rentas financieras. En algunos casos permitió expandir las capacidades productivas, en otras experiencias catapultó la centralización del capital, como la adquisición de activos financieros.

En definitiva, las estrategias empresariales priorizaron la captura de rentas financieras tendientes a realizar el apetito de las élites financieras y los accionistas. Para ello se desarrolló una estrategia vinculada a aumentar la liquidez en la cartera de activos, la fuga de capitales, el endeudamiento, la tercerización y la simplificación productiva, etc.

Bibliografía

Abeles, M., Pérez Caldentey, E. & Valdecantos, S. (2018), *Estudios sobre financierización en América Latina*, CEPAL.

Actis, E. (2014), 'Brasil y la promoción de tratados bilaterales de inversión: El fin de la disyuntiva'.

Almeida, M. P. (2013), 'A privatização estruturada: o pnd no governo collor (1990-1992)', *Outros Tempos–Pesquisa em Foco-História* **10**(16).

Arceo, E. (2011), 'El largo camino a la crisis', *Buenos Aires: Ficarao Ceca* .

Bastos, E. K. X. & Fonte, P. V. d. S. (2014), Mercado de câmbio brasileiro, intervenções do banco central e controles de capitais de 1999 a 2012, Technical report, Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

Bianco, C., Moldovan, P. & Porta, F. (2008), 'La internacionalización de las empresas brasileñas en argentina'.

Bona, L., Páez, S. & Treacy, M. (2016), 'Restricción externa y ciclo político reciente en argentina y brasil', *IX Jornadas de Economía Crítica, Ciudad de Córdoba* .

Borges, L. F. X. & Serrão, C. F. d. B. (2005), 'Aspectos de governança corporativa moderna no brasil'.

Borges, M. K. (2015), 'Vinte anos de política monetária no brasil: da âncora cambial às metas de inflação'.

Boyer, R. (2007), *Crisis y regímenes de crecimiento: una introducción a la teoría de la regulación*, Miño y Dávila.

Brum, A. (1997), 'O desenvolvimento econômico brasileiro', *Editora UNIJUÍ* .

Bruno, M. & Caffé, R. (2015), 'Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do brasil', *População, espaço e sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil. Rio de Janeiro: Escola Nacional de Ciências Estatísticas* .

Bruno, M., Diawara, H., Araújo, E., Reis, A. C. & Rubens, M. (2011), 'Finance-led growth regime in brazil', *Brazilian Journal of Political Economy* **31**(5), 730–750.

Cassini, L., García Zanotti, G. & Schorr, M. (2017), 'Los caminos al desarrollo. trayectorias nacionales divergentes en tiempos de globalización', *IDAES* .

Cerqueira, D. F. (2016), 'Las políticas gubernamentales de estímulo a la inversión extranjera directa (ied) de brasil en sudamérica entre los años 2003 y 2010: regresión productiva e inserción dependiente', *Cuadernos de Economia Crítica* (4), 67–94.

Erber, F. S. (2011), 'As convenções de desenvolvimento no governo lula: um ensaio de economia política', *Brazilian Journal of Political Economy* **31**(1), 31–55.

Fernández, A., Klein, M. W., Rebucci, A., Schindler, M. & Uribe, M. (2015), Capital control measures: A new dataset, Technical report, National Bureau of Economic Research.

Folha de S.Paulo, D. d. B. (2002), 'Bndes empresta mais, apóia privatização e capital estrangeiro', *Sao Paulo* .

Fondo Monetario Internacional, i. o. (2014), 'Global financial stability report', *Washington, D.C.* .

Fondo Monetario Internacional, i. o. (2016), 'Global financial stability report', *Washington, D.C.* .

Gaitan, F. & Boschi, R. (2016), 'Elites, coalizoes e desenvolvimentos. análise sobre a trajetória recente do brasil', *Instituições parceiras do INCT/PPED: UFRJ, UFF, UFRRJ, UFJF, UNICAMP e UERJ* p. 29.

Gaulard, M. (2012), 'The" hot money" phenomenon in brazil', *Brazilian journal of political economy* **32**(3), 367–388.

Globo.com, D. d. B. (2017), 'Com ajuda do bndes, donos da jbs criaram maior empresa de carnes do mundo', *Río de Janeiro* .

IBMEC (2017), 'Indicadores de endividamento e capacidade de pagamento das empresas não financeiras', *Instituto IBMEC, Rio de Janeiro* .

KPMG (2017), 'Pesquisa de fusões e aquisições', *https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/br/pdf/2017/03/br-fusoes-aquisicoes-4o-trim-2016.pdf* .

Lazzarini, S. G. (2011), *Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexıes*, Elsevier.

López Toache, V. (2014), 'La financiarización: principal característica de los flujos de ied en américa latina', *Realidad económica. no. 285 (2014)* .

Marques, R. M. & Nakatani, P. (2013), 'Crise, capital fictício e afluxo de capitais estrangeiros no brasil', *Caderno CRH* **26**(67).

Martines Belieiro, J. C. (2014), 'Um novo capitalismo no brasil? estado, empresariado e fusões e aquisições na era lula', *Departamento de Ciências Sociais (UFSM)* .

Marx, K. (2009), 'El capital', *Tomo I, Vol. I, Siglo XXI Editores* .

Medialdea García, B. (2010), Subdesarrollo, capital extranjero y financiarización: la trampa financiera de la economía brasileña, PhD thesis, Universidad Complutense de Madrid, Servicio de Publicaciones.

Miranda, J. C. & Martins, L. (2000), 'Fusões e aquisições de empresas no brasil', *Economia e Sociedade* **9**(1), 67–88.

Ocampo, J. A., Stallings, B., Bustillo, I., Velloso, H. & Frenkel, R. (2014), *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*, CEPAL.

Price Waterhouse, a. (2017), 'Fusões e aquisições no brasil', *https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2017/pwc-fusoes-aquisicoes-janeiro-2017.html* .

Salama, P. (2010), 'Brasil, el legado económico de lula: éxitos y límites', *Revista Ciclos* **19**(37-38), 3–18.

Salama, P. (2015), 'China-brasil, una comparación instructiva', *Foro internacional* **55**(2), 595–624.

Salama, P. (2017), 'Financialization in brazil: a paper tiger, with atomic teeth', *Financial development, economic crises and emerging market economies* pp. 187–205.

Santiso, J. (2008), 'La emergencia de las multilatinas', *Revista de la CEPAL* **95**, 7–30.

Santos, L. B. (2015), 'Políticas públicas e internacionalização de empresas brasileiras', *Sociedade & Natureza* **27**(1).

Serfati, C. (2016), 'Las raíces financieras de los grupos industriales mundiales', *Ola Financiera* **9**(24).

Siffert Filho, N. F. & Silva, C. S. (1999), 'As grandes empresas nos anos 90: respostas estratégicas a um cenário de mudanças'.

Capítulo 4

Rupturas y continuidades del régimen de acumulación de Argentina entre los años noventas y el nuevo milenio

Introducción

En el presente capítulo discutiremos el devenir de la economía argentina a través de las distintas etapas que sufrió el régimen de acumulación durante las últimas décadas. Para ello nos proponemos comprender a grandes rasgos el comportamiento de las empresas más grandes, las disputas en el poder económico, y los ganadores y perdedores de cada una de estas etapas.

En primer lugar, debiéramos destacar que desde los años 90´ hasta el ascenso del gobierno de la Alianza Cambiemos, convivieron grandes rupturas en conjunto con continuidades estructurales. Entre estas últimas se encontraron la creciente concentración y centralización del capital y la fuga de capitales, comportamientos hegemónicos de las empresas más grandes de Argentina, sin importar al régimen que se trate. En este sentido, la concentración del capital tuvo como reflejo la generación de ingentes excedentes que no fueron re-invertidos en el país, sino más bien, fuera del mismo. Por otro lado, las rupturas en este período se produjeron en los cambios en el régimen de acumulación. La Argentina sobrellevó un período de valorización financiera entre 1976-2001, un cambio abrupto en su acumulación entre 2003-2015 al privilegiar la producción y el empleo (con todas las contradicciones que conllevó dicha ruptura en un capitalismo globalizado y financiarizado), para retornar a partir del gobierno de Cambiemos nuevamente en un sendero de valorización financiera con ciertas similitudes al de otrora.

Las empresas argentinas más grandes convivieron en un mundo financiarizado donde la renta financiera y patrimonial rigieron la acumulación de las mismas. En este caso si bien durante los años 2003-2015, el Estado dejó de traccionar la financiarización por medio de la valorización financiera, las empresas destinaron gran parte de sus excedentes en fuga de capitales y activos líquidos. Podríamos decir que los *fundamentals* (tasa de interés, tipo de cambio, endeudamiento, etc.) no privilegiaron la valorización financiera en el mencionado período, sin embargo, las empresas más concentradas buscaron la forma de acumular por fuera de los fines productivos. Durante gran parte del período del nuevo milenio, la rentabilidad de las empresas más grandes se incrementó, acumulando un excedente mayor que el de otrora. Ergo nos interesa comprender el comportamiento de las empresas más grandes y el destino que tuvo dicho excedente para este período.

El capítulo se encuentra estructurado en tres partes: en primer lugar se desarrolló una explicación de las distintas etapas en la economía argentina. En la segunda sección se utilizó datos de la cúpula empresaria (es decir, las 200 empresas con mayor facturación en el país) a través de revistas de negocios. Para ello se observó la participación del origen del capital, el sector económico y la centralización del capital (es decir, fusiones y adquisiciones) de las empresas que componen la cúpula empresaria desde los años 90´ hasta el año 2017. Y finalmente en la tercera sección se utilizó balances contables de las empresas de la cúpula empresaria que cotizan en bolsa con el fin de estudiar su comportamiento a lo largo del tiempo. Por último, realizaremos unos comentarios finales al capítulo. Como insumo de fuentes de datos, se ha utilizado bibliografía específica en torno al régimen de acumulación en cada época, así como sobre los actores económicos concentrados que apoyaron o disputaron el poder económico. Además, se utilizó estadísticas en el largo plazo que marcaron el devenir de la economía argentina (como peso de la inversión, salida de capitales, Inversión Extranjera Directa -IED-, fusiones y adquisiciones, etc.). Para estudiar la cúpula empresaria y su comportamiento se utilizó información de revistas de negocios y datos contables de las empresas abiertas más grandes.

4.1 La evolución de la economía de Argentina (1990-2017)

4.1.1 Dinámica económica argentina

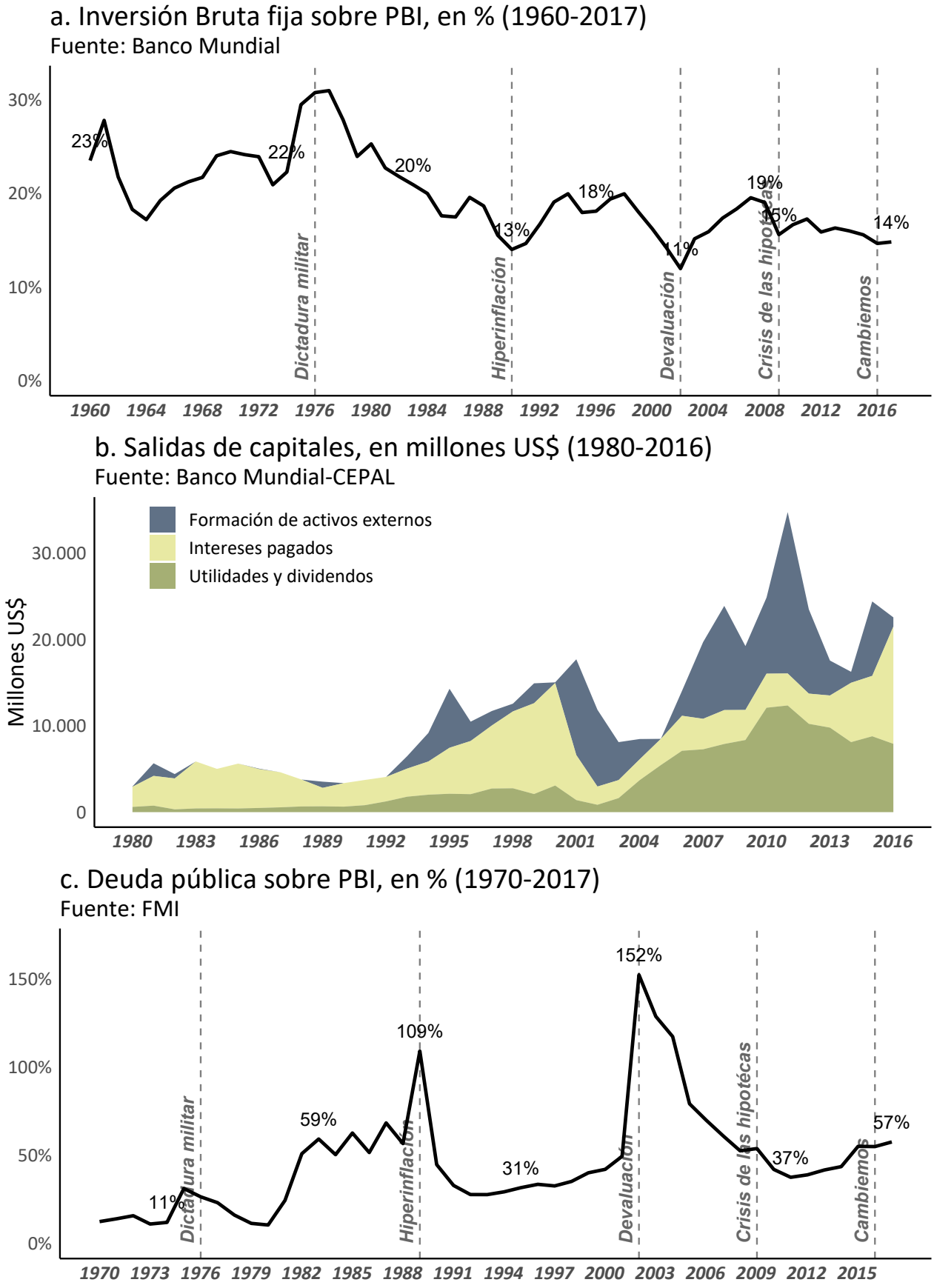
A partir del proceso desarrollista (1958-1962), las inversiones extranjeras provocaron profundas transformaciones en la estructura industrial. El crecimiento y la acumulación fueron traccionados por el sector industrial. La creciente industrialización se reflejó en la inserción de firmas extranjeras con búsqueda por la concentración

del capital. Es decir, el capital extranjero disputó porciones del mercado interno por medio de la instalación de fábricas a tamaño escala de la planta en el país de origen. La protección arancelaria y para-arancelaria se tornó en un mecanismo clave de acumulación al permitir abastecer al mercado interno en forma escindida de la competencia externa. Por lo tanto, las firmas extranjeras portaron un gran tamaño dado que los sectores escogidos se caracterizaron por ser capital-intensivos, donde predominaron unas pocas empresas en mercados concentrados y oligopolizados (Lanciotti & Lluch 2018). Las pequeñas y medianas empresas locales fueron perdiendo gravitación, expresada en su subordinación productiva a las dinámicas de acumulación del capital multinacional. La concentración del capital explicó gran parte del poder económico de las empresas de la cúpula empresaria, las cuales posteriormente dieron el golpe bisagra del régimen de acumulación durante la última Dictadura cívico-militar (Azpiazu et al. 1987).

A pesar del cambio estructural logrado a partir del desarrollismo, el capital extranjero no llegó a integrarse productivamente hacia todas las ramas. El mismo se concentró únicamente en los sectores de insumos y consumo durable, y relegó la provisión de bienes de capital al mercado externo. Además, la creciente extranjerización agravó la restricción externa debido a los respectivos pagos de utilidades y dividendos, junto a los *royalties* de la importación tecnológica. Sin embargo, los estrangulamientos externos de divisas se fueron aliviando, dando lugar a la etapa de crecimiento más larga de la historia argentina (1964-1974).

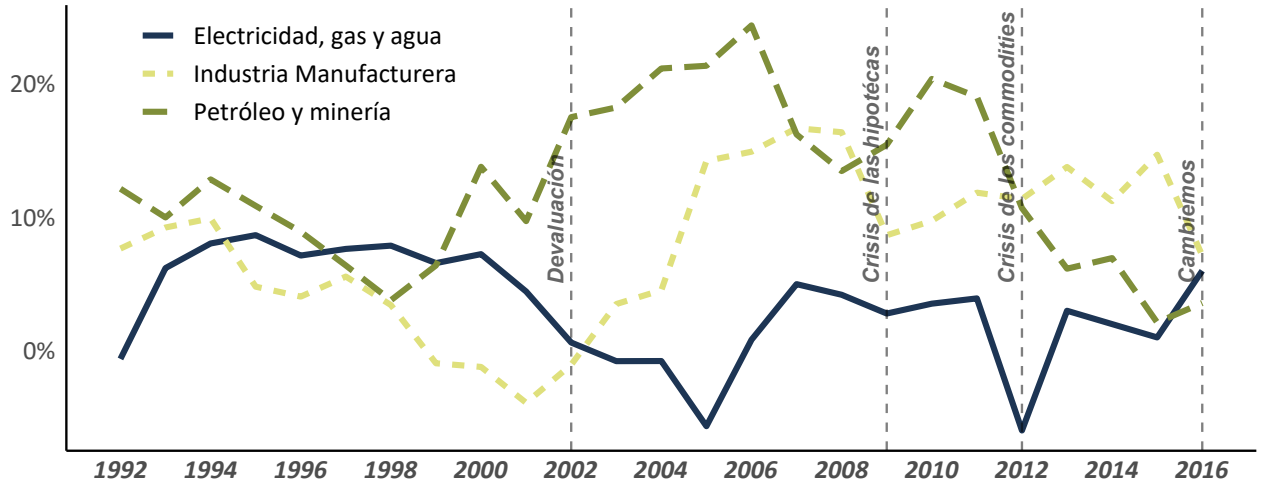
A partir de la década de los 70´ y 80´ ocurrieron profundas transformaciones a nivel internacional. La reconfiguración de la distribución del trabajo a escala planetaria se constituyó en un quiebre considerable con respecto a la etapa anterior. En esta dinámica, la organización mercado internista de las multinacionales mutó por una basada en estructuras transnacionales. La búsqueda de las ventajas comparativas de cada país en base a la configuración de Cadenas Globales de Valor (CGV) se tornó en una característica clave de las nuevas formas de producción. De esta manera, las empresas extranjeras comenzaron a vincularse en actividades de bajo contenido tecnológico, concentrando aquellas actividades ubicadas en los extremos, sea al principio de la cadena -el diseño, investigación, desarrollo de componentes-, como al final –marketing y distribución- en los países de origen. Es por ello que relegaron las tareas intermedias –como el ensamblado, para dar un ejemplo extremo- en los países periféricos (Arceo 2005, Dalle et al. 2013, Pérez 2010). Además, las fusiones y adquisiciones se constituyeron en una novedad en el capitalismo contemporáneo. Esto se debe a que las empresas dejaron de concebirse como una unidad de ganancia por medio de la producción y la concentración de los mercados, y pasaron a entenderse bajo unidades financieras mediadas por la centralización del capital (Arceo 2011).

Figura 4.1: Economía Argentina: selección de variables macroeconómicas



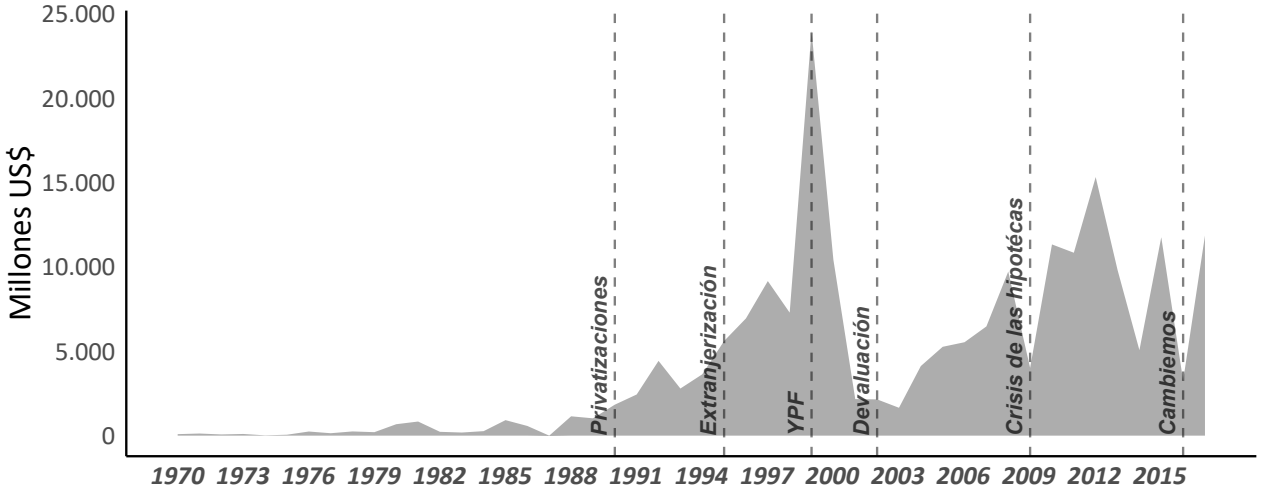
d. Tasa de rentabilidad, en % (1992-2016)

Renta del capital sobre Stock de IED, Fuente: CNDI y BCRA



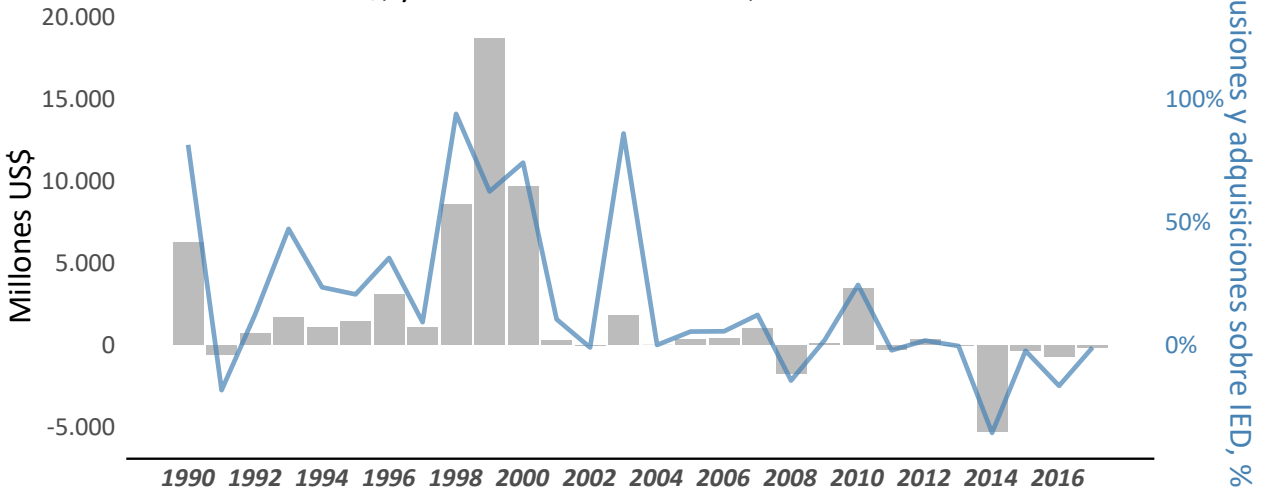
e. Inversión Extranjera Directa, en millones US$ (1970-2017)

Fuente: UNCTAD



f. Fusiones y adquisiciones (1990-2017)

en millones de US$, y en relación a la IED en %, Fuente: UNCTAD



Estas transformaciones entraron de lleno en Argentina durante la última Dictadura Cívico-Militar (1976-1983). A partir del golpe militar, el proceso de creciente industrialización fue detenido, dando lugar a un nuevo régimen de acumulación. El núcleo de acumulación mismo pasó al dinamismo de la valorización financiera, desplazando la producción industrial como referencia del crecimiento de los sectores oligopólicos (véase Figura 4.1a.). Sin embargo, los capitales ganadores durante el nuevo régimen de acumulación imperante fueron aquellos que presentaron cierto grado de diversificación, representados por los conglomerados extranjeros o los grupos empresarios locales. El predominio de la centralización del capital por sobre la concentración económica desplazó a la empresa como unidad de análisis, para centrarse en los grupos económicos. En paralelo, el capital extranjero tuvo que redefinir su estrategia de acumulación. Mientras cierta parte del mismo repatrió su capital, otra se alineó con el nuevo bloque de poder –la oligarquía diversificada - junto al régimen de acumulación dominante (Basualdo 2006).

La coherencia de las políticas económicas de la última Dictadura cívico-militar se reflejó en las políticas de redistribución del ingreso desde los sectores populares hacia los segmentos más concentrados del capital. Para ello debieron instaurar un cambio estructural en la dinámica económica por medio del Terrorismo de Estado (Canitrot 1982). Como consecuencia, mientras el salario en otrora comprendió una variable clave en el dinamismo de la demanda y la realización de la ganancia, a partir del quiebre estructural instaurado por la revancha oligárquica, este comenzó a considerarse como un costo al cual se buscó reducir.

La apertura económica y financiera agregó importancia a los distintos renglones de la Balanza de Pagos. En materia comercial, la baja de la protección sustituyó la producción nacional con productos importados, concentrando el tejido industrial en las ramas más eficientes. Estas últimas se sostuvieron gracias a las ventajas comparativas que ofrecía el bajo contenido tecnológico, y la reprimarización de la matriz productiva. Es decir, el cambio estructural de la dictadura consistió en trasformar la estructura productiva en una plataforma exportadora e importadora a costa del proceso de industrialización (Azpiazu & Schorr 2010).

La apertura financiera de esta etapa tuvo varias aristas a mencionar. En primer lugar, se produjo la liberalización de las actividades bancarias por medio de la Ley de Facto 21.526. En segundo lugar, el mercado cambiario se desreguló en paralelo a la libre convertibilidad de la moneda nacional con el dólar. Y por último, se sancionó la Ley de Facto 21.382 sobre el Régimen de Inversión Extranjera. Dichas reglamentaciones siguieron vigentes incluso hasta la actualidad, y ningún gobierno democrático posterior modificó el esquema[1]. Bajo estas regulaciones, el Estado, las

[1] La única excepción comprende la interrupción de la libre convertibilidad durante el período 2012-2015.

empresas públicas como privadas, comenzaron a endeudarse, como así también, a fugar ingentes capitales por medio de la formación de activos en el extranjero (véase Figura 4.1 b. y c.).

La llegada de la democracia no modificó los problemas estructurales instaurados por la Dictadura. A partir de este período, los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) estuvieron deprimidos principalmente por la crisis de la deuda en América Latina y el Caribe. Los reducidos montos estuvieron circunscritos a las promociones industriales y al plan de capitalización de la deuda. En consecuencia, estos se concentraron en sectores exportadores con el único fin de obtener las divisas necesarias para el pago de la deuda, y obtener los ansiados superávit gemelos (Kulfas 2002).

Durante la década de los noventas, se encararon una serie de políticas económicas que tendieron a profundizar los quiebres anteriormente mencionados. La estabilización de los precios, las privatizaciones, y la apertura financiera y comercial fueron la base de los mecanismos de acumulación de los segmentos concentrados (véase Figura 4.1 e. y f.). A su vez la Argentina y la región fueron testigos de ingentes flujos de IED que provocaron su acelerada internacionalización. Sumándole la entrada de la Argentina al CIADI (Centro Internacional de Arreglos de Diferencias Relativas a Inversiones) en el año 1994 (Gaggero et al. 2014).

En el comienzo de la convertibilidad, los flujos de IED fueron explicados por el traspaso de los bienes comunes como forma de remediar la incobrabilidad de la deuda estatal a través del Plan Brady. El esquema adoptado conjugó una participación tripartita en la propiedad de las empresas privatizadas: un grupo económico local relegado a la administración, un banco extranjero que brindó los bonos del Estado, y una empresa extranjera en el desarrollo de las actividades más complejas –técnica y logística-. Posteriormente tanto los grupos económicos locales como los bancos extranjeros vendieron sus participaciones a sus socios extranjeros (Kulfas 2002).

En la segunda mitad de los noventas se concretaron la salida y venta de empresas privadas nacionales y la compra por parte de inversores extranjeros. A diferencia del período de industrialización dirigida por el Estado, la IED asumió la forma de extranjerización por centralización del capital (véase Figura 4.1 f.). Es decir, la IED escapó a la lógica productiva tendiente a la instalación de empresas nuevas o en la ampliación de la capacidad productiva como en otrora, sino que durante esta etapa, la misma se dedicó a la compra de empresas ya existentes (Wainer & Schorr 2014). Las ventas de empresas nacionales se produjo por varios motivos. En primer lugar, por la mera valorización patrimonial de las empresas vendidas para su posterior fuga al exterior (Basualdo 2006). En segundo lugar, los capitales nacionales se vieron imposibilitados de competir tanto con los bienes importados, como así también por una eventual o real entrada en el mercado por parte del capital extranjero. En tercer lugar, la carga excesiva del endeudamiento de las empresas nacionales influyó en la

venta con el fin de obtener liquidez. Agregando al hecho anterior, que las empresas extranjeras tuvieron un menor peso relativo en la estructura de costos (como así también del costo de endeudamiento), haciéndolas más competitivas (Burachik 2010).

El esquema bimonetario de la libre convertibilidad del peso por el dólar fue consolidó con la Ley de Convertibilidad. Esta se apoyó en amplios sectores del capital tanto nacional como del sistema financiero internacional (Zícari 2018). La clave para la unión de tal comunidad de negocios fue constituida por los beneficios que trajo aparejadas las mencionadas privatizaciones. El esquema de precios relativos expresó una potente hegemonía del capital financiero concentrado, y como reflejo de ello, la hiperinflación se detuvo de golpe. En el nuevo régimen, las empresas privatizadas de servicios públicos obtuvieron sendos beneficios en la regulación por parte del Estado. Es por ello que la rentabilidad de estos sectores vinculados a las privatizaciones aumentaron considerablemente al punto de igualarse o superar a otros sectores que anteriormente eran los que traccionaban la economía. En caso contrario, la rentabilidad de los sectores vinculados a la industria manufacturera no dejaron de caer durante la convertibilidad. La apertura comercial, y los precios relativos perjudicaron el devenir de la industria manufacturera en general (véase Figura 4.1 d.).

Por otro lado, el endeudamiento del Estado permitió otorgar liquidez al mercado cambiario, mantener apreciada la moneda, y lograr ganancias financieras en dólares (véase Figura 4.1 c.). Además, dicha liquidez, otorgó la posibilidad a las empresas multinacionales de girar utilidades y dividendos a sus casas matrices a un dólar "barato".

A fines de los noventas y principio del nuevo milenio, la convertibilidad entró en crisis terminal. Las recurrentes crisis internacionales elevaron la tasa de interés y dificultaron la sostenibilidad del endeudamiento público. Además, la pérdida de competitividad ante socios comerciales, puso en peligro la paridad entre el peso y el dólar. En este punto, las entidades financieras y las empresas privatizadas apoyaron profundizar el régimen de acumulación de valorización financiera a través de la dolarización de la economía en su conjunto (Zícari 2018). Sin embargo, los sectores "productivos" pujaron por abandonar la paridad entre el peso y el dólar. El poder económico que estos últimos pudieron aglutinar, permitió reconstruir un esquema de precios relativos a su favor por medio de una brusca devaluación (Cantamutto & Wainer 2013). De esta forma, en el período 2002-2007, un conjunto de fracciones del capital lograron consolidar una hegemonía de corte desarrollista (López 2018). La ley de Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario (Ley 25.561) le dio el poder al Ejecutivo para renegociar los contratos y concesiones de los servicios públicos, lo cual constituyó a las empresas privatizadas como los grandes perdedores

de la salida de la paridad cambiaria (véase Figura 4.1 d.). Es por ello, que muchos de estos capitales recurrieron al CIADI con el fin de obtener una indemnización (Bezchinsky et al. 2007).

A partir del ascenso del gobierno kirchnerista (2003-2015), el endeudamiento y las altas tasas de interés fueron abandonadas como políticas económicas, de esta forma, el régimen de acumulación por valorización financiera fue desmantelado. Para ello, el gobierno central comenzó una política de desendeudamiento con el fin de desvincularse del poder económico del sistema financiero internacional (véase Figura 4.1 c.). En consecuencia, abonó las deudas con el FMI y convocó con éxito a los acreedores en default en los años 2005 y 2010, con el fin de reestructurar la deuda (Kulfas 2016). Sólo unos pocos acreedores decidieron no ingresar a las mencionadas reestructuraciones. Estos últimos son conocidos por su comportamiento especulativo al adquirir bonos soberanos a precios muy bajos, realizar juicios a países con problemas financiaros mediados por una corte a fin a sus intereses, y cobrar la totalidad de los pasivos por más que los hayan adquiridos a décimas de centavos de dólar (Basualdo et al. 2017).

Por otro lado, el capital minero, petrolero y sojero en particular obtuvieron una mayor relevancia impulsados en parte por la fenomenal transferencia de ingreso hacia los sectores exportadores a través del shock de la mega-devaluación del año 2002, a lo cual debiera sumarse el aumento de precios internacionales de los *commodities* (véase Figura 4.1 d.).

En consecuencia, los dólares financieros del capital extranjero que alimentaron la etapa de la convertibilidad fueron remplazados por los dólares comerciales de unas pocas empresas extrajeras. El peso de un reducido número de firmas extranjeras ligadas a la exportación, configuran un poder económico en muy pocas manos (Schorr et al. 2012).

A partir del 2002, la Industria Manufacturera recuperó gran parte de la rentabilidad perdida durante la convertibilidad (véase Figura 4.1 d.). El dólar "alto" significó una barrera para las importaciones. Además, el dinamismo de la demanda externa por el ascenso del sudeste asiático permitió acelerar el crecimiento económico durante los períodos 2003-2008 y 2010-2011 (véase Kulfas 2016). Este fenómeno significó un cambio rotundo en el régimen de acumulación al beneficiar lo productivo por sobre lo financiero (Manzanelli 2016). Además, significó un impulso al mercado interno, el cual alentó un círculo virtuoso al ampliar el mercado de trabajo en conjunto con diversas políticas de carácter keynesianas a lo largo de todo el período kirchnerista, las cuales permitieron dinamizar aún más la demanda agregada. En este sentido, el retorno de las paritarias y los convenios colectivos de trabajo permitieron recuperar, e incluso incrementar el salario real de la clase trabajadora registrada luego de la mega-devaluación. Es por ello que el gobierno kirchnerista

denominó a su modelo económico como de "crecimiento con inclusión social". Sin embargo, dicho círculo virtuoso dependió de una moneda devalada y de precios altos de los *commodities*. El crecimiento económico se fue desacelerando una vez agotado el ascenso de los precios de los bienes primarios y la posterior apreciación de la moneda tras las intensas pujas distributivas entre el capital y el trabajo. Por otro lado, el mayor dinamismo del mercado interno impulsó las importaciones, y si bien el sector industrial creció fuertemente en los primeros años luego de la devaluación, no logró llenar todos los espacios vacantes que la simplificación productiva había ocasionado tras la desindustrialización perpetuada desde la última dictadura. Estos agujeros de la matriz productiva fueron rellenados con crecientes importaciones. El sector energético, automotriz, electrónica y bienes de capital comenzaron a demandar ingentes divisas para hacer frente a las importaciones. La restricción externa de la economía argentina fue un factor clave para entender el menor crecimiento productivo durante la última etapa del kirchnerismo (Castells & Schorr 2015).

Por otro lado, la fuga de capitales siguió perpetuándose durante todo el nuevo milenio (véase Figura 4.1 b.). Durante la etapa kirchnerista, la fuga se autofinanció en el mercado de cambio por el crecimiento de los excedentes comerciales detentados por los sectores extractivos. De esta forma, si bien cambió el régimen de acumulación, la fuga de capitales se configuró como un elemento central de la dinámica económica dado que comprende una práctica habitual del capital concentrado (Basualdo et al. 2017). Por otro lado, otros elementos constitutivos como la libre convertibilidad y la movilidad irrestricta del capital continuaron durante gran parte del período kirchnerista.

La fuga de capitales se constituyó como una herramienta de veto a las políticas económicas del kirchnerismo. En el período 2007-2011, se produjeron reiteradas corridas cambiarias con el fin de devaluar la moneda y desestabilizar al gobierno, las cuales lograron disminuir considerablemente las Reservas Internacionales del Banco Central (Zaiat 2012). El intento de incrementar las retenciones a la soja en el año 2008 resultó en un quiebre político para la hegemonía kirchnerista, reflejado en la realización del lock-out patronal de sectores rurales. Esta política intentó instaurar retenciones móviles que buscaron afianzar un esquema de tipo de cambios múltiples fruto de la estructura productiva desequilibrada (Lavarello et al. 2008). Dicho escenario de conflicto, en conjunto a un contexto de crisis internacional, provocó un fuerte ascenso de la fuga de capitales por medio de la formación de activos externos (véase Figura 4.1 b.). Luego del conflicto agrario, la hegemonía desarrollista comenzó a tambalear (López 2018). Ciertas fracciones del capital vinculadas al capital financiero internacional, los sectores no transables y los terratenientes agrarios-ganaderos no volverían a ver con buenos ojos el modelo económico llevado a cabo hasta entonces, y comenzaron a presionar para cambiar de rumbo. En el año 2011, se llevó a

cabo una corrida cambiaria que elevó sustancialmente la formación de activos externos fruto de la incertidumbre que el poder económico concentrado quiso instaurar en el ámbito de elecciones presidenciales (véase Figura 4.1 b.). Es por ello que a fin de 2011 y hasta diciembre de 2015, se implementaron una serie de restricciones en el mercado de cambio con el fin de aminorar las salidas de divisas. Particularmente, las empresas multinacionales se vieron perjudicadas por las restricciones al giro de divisas de utilidades y dividendos a partir de febrero de 2012. Las empresas extranjeras se convirtieron en un actor clave que presionó por la libre convertibilidad, y por ende, en contra de las restricciones cambiarias. La creciente extranjerización de la economía argentina llevada a cabo en los 90´, en conjunto al aumento de las ganancias corporativas por el crecimiento económico experimentado en el país durante el nuevo milenio, se plasmó en un incremento exponencial en el giro de las utilidades y dividendos de las empresas multinacionales (véase Figura 4.1 b.). A pesar de los esfuerzos por parte del gobierno, la moneda se devaluó fuertemente en el año 2014 [2]. En tanto, en esta etapa de restricciones cambiarias, gran parte de la falta de liquidez en el mercado cambiario fue contribuida por las crecientes operaciones ilegales de dólares en una pizarra paralela más cara, como las de "contado con liquidación" (Basualdo et al. 2017).

A partir del período 2011-2015, los precios de los *commodities* bajaron fruto del menor crecimiento de las economías del sudeste asiático. De esta forma, las exportaciones totales comenzaron a decrecer y presionaron aún más sobre la restricción externa. La rentabilidad de los sectores extractivos bajó en paralelo a los precios de los *commodities* (véase Figura 4.1 d.). En este contexto, el gobierno debió retornar al sistema financiero internacional para sortear la restricción externa, y tratar de arreglar los diferentes diferimientos con los acreedores (Club de París, Holdouts, CIADI, etc.).

A partir de fines del 2015, tras el ascenso de Cambiemos, el régimen de acumulación comenzó a virar nuevamente (Basualdo et al. 2017). El nuevo gobierno supo aglutinar y construir su poder a través de diversos sectores económicos que se habían vistos perjudicados y/o enfrentados por las políticas del kirchnerismo. Estamos hablando del sector agrario, las empresas de servicios públicos y el capital financiero internacional. Es por ello que el nuevo gobierno modificó los precios relativos a su favor a través de una primera devaluación de la moneda a días de asumir (en conjunto con bajas en las retenciones de productos agropecuarios), lo cual benefició al sector agrícola; implementó actualizaciones tarifarias semestrales por arriba del ritmo inflacionario en los servicios públicos (véase Figura 4.1 d.); y concretó el pago de la deuda en default, así como aumentos de tasas de interés que beneficiaron a los

[2] En enero de 2014, el precio del dólar pasó de los AR$ 6,55 a los AR$8,56. Esto representa una devaluación del 30%.

capitales especulativos. El rebrote de ideas neoliberales retomó la senda en desuso de la valorización financiera. Es decir, el Estado asumió crecientes deudas externas para dotar de liquidez al mercado cambiario, y aumentó fuertemente las tasas de interés tras la implementación de metas de inflación (Manzanelli & Barrera 2018). Los capitales golondrinas pudieron valorizarse en un contexto de cierta estabilidad cambiaria[3] y de flexibilización de las restricciones cambiarias para la entrada y salida de capitales (Arelovich 2016).

En este esquema, la industria manufacturera se vio perjudicada por los "tarifazos" y el bajo dinamismo de la demanda agregada en un claro ámbito de redistribución regresiva del ingreso provocado por negociaciones de paritarias a la baja -en términos reales-, y la eliminación de varias políticas sociales (Basualdo et al. 2017). Si bien los sectores transables de la industria manufacturera se vieron beneficiados por las devaluaciones, estos no se convirtieron en los grandes ganadores. Tanto la elevación de los precios de ciertos insumos dolarizados, así como el menor dinamismo de la demanda externa, perjudicó la performance del sector. Además, los países centrales asumieron un rol cada vez más proteccionista que dificultó colocar excedentes productivos a través de las exportaciones. En cambio, y a contramano, la Argentina abrió sus puertas a las importaciones deteriorando aún más el devenir de la industria manufacturera.

La hegemonía financiera durante el período del gobierno de Cambiemos no pudo consolidarse con éxito. El tipo de cambio se constituyó en el perímetro de estabilidad política y económica dado que una moneda apreciada permitió lograr ganancias financieras en dólares. En este sentido, el gobierno se endeudó rápidamente gracias al proceso previo de desendeudamiento que heredó del kirchnerismo (véase Figura 4.1 c.). Sin embargo, la volatilidad de la confianza de los inversores financieros impidió seguir asumiendo deudas en el año 2018, y con ello, los capitales que habían ingresado para valorizarse financieramente no creyeron factible que perdurara la mencionada estabilidad. La mayor apertura financiera hizo a la Argentina dependiente de los vaivenes de la economía mundial. En un contexto de suba de tasas de intereses por parte de los países centrales, los capitales financieros retornaron, lo cual provocó una grave crisis del régimen de acumulación. Únicamente se pudo estabilizar provisoriamente el tipo de cambio luego de nuevos aumentos de tasas de interés, y a través de la entrada de más deuda por medio de un mega blindaje provisto por el Fondo Monetario Internacional. En este sentido, el gobierno argentino se refugió ante los brazos de EEUU, el cual no dejaría caer a un aliado estratégico en la región.

En suma, durante el nuevo milenio han convivido procesos de ascensos y retrocesos de diversos regímenes de acumulación. Tanto el crecimiento con mayor

[3] Únicamente lograda entre los año 2016 y 2017.

inclusión social, como el retorno de la valorización financiera, tuvieron problemas para sostenerse a lo largo del tiempo. Argentina condensa serias contradicciones que se expresan en la falta de hegemonía de cualquiera de los régimen de acumulación antes descriptos. Estamos hablando de un péndulo en un país con una industria manufacturera densa, una clase trabajadora activa, movimientos sociales dinámicos y altamente politizada; la cual a su vez convive con capitales concentrados que buscan ganancias financieras en el corto plazo, aliados al sistema financiero internacional. De esta forma, ningún proyecto logró imponerse para consolidarse como régimen de acumulación dominante.

4.1.2 Régimen de IED y evolución de los controles de capitales

La ley vigente de inversiones extranjeras fue sancionada por el bando militar N° 21.382 en 1976 durante la última dictadura cívico-militar. A partir de los 90´, y tras las mayores exigencias del denominado "Consenso de Washignton", esta ley fue modificada, otorgando mayores libertades a los inversores extranjeros. Como consecuencia, se introdujeron cambios por medio de la Ley de Emergencia Económica (N° 23.697)[4], la Ley N° 23.760[5] y el Decreto 1.853/93 [6]. Dada las relaciones de fuerza en el mencionado contexto, dicha ley de inversiones debiera ser entendida, más bien, como una declaración de derechos del inversor (Arceo & De Lucchi 2012). En primer lugar, cabe mencionar que la misma no estipuló ningún sector vedado, ni incorporó ningún objetivo de desarrollo económico alcanzable, así como tampoco designó una agencia de control o regulación. Además, el inversor extranjero no requeriría autorización por parte del Poder Ejecutivo y/o Legislativo, así como tampoco necesitaría de previa registración. En segundo lugar, entre los articulados de la ley, dispuso la igualdad de derechos entre los inversiones extranjeros con respecto a sus pares de origen nacional, así como también estipuló la igualdad de trato en el acceso al sistema financiero local. Además, la ley no estableció límites en la remisión de sus utilidades y dividendos, ni en la repatriación de su capital.

A este "decálogo"[7] de buenas intensiones para con las inversiones extranjeras, debieran sumarse la firma de 58 TBIs a lo largo de los 90´ y principios de los 2000, de los cuales siguen vigentes unos 55 de ellos (Gaggero et al. 2014). Como se mencionó anteriormente, tras la salida de la convertibilidad, muchas firmas multinacionales se

[4] Esta ley suprimió la previa aprobación por parte del ejecutivo para que las inversiones puedan ser radicadas.

[5] Esta ley suprimió los impuestos especiales de las inversiones externas.

[6] Este decreto desreguló aún más la ley original de la dictadura.

[7] Palabra utilizada por Roberto Dromi -Ministro de Obras Públicas- durante la presidencia de Menem para referirse a las privatizaciones. Estas fueron las primeras incursiones de las inversiones extranjeras a principios de los noventas.

vieron perjudicadas, y como consecuencia, elevaron sus reclamos ante el CIADI. Esto significó una clara pérdida de soberanía ya que el Estado nacional se vio limitado a encarar políticas autónomas sin que las mismas sean percibidas como pérdidas de derechos por parte del inversor.

Respecto al control de capitales, la Argentina sufrió profundos cambios a lo largo de las últimas décadas. Como se puede ver en la Figura 4.2, estos controles pasaron de ser laxos en los 90', a rigurosos y elevados a partir del 2003. Es decir, la salida de la valorización financiera en general y de la convertibilidad en particular, conllevó elevados controles de capitales. El mercado de cambio tomó forma a través de la ley de Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario (Ley 25.561) al realizar múltiples transformaciones a la Ley de Convertibilidad (N° 23.928). En primer lugar, el mercado de cambio pasó a estar regulado bajo la órbita del Poder Ejecutivo a través del BCRA. En segundo lugar, en conjunto con la denominada pesificación asimétrica[8], se buscó la desdolarización ("compulsiva") de la economía. En este contexto, las inversiones de cartera necesitaron períodos mínimos de permanencia obligatorios, así como la concreción de encajes. De esta forma, las operatorias de *carry trade* se vieron dificultadas.

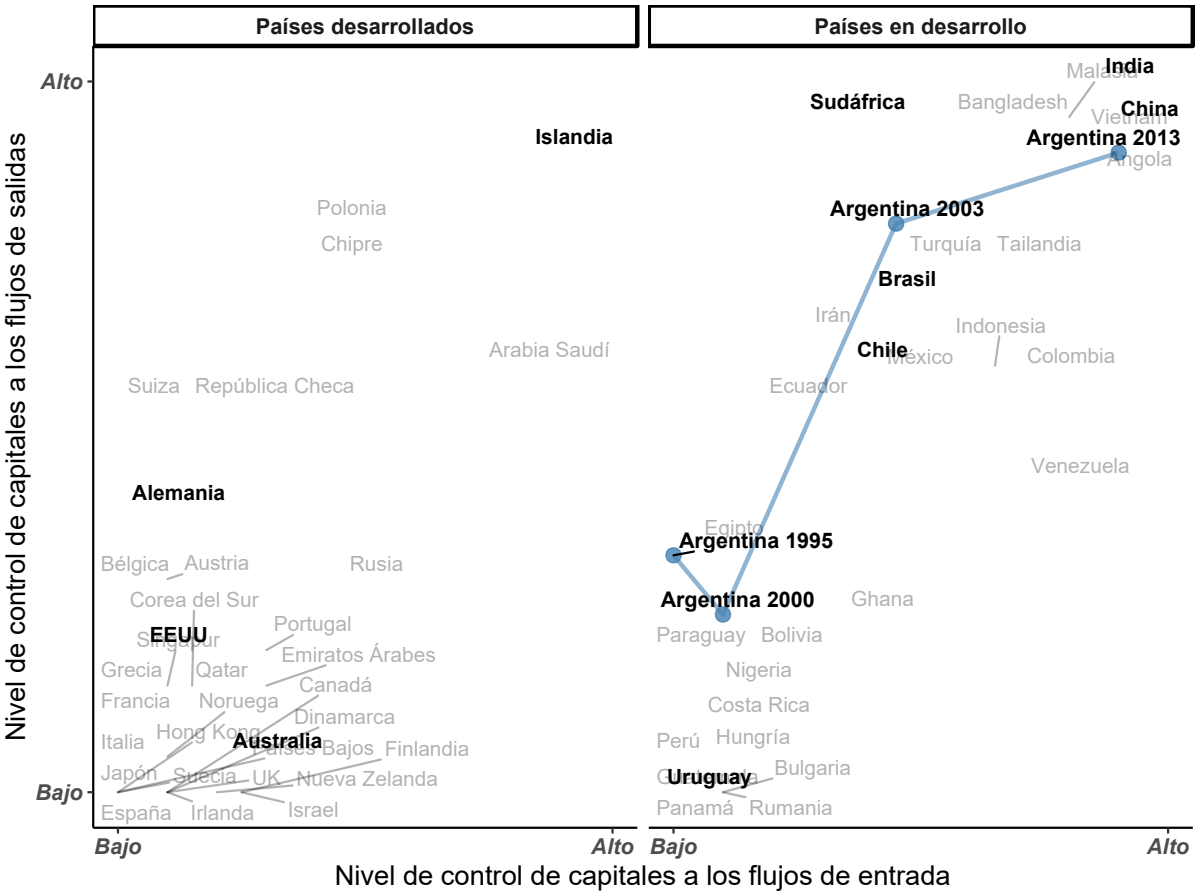
La regulación del mercado de cambio fue intensificada a partir del año 2011 tras la caída de los precios de los *commodities* y el aumento de la restricción externa. Para el año 2013, el nivel de regulaciones en los controles de capitales resultaron similares a los de países como China, India y Vietnam (véase Figura 4.2). En el período 2011-2015, tanto el BCRA como la AFIP[9] pasaron a ejercer profundas regulaciones en el mercado de cambio, entre ellas, pueden mencionarse las autorizaciones sobre: la compra de moneda extranjera para ahorro, las importaciones, y la remisión de utilidades. Además se achicaron los plazos para la liquidación de exportaciones, y se establecieron impuestos y límites en los montos de compra de dólar para turismo (Rua & Zeolla 2018).

Con la vuelta a la valorización financiera a partir del gobierno de Cambiemos, el mercado de cambio tendió cada vez más hacia la desregulación. Nuevamente las operatorias de *carry trade* pudieron realizarse con total normalidad. Es por ello que a partir de esta etapa, el endeudamiento sirvió y financió dicha desregulación . Se eliminaron todas las autorizaciones necesarias para la compra de dólar-ahorro, para la remisión de utilidades, como así también para las importaciones. Además, se eliminaron los períodos de permanencia necesarios por parte de las inversiones de cartera, los encajes, como también los plazos de liquidación de las exportaciones.

[8] Las deudas con el sistema financiero pasaron a razón de un peso por un dólar, mientras los depósitos del mismo tomaron un valor de 1,40 pesos por dólar.

[9] Agencia Federal de Ingresos Públicos.

Figura 4.2: Nivel de control de capitales a su entrada y salida en países desarrollados y en desarrollo, año 2013; y nivel de controles de capitales en Argentina en el período 1995-2013



Fuente: Elaboración propia en base a Fernández et al. (2015).

4.2 Régimen de acumulación y cúpula empresaria

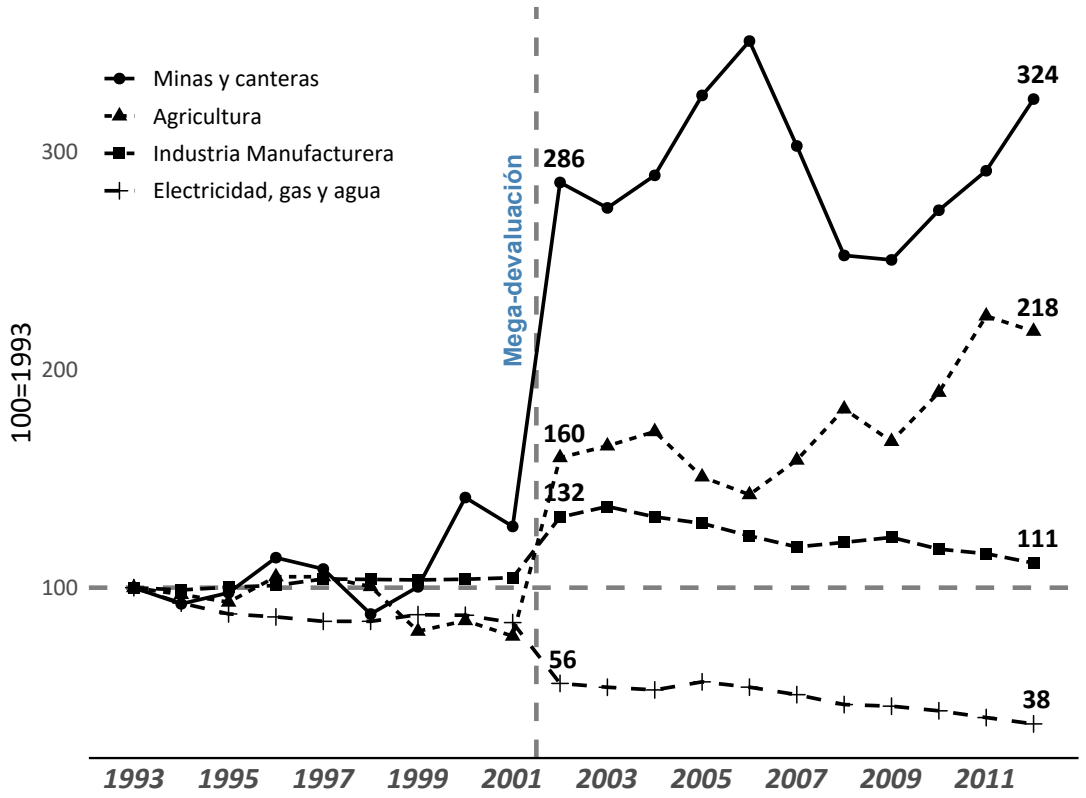
4.2.1 Disputa por el excedente: evolución de los precios relativos

Al observar los precios relativos[10] de la economía nos podemos percatar de los ganadores y perdedores sobre los cuales se sostuvieron los diversos regímenes de acumulación.

Tras la mega-devaluación de 2002, los precios relativos fueron alterados drásticamente (véase Figura 4.3). Particularmente los precios de los bienes aumentaron por sobre los servicios. Con la implementación de los derechos a la exportación en dicho año, se buscó compensar a los sectores perjudicados por la política cambiaria. Sin embargo, al interior de los sectores productores de bienes existió una elevada heterogeneidad.

[10] Se entiende por precios relativos a la comparación de los precios de los diversos sectores de la economía respecto a los precios promedio en su totalidad.

Figura 4.3: Precios relativos en Argentina (1993-2012): precios implícitos del PBI por sector de actividad sobre los precios implícitos de toda la economía



Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda, Presidencia de la Nación Argentina.

En primer lugar, los precios de los bienes transables aumentaron más rápido que los bienes no transables. El sector más favorecido por dicha dinámica fue el de minas y canteras. El incremento de precios internacionales en conjunto con la mega-devaluación favorecieron a los sectores extractivos como la minería y los hidrocarburos. Por otro lado, la agricultura mejoró su performance, es por ello que este sector fue testigo de numerosas modificaciones en el cobro de retenciones, pretendiendo profundizarse tal política en el año 2008.

En segundo lugar, si bien la industria manufacturera resultó en uno de los sectores en los cuales se sostuvo el crecimiento de la actividad durante los primeros años de la posconvertibilidad, sus precios relativos se ubicaron por debajo de los anteriormente descriptos. Sin embargo, estos se mantuvieron por encima del crecimiento general de precio promedio de la economía[11].

En tercer lugar, los precios relativos en la prestación de Electricidad, gas y agua[12] evolucionaron desfavorablemente debido a la desdolarización de las tarifas de los

[11] Esto se debe a que los precios relativos de la industria manufacturera se mantuvieron por encima de la línea guía en el nivel 100.

[12] Si bien a este sector se lo suele caracterizar vulgarmente como un servicio, en las cuentas nacionales figura dentro de los sectores productores de bienes.

servicios públicos. Como consecuencia, este sector resultó en uno de los perdedores de la salida de la convertibilidad.

La vuelta de la valorización financiera a partir del ascenso de Cambiemos alteró nuevamente los precios relativos de la economía (véase Cuadro 4.1). El principal cambio introducido consistió en mejorar los precios relativos de los servicios públicos a través de una batería de resoluciones ministeriales[13] denominadas como "tarifazos". De esta forma, este sector se constituyó como el principal ganador.

Cuadro 4.1: Precios relativos en Argentina (2004-2018): Evolución del cociente entre el índice de precios implícitos del PBI de algunos sectores de actividad y el índice de precios implícitos del PBI total, (en índice base 2015=100)

Sector	2004	2011	2015	2018
Agropecuario	149,2	143,8	100	136,3
Hidrocarburos	100,6	91,6	100	130,3
Minerales	103,2	146,5	100	108,9
Industria Manufacturera	123,2	103,9	100	94,5
Electricidad, gas y agua	144,3	103,3	100	192,8
Finanzas	114,2	102,2	100	114,9
Comercio	97,5	87,8	100	98,0
Otros Servicios	85,0	98,5	100	91,4

Fuente: Elaboración propia con datos de INDEC.

Por otro lado, tras las diversas devaluaciones y las quitas de retenciones, el sector agropecuario, hidrocarburífero[14] y la minería siguieron detentando una posición privilegiada. Es por ello que estos se ubicaron en una situación intermedia como ganadores de la era Cambiemos.

Por último, la industria manufacturera, los servicios y el comercio se erigieron como los perdedores de esta etapa. Esto se debe a los aumentos de tarifas, los cuales perjudicaron directamente a la industria. Así también, los precios de dichos sectores se vieron afectados negativamente por la apertura importadora, y la caída del salario real de los trabajadores.

4.2.2 Cúpula empresaria

Durante los 90', las privatizaciones y la extranjerización de la cúpula empresaria marcó un giro rotundo con respecto a otrora. Se produjo un decrecimiento en la participación de las empresas estatales gracias a las privatizaciones, las cuales

[13] El gobierno de Cambiemos le otorgó rango ministerial a la secretaría de Energía y nombró a Juan José Aranguren, ex-CEO de Shell, como Ministro de Energía.

[14] Sumándole a este sector diversos estímulos a través de subsidios directos por parte del Estado.

involucraron un cambio de manos que conformó una comunidad de negocio caracterizada en la formación de asociaciones (véase Cuadro 4.2 a. y b.). Al interior de las mismas confluyeron tanto capitales extranjeros como capitales nacionales. A su vez, dentro de los capitales nacionales, los grupos económicos locales fueron los más beneficiados por el proceso de privatización. Es decir, las privatizaciones privilegiaron a los capitales que presentaron un mayor grado de centralización del capital. Estamos hablando de Pérez Companc (el cual adquirió participaciones en Central Costanera, MetroGas, Refinería San Lorenzo, entre otros), Techint (adquirió Somisa, Edelap y participaciones en Telefónica Argentina, Transportadora gas del Norte, entre otras), Astra (Edenor, y participaciones en Metrogas, y Oleoductos del Valle, entre otras), Soldati (Dock Sud, y participaciones en Telefónica Argentina, Aguas Argentinas, Central Güemes, entre otras), y Grupo Macri (Distribuidora de gas del Centro, Distribuidora de Gas del Cuyana), etc. (Azpiazu & Gruss 2005, DNCI 2001).

Los conglomerados extranjeros también tuvieron un papel destacado en las privatizaciones. En el sector telefónico, la división geográfica norte-sur de la empresa de telefonía estatal -ENTEL- fue adquirida con control dominante por parte del grupo Telefónica (controlado por Telefónica España y el Citycorp Equity Invesment), y por el grupo Telecom (controlado por Telecom Francia). En el sector de provisión de agua predominaron las adquisiciones de los capitales franceses Suez y la española Aguas de Barcelona, mientras en el sector eléctrico, contó con cambios de manos liderados por el grupo español ENDESA, capitales franceses de Electricité de France y el conglomerado norteamericano AES en el segmento de generación. De esta forma, 15 de las 27 generadoras poseían fuerte presencia extranjeras en la década de los noventas. En el sector de provisión de gas, 7 de las 8 distribuidoras fueron adquiridas por firmas foráneas (Kulfas 2002). Para el año 1995, las privatizaciones signaron el núcleo de acumulación de los grupos económicos locales y los conglomerados extranjeros. El cambio de regulación estableció precios relativos a favor de las empresas privatizadas, y por ende, se concretó una redistribución del ingreso desde el conjunto de la economía. Para los años 90´, las sociedades privatizadas concentraron gran parte del total de las utilidades de la cúpula empresaria (Azpiazu & Gruss 2005). Por ello, el hecho de ingresar en las licitaciones y concesiones significaría catapultar la acumulación de los capitales beneficiados, permitiéndoles posicionarse en los primeros rankings de la cúpula empresaria.

Entre principios de los noventas y el año 1995, el capital transnacional se fue constituyendo como actor hegemónico en la cúpula empresaria (véase Cuadro 4.2 a. y b.). Para ello no sólo adquirió empresas privatizadas, sino también a firmas de capitales nacionales en ramas industriales. Por ejemplo, la industria automotriz sufrió un proceso de reestructuración. Las tres asociaciones productoras terminales (Autolatina, Ciadea, Sevel), se disolvieron para competir en forma separada como

Peugeot-Citröen, Volkswagen, Fiat, Ford, y Renault. Sumando más tarde la instalación de las firmas Chrysler, General Motors y Toyota.

Esta estrategia de adquisiciones por parte del capital extranjero siguió luego de 1995. El proceso de privatizaciones se ralentizó dado que ya se habían realizado gran parte de las operaciones. Por lo tanto, el capital extranjero adquirió empresas privadas de capitales nacionales. En la alimentación, la transnacional Nabisco compró a las empresas Terrabusi, Mayco-Capri y Canale. En tanto, Danone adquirió Bagley, y en asociación con Mastellone, las aguas Villavicencio y Villa del Sur. Por último, el Fondo de Inversión Exxel Gruop adquirió las empresas alimenticias Fargo y Havanna. Durante la década de los 90´ se destacó la consolidación del sistema supermercadista. En el segmento de los hipermercados, en 1999 se llevó a cabo la fusión de Carrefour, Norte, Tía, y Día (Carrefour y Promedés). Mientras los supermercados Tía-Norte y Disco pasaron a manos extranjeras tras la adquisición de Exxel Group-Promedés y Royal Ahold, respectivamente. Además, en el año 1999, se produjo la adquisición de YPF por parte de Repsol, así como la compra de Petrolera San Jorge por parte de Chevron dentro del sector petrolero [15].

Al observar la cúpula empresaria por sector de actividad, nos podemos percatar de la marcada desindustrialización que sufrió la misma (véase Cuadro 4.3 a. y b.). Este fenómeno ocurrió tanto en el número de firmas como en la participación de las ventas. Respecto a la cantidad de firmas, la desindustrialización se produjo en el período 1991-1995, mientras desde el punto de vista del peso de las ventas, la participación de la industria manufacturera cayó al final del período de convertibilidad. En contraposición, los sectores vinculados a los servicios públicos, servicios y comercialización ganaron espacio durante la convertibilidad.

Luego del año 2002, las operaciones de centralización del capital menguaron respecto a otrora. Sin embargo, los capitales que ascendieron en la cúpula empresaria fueron activos partícipes de la adquisición de empresas. Además, estos últimos se destacaron por pertenecer al grupo de sectores beneficiados por el nuevo esquema de precios relativos. Es por ello que los principales cambios de manos se produjeron en segmentos de bienes transables, beneficiados por la devaluación. Estamos hablando de un reducido número de ramas vinculadas al petróleo y minería, y a alimentos y bebidas. En este caso, los capitales provenientes de países emergentes en general y latinoamericanos en particular, fueron los principales actores adquirientes de la nueva ola inversora.

Los capitales brasileños tuvieron como protagonistas a grupos económicos que comenzaron su internacionalización en los noventas y siguieron con el proceso de centralización del capital durante el nuevo milenio. Particularmente Marfrig y Friboi se consolidaron en esta última etapa en el sector frigorífico tras la adquisición

[15] Tanto la compra de Repsol como la de PAE serán analizadas en el capítulo sobre el sector petrolero.

Cuadro 4.2: Cúpula empresaria argentina: 200 mayores empresas por origen del capital (excluidas las firmas pertenecientes al sector financiero y agropecuario).

	%, de ventas en la cúpula							
	1991	**1995**	**2001**	**2003**	**2007**	**2011**	**2015**	**2018**
Privada extranjera	22%	26%	55%	60%	64%	64%	52%	49%
Privada nacional	35%	38%	25%	26%	23%	26%	28%	24%
Estatal	29%	3%	2%	1%	2%	3%	10%	11%
Asociación	14%	33%	18%	13%	11%	7%	10%	16%
Total	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
	cantidad de empresas de la cúpula							
	1991	**1995**	**2001**	**2003**	**2007**	**2011**	**2015**	**2018**
Privada extranjera	56	56	93	104	116	113	115	109
Privada nacional	105	94	59	59	53	63	63	55
Estatal	19	5	1	3	6	7	4	6
Asociación	20	45	47	34	25	17	18	30
Total	**200**	**200**	**200**	**200**	**200**	**200**	**200**	**200**

Fuente: Elaboración propia con datos de la Revista Mercado y Prensa Económica.

de Quickfood, Estancias del Sur; y Swift, y Cepa, respectivamente. InBev (capitales belgo-brasileño) compró el conglomerado cervecero Quilmes. En tanto, Petrobras y GP invesments se consolidaron en los sectores vinculados a los hidrocarburos al comprar a Pecom Energía, y San Antonio, respectivamente. El grupo Camargo Correa se diversificó al adquirir Loma Negra y Alpargatas (véase Bianco et al. 2008). Los capitales chilenos también se destacaron en el proceso de centralización del capital durante el nuevo milenio. El grupo económico Paulmann de Cencosud adquirió Blaisten, integrándose dentro del circuito de ventas al por mayor y menor. Mientras el grupo Arauco ligada a la celulosa a través de Alto Paraná, se integró aguas arriba absorbiendo a Faplac y Flooring. Por último, el Grupo chileno CCU adquirió el conjunto de marcas de cervezas Bieckert, Imperial y Palermo, como así también algunas marcas de sidra. Por el lado de México se destacó la presencia de América Móvil (Telchtel, Corporación de Medios Integrales), Fintech (tras la compra del 23% de Telecom Argentina), Bimbo, Coppel, y Alsea. Por último, en el sector petrolero fue testigo de la internacionalización de capitales chinos a través de China Petrochemical Corporation (Occidental Argentina Exploration & Production Inc), y CNOOC (Bridas, ESSO). Mientras en el sector de la agro-industria, los capitales chinos se destacaron por la adquisición y fusión entre Nidera y Noble, conformando el conglomerado Cofco.

Por otro lado, la incursión del capital foráneo en la expansión por medio de la centralización del capital en los sectores mencionados abarcó a compradores de otras latitudes. Particularmente el grupo suizo Glencore adquirió empresas ligadas

Cuadro 4.3: Cúpula empresaria argentina: 200 mayores empresas por actividad económica (excluidas las firmas pertenecientes al sector financiero y agropecuario).

	%, de ventas en la cúpula							
	1991	**1995**	**2001**	**2003**	**2007**	**2011**	**2015**	**2018**
Industria Manufacturera	50%	49%	42%	49%	51%	52%	47%	46%
Comercialización	8%	16%	19%	14%	14%	14%	16%	12%
Recursos naturales	17%	10%	14%	19%	17%	16%	16%	17%
Servicios Públicos	16%	16%	12%	8%	7%	7%	5%	12%
Servicios Privados	7%	7%	11%	7%	10%	10%	15%	12%
Otros	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Total	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
	cantidad de empresas de la cúpula							
	1991	**1995**	**2001**	**2003**	**2007**	**2011**	**2015**	**2018**
Industria Manufacturera	133	110	97	100	101	100	100	94
Comercialización	21	32	35	31	33	30	32	28
Recursos naturales	11	12	13	21	20	22	18	19
Servicios Públicos	11	21	23	19	19	18	11	25
Servicios Privados	18	18	27	24	23	26	33	31
Otros	6	7	5	5	4	4	6	3
Total	**200**	**200**	**200**	**200**	**200**	**200**	**200**	**200**

Fuente: Elaboración propia con datos de la Revista Mercado y Prensa Económica.
Nota: dentro del rubro catalogado como recursos naturales se encuentra petróleo y minería.

al sector minero (Ar Zinc y Minera Aguilar). Más tarde, en el año 2013 el grupo se fusionó con la minera suiza Xstrata. De esta forma, se transformó en la mayor minera del mundo en general, y en la Argentina en particular, al conformarse grandes proyectos como el de Bajo de la Alumbrera. En el sector alimenticio, se destacaron las adquisiciones de Cargill (Trigalia y Finexcor), Saputo (Molfino Hermanos) y Mondelez (Cadburi).

Otras adquisiciones destacadas que escaparon al sesgo sectorial, incluyeron a Swiss Medical (Ecco, Liberty ART), la empresa Enel en el sector eléctrico (Endesa), la sesión de las operaciones de Nextel, y la adquisición de AT&T (DirectTv), entre otras. Particularmente, Acindar una de las más grandes siderurgias tuvo varios cambios de manos en poco tiempo. Primero fue adquirida por el grupo brasileño Gerdau, para luego terminar en manos de Arcelor. Este último, se fusionó en el año 2006 con Mittal para liderar el mercado mundial a través del conglomerado ArcelorMittal.

En términos generales se podrían enumerar cuatro causales en lo que respecta a las fusiones y adquisiciones durante el nuevo milenio. Dos razones transversales a todo el período y dos de carácter coyunturales. Entre las primeras se encuentra el alza de los precios de los *commodities* que implicó un interés particular. En segundo lugar, se encuentra la consolidación de los países en desarrollo. Su dinámica

comprendió la búsqueda de oportunidades por fuera de los espacios nacionales. Al fenómeno multilatinas, habría que agregarle la presencia de un gran caudal de liquidez por parte del gobierno chino dispuesto a internacionalizar las empresas estatales. Entre las segundas razones se encuentran las adquisiciones de empresas nacionales y extranjeras durante el período posterior a la depresión económica de Argentina (2002-2005). En dicho período, el valor de las firmas se vio disminuido, siendo atractivo para el capital extranjero. Por último, la crisis financiera en los países centrales permitió a empresas multinacionales adquirir o fusionarse con otras empresas por razones defensivas. Dado que las adquiridas o fusionadas poseen activos y filiales en Argentina, los adquirientes engulleron a estos.

En todas las adquisiciones mencionadas anteriormente, el capital extranjero tuvo un especial interés por consolidarse a través de la centralización del capital. En cambio, el capital nacional privado jugó un rol menos dinámico en la cúpula empresaria en lo que respecta a la adquisición de empresas. Únicamente podríamos resaltar el caso de Pampa Energía como exitoso, el cual incursionó en el sector energético a través de la compra de empresas ya existentes (véase Azpiazu 2008). Es por ello que las nacionalizaciones o reestatizaciones de empresas se produjeron debido a la salida del capital extranjero de las empresas privatizadas, dado que el nuevo régimen de acumulación dejó de favorecer a estas últimas (Azpiazu et al. 2008). Las ventas por parte del capital transnacional se concretaron en empresas de servicios públicos, los cuales fueron cubiertos por medio de la entrada de capitales privados nacionales (en los casos de Aguas Cordobesas y Obras Sanitarias de Mendoza, Edenor, etc.) o estatales (Aguas Santafecinas, EDEERSA, Aguas Argentinas, etc.). En consecuencia, durante el nuevo milenio, la participación de las asociaciones se fue reduciendo a lo largo del tiempo dado que las empresas privatizadas perdieron el rol destacado que tuvieron en comparación con los años 90´ (véase Cuadro 4.2 a. y b.). Por otro lado, el Estado no se limitó a la reestatización de firmas de servicios públicos y avanzó con la adquisición de empresas y sectores estratégicos anteriormente privatizados. Aunque, su ingreso no fue parte de un plan de reestatización. Más bien estas fueron realizadas con el fin de rescatar a empresas con serios problemas financieros, como así también, debido a la marcada desinversión por parte del operador de dicha empresa privatizada. Estamos hablando de la estatización del sistema previsional privado, Areolínas Argentinas-Austral, e YPF [16]. A partir de la nacionalización de la empresa petrolera de bandera en 2012, YPF encabezó la compra de empresas

[16] La estatización de YPF debe ser entendida en su contexto. Las inversiones hidrocarburíferas no acompañaron el crecimiento económico general. En consecuencia, el Estado debió aumentar las importaciones hidrocarburíferas durante el nuevo milenio. Para el año 2011, el déficit energético era insostenible y presionó fuertemente sobre la restricción externa. El Estado en su rol empresario debió estatizar YPF e impulsar el crecimiento sectorial con el fin de otorgar aire en el mercado de cambio. Esta problemática se verá con más detenimiento en el capítulo sobre el sector hidrocarburífero.

ya existentes hasta la finalización del período kirchnerista (MetroGas, Apache, y concesiones petroleras). La empresa YPF posee un peso considerable en la cúpula empresaria, por ello la participación en las ventas del capital extranjero de la cúpula empresaria se redujo, y aumentó la participación del Estado. En este escenario, durante el nuevo milenio, la extranjerización aminoró su crecimiento y se estabilizó.

En el punto anterior caben algunas consideraciones para ser matizadas. Decir que el capital nacional no ingresó en la dinámica de la centralización del capital para avanzar en la cúpula empresaria, no significa que estos no hayan ascendido en el rankings de la cúpula empresaria. En el período 2003-2015, se destacó el ascenso de una nueva burguesía nacional que construyó el eje de su acumulación en mercados no transables (Cartellone, Pampa Energía, Indalo , ODS, IRSA, Caputo, PCR, Newsan, Electroingeniería, Insud, Eurnekián, etc.); ergo, como los mercados externos no penetran en dichos sectores, estos acumularon capitales gracias a la protección que estos mercados proporcionaron. Sin embargo, en ningún caso se manifestó el ascenso de campeones nacionales que logren disputar porciones crecientes del mercado mundial. Por otro lado, durante el mismo período, se destacó el ascenso de la vieja burguesía nacional constituida como ganadores de esta etapa dado que poseen firmas con un elevado grado de especialización en base al procesamiento de recursos naturales (Molinos Río de la Plata, Vicentín, Arcor, etc.) (Gaggero et al. 2014).

En comparación con los años 90´, al observar la evolución de la cúpula empresaria por sector de actividad durante el período kirchnerista, nos podemos dar cuenta que la desindustrialización aminoró su marcha. Es decir, si bien la industria manufacturera no logró recuperarse a los niveles previos, tampoco se profundizó la desindustrialización de la misma (véase Cuadro 4.3 a. y b.). El destacado papel que mantuvo el capital extranjero en sectores manufactureros comprendió una razón fundamental por la cual la desindustrialización no haya sido aún mayor[17]. Las firmas transnacionales detentaron una participación relativa en ramas relevantes y/o estratégicas y que, en muchos casos, exhibieron un elevado dinamismo durante el nuevo milenio. Estamos hablando de la industria automotriz (terminales como Ford, Peugeot-Citroen, Renault, General Motors, Fiat Auto, etc.), procesamiento de materias primas agropecuarias (Cargill, Louis Dreyfus, Bunge, etc.), industrias refinadoras (Shell), química y petroquímica (PBB Polisur, Solvay Indupa), especiales ramas de la industria siderúrgica (Acindar), cemento (Loma Negra, Cemento Avellaneda), celulosa y papel (Arauco), elaboración de cigarrillos (Massalin Particulares) y maquinaria agrícola (John Deree).

El ascenso del gobierno de Cambiemos continuó con las transformaciones en la

[17] Dado que generalmente las empresas transnacionales suelen ser más eficientes productivamente (Burachik 2010).

cúpula empresaria acaecidas en los años noventas. En términos sectorial se produjo un significativo incremento de la participación de los servicios públicos en la cúpula empresaria (véase Cuadro 4.3 a. y b.). Al mismo tiempo, durante la etapa de Cambiemos, se incrementó la participación de las asociaciones (véase Cuadro 4.2 a. y b.). Sin embargo, a diferencia de los noventas, estas asociaciones se presentaron lideradas en su mayoría por capitales nacionales, muchas de los cuales se encontraron cercanas al gobierno de Mauricio Macri (Alejandro Mcfarlane, Rogelio Pagano, Guillermo Reca, etc.). En contraposición a esta evolución, los sectores más perjudicados se vieron vinculados a la pésima *performance* del mercado interno y los salarios reales. Entre ellos se destacaron los sectores de comercialización -principalmente los supermercados-, los servicios privados y la industria manufacturera. Estos sectores perdieron peso en la cúpula empresaria a la par que los servicios públicos se coronaron como los grandes ganadores de la etapa Cambiemos. Particularmente la participación de la industria manufacturera respecto a la cantidad de firmas mostró ratios incluso menores a los de 2001.

Es por ello, la política del gobierno de Cambiemos puso el foco en favorecer a un puñado de empresas pertenecientes a sectores de precios regulados (véase Barrera et al. 2017). Estas ascendieron en el rankings de la cúpula empresaria tras los aumentos de tarifas, la desregularización y/o liberalización de los precios de los combustibles. Por otro lado, se suscitaron centralizaciones del capital de gran importancia que potenciaron aún más su ascenso. Este sería el caso de la compra de Petrobras por parte de Pampa Energía, y las fusiones entre Pan American Energy con Axion Energy. En tanto, el ascenso de Desarrolladora Energética se produjo por la adquisición de diversas distribuidoras de electricidad en la Provincia de Buenos Aires (véase Basualdo 2018). Además, el gobierno estableció un subsidio a la producción nueva de hidrocarburos indexado al valor del dólar. En este caso, la empresa Tecpetrol resultó ser la más beneficiada.

En el ámbito de las comunicaciones debemos destacar el papel del grupo Clarín. Este último logró modificaciones en regulaciones que había combatido abiertamente durante el kirchnerismo (llamada Ley de Medios 26.522), y adquirió las empresas Nextel y Telecom con el fin de convertirse en la mayor empresa del sector de telecomunicaciones.

En resumidas cuentas, la cúpula empresa representó el poder económico más concentrado de la Argentina. Durante los distintos régimen de acumulación, cada fracción del capital disputó espacios económicos favorables para acelerar su acumulación. La vuelta a un régimen de acumulación por valorización financiera podría interpretarse como la intención de destinar gran parte del excedente hacia otros fines no productivos.

4.3 La cúpula empresaria y su comportamiento a lo largo del tiempo (1994-2016)

A través de datos provenientes de las empresas de la cúpula empresaria que cotizan en bolsa, se trazó el comportamiento de las mismas a lo largo del tiempo. Para ello se construyeron algunas variables promedios que nos permitirían comprender el comportamiento de las firmas abiertas[18].

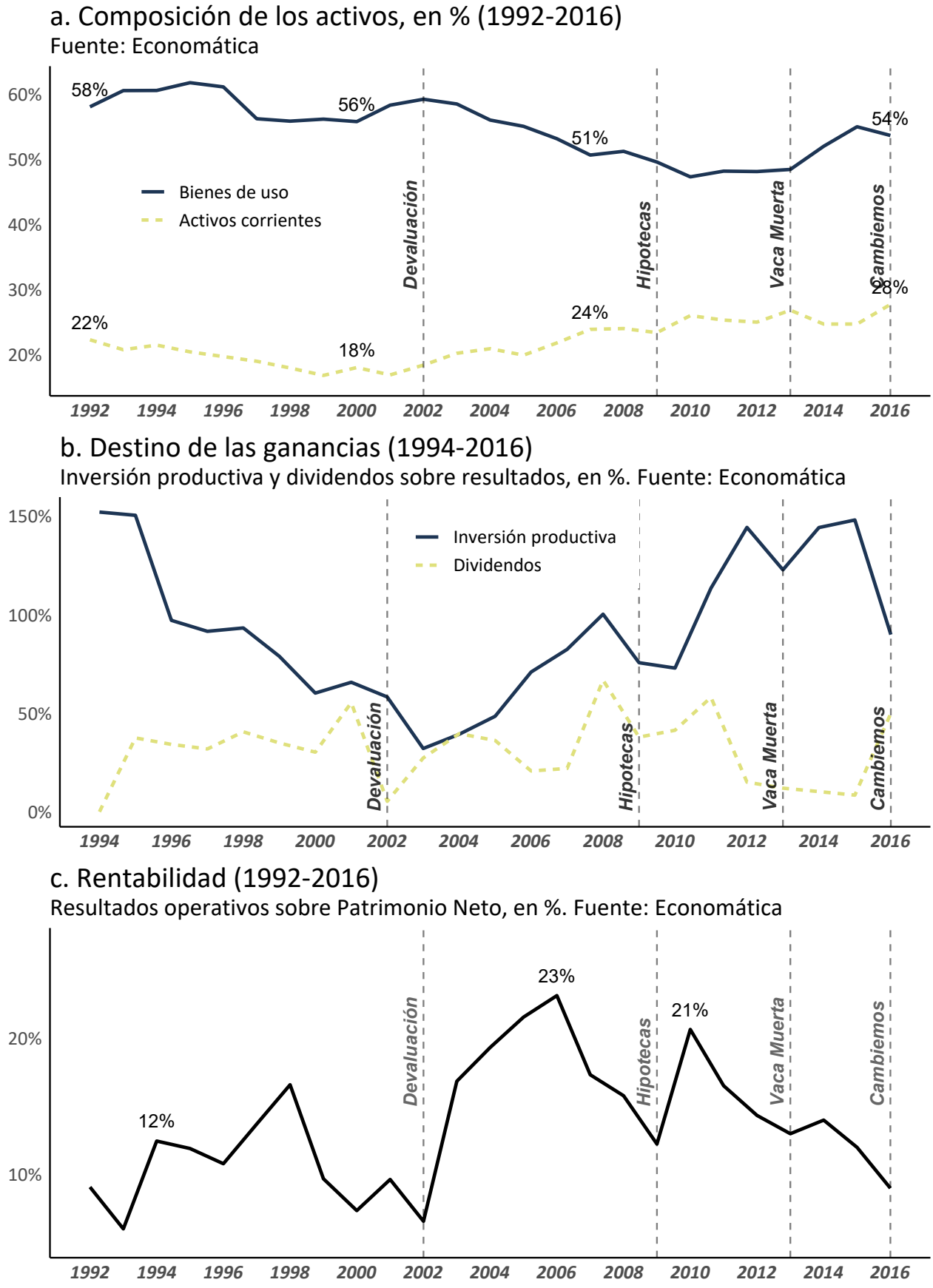
Uno de los primeros análisis realizados consistió en observar la creciente liquidez de la composición de la cartera de activos de las empresas abiertas (véase Figura 4.4 a.). En contraposición, existió una merma en el peso de los bienes de uso (es decir, plantas, equipos e infraestructura). Este fenómeno se produjo con mayor fuerza a partir del año 2002, luego de la salida de la paridad cambiaria, y recorrió buena parte del nuevo milenio. Las razones por las cuales se produjo la preferencia por la liquidez de la cartera de activos, deben ser halladas en el intento por mitigar los riesgos asociados. En este sentido, las empresas buscaron aumentar la participación de liquidez en su cartera a través de rubros como efectivo, créditos comerciales, bienes de cambio, etc. Es decir, ante una eventualidad, las firmas podrían cubrirse por riesgos de liquidez y de tipo de cambio[19]. Respecto de este último, la salida de la paridad fija, incrementó el riesgo de devaluación. Por ello, las empresas buscaron estabilidad a través de activos dolarizados. Estas prácticas pudieron ser realizadas por medio de ciertos créditos o por efectivo en caja dolarizados, así como a través de bienes de cambio que posean su precio atado a una pizarra internacional. Por otro lado, gran parte del aumento de liquidez se produjo en un contexto de incremento del excedente corporativo (véase Figura 4.4 c.), el cual fue destinado a activos líquidos distintos a los productivos. Esta hipótesis se refuerza cuando vemos que la participación de los activos líquidos se incrementó hasta el año 2012, momento a partir del cual el excedente comenzó a decaer. Además, debemos entender que el aumento de liquidez de la cartera de activos se utilizó para potenciar la fuga de capitales, la cual fue muy intensa en este período.

Siguiendo la misma Figura, las ingentes inversiones en Vaca Muerta por medio de YPF, incrementaron la participación del rubro de bienes de uso a partir del año 2014. Sin embargo, estas no se sostuvieron por el nuevo gobierno en el año 2016.

[18] Para el año 2016, se contabilizan unas 62 firmas abiertas, las cuales fueron analizadas.

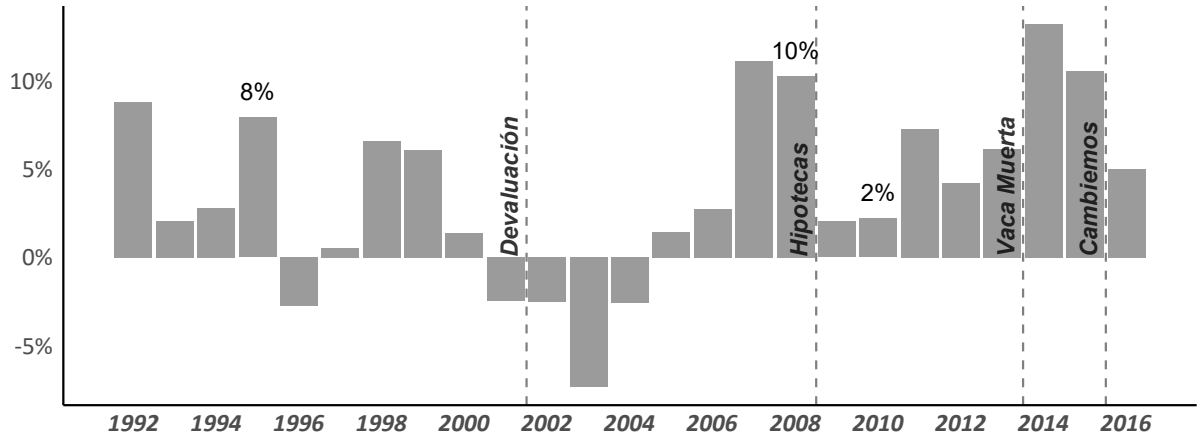
[19] Se denominan de esta forma al riesgo de falta de liquidez en las carteras de activos como a la exposición de los pasivos ante una eventual devaluación, respectivamente.

Figura 4.4: Variables promedio de las empresas argentinas de la cúpula empresaria que cotizan en bolsa



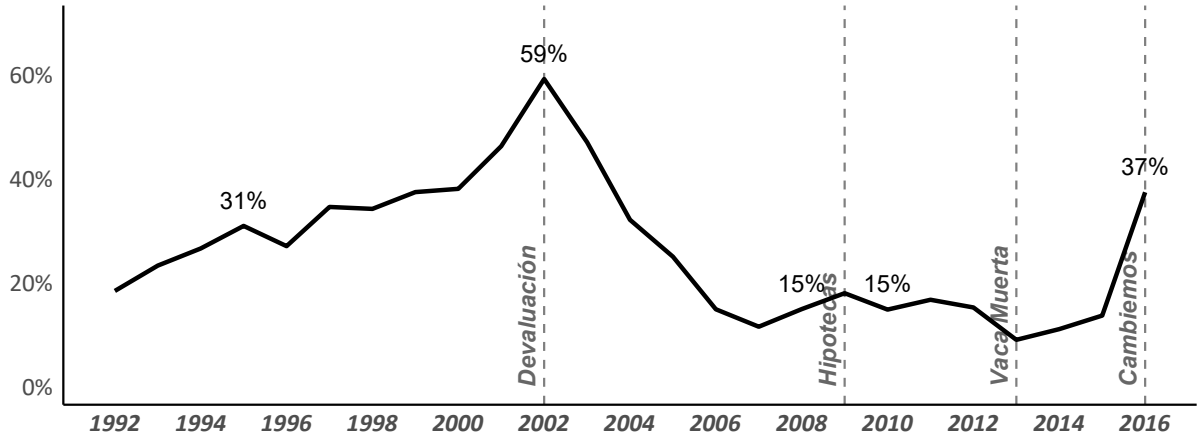
d. Aumento de las capacidades productivas (1992-2016)

Inversión neta sobre bienes de usos, en %. Fuente: Economática



e. Nivel de endeudamiento (1992-2016)

Deudas financieras sobre ventas, en %. Fuente: Economática



La Figura 4.4 b. nos muestra la relación de la inversión bruta fija y de los dividendos girados sobre el resultado operativo. Durante la convertibilidad se produjo una caída en el peso de las inversiones brutas fijas sobre los resultados operativos. En caso contrario, durante el nuevo milenio, las inversiones productivas aumentaron, pero desde un punto muy bajo luego de la depresión del período 1998-2002. Cabe destacar que el excedente corporativo medido por la tasa de rentabilidad fue mayor en el nuevo milenio respecto al período de convertibilidad. En este sentido, la inversión respondió a tal aumento de rentabilidad, sin embargo, esta respuesta no fue inmediata.

Respecto al nivel de inversión, únicamente en los años cercanos al 2012 pudo ser alcanzado los niveles de los primeros años de convertibilidad. Luego del año 2012, el peso de la inversión bruta en la ganancia corporativa se mantuvo constante, mientras al mismo tiempo la tasa de rentabilidad decayó. En paralelo la distribución de dividendos se mantuvo en niveles elevados tanto en los 90´ como en el nuevo milenio. Únicamente en el año 2002 la distribución de dividendos disminuyó fruto de la devaluación. Desde ya, los dividendos girados durante el nuevo milenio fueron mayores en términos absolutos (medidos en dólares) a los de la convertibilidad dado que el excedente se incrementó considerablemente. Particularmente los años 2008 y 2011 se destacaron por la elevada fuga de capitales en general y por ingentes giros de dividendos en particular. Luego del año 2012, se instauraron las restricciones cambiarias, y con ello, los giros de dividendos disminuyeron. Además, el cambio de manos en YPF afectó significativamente esta variable. La gestión Repsol en YPF fue propensa a girar cuantiosos dividendos, mientras que tras su nacionalización, el Estado descontinuó la política de giro de dividendos.

Por otro lado, podemos encontrar una notable diferencia al comparar el sector de actividad de las empresas que distribuyeron dividendos en el nuevo milenio respecto a aquellas que lo hicieron durante la convertibilidad. Mientras en los 90´ las firmas que más dividendos distribuyeron comprendían a empresas privatizadas como Telecom, Telefónica, MetroGas, Gas Natural Ban, etc.; en el nuevo milenio las empresas que presentaron mayores dividendos girados refieren a firmas vinculadas a la producción de *commodities* como YPF, Siderar, Aluar, Acindar, etc., así como aquellas no transables beneficiadas por el dinamismo de la construcción como Loma Negra o Holcim.

Por último, siguiendo la Figura 4.4 b., podemos observar un fuerte repliegue del peso de la inversión productiva en relación a las ganancias productivas durante el año 2016. En cambio, el peso de los dividendos girados creció significativamente con respecto al período 2012-2015. El nuevo régimen de acumulación privilegió la fuga de capitales y la inversión financiera por sobre la inversión productiva. En este caso, y tras el retorno de la valorización financiera, las empresas con mayores dividendos

girados durante el año 2016 fueron beneficiadas por el régimen de acumulación (entre ellas firmas en sectores con precios regulados, son como Telecom y Central Puerto).

A pesar del menor interés de las firmas por destinar gran parte del excedente a la inversión productiva, las capacidades productivas aumentaron en gran parte del nuevo milenio (véase Figura 4.4 d.). Para ello se construyó una variable que representa la relación entre la inversión neta fija y el stock de bienes de uso. Como podemos ver esta relación fue negativa en el período recesivo de 1998-2002. A partir del año 2005, las capacidades productivas aumentaron con fuerza hasta el año 2008, momento en el cual la crisis del 2009 golpeó con dureza. Las capacidades productivas volvieron a tomar impulso luego del año 2009. Particularmente, las inversiones de YPF en Vaca Muerta a partir del año 2014 aumentaron el ratio en forma significativa. Sin embargo, el cambio de política energética durante el año 2016, implicó la descontinuación de las inversiones. En conjunto a una economía más deprimida, el año 2016 cerró con un menor dinamismo en el aumento de las capacidades productivas.

Por último, el nivel de endeudamiento se tornó clave durante el período de convertibilidad (véase Figura 4.4 e.). El mismo alcanzó niveles insostenible durante los años 2001-2002. En cambio, luego del año 2003, el aumento del excedente marcó un profundo desendeudamiento de las empresas abiertas. Esto significó que el régimen de acumulación entre los años 2003-2015, se financió a través del mayor dinamismo del excedente productivo. Para el año 2016, el nuevo régimen de acumulación por valorización financiera retornó a la estrategia de endeudamiento corporativo. Estas se vieron beneficiadas por el arreglo del gobierno argentino con los holdouts, en consecuencia, las firmas pudieron ingresar al mercado de capitales y financiarse a través de la emisión de bonos corporativos. Este nuevo endeudamiento fue concentrado mayormente por empresas energéticas.

Cabe aclarar que con anterioridad al año 2016, el endeudamiento corporativo estuvo siendo sostenido por empresas energéticas, y más particularmente por YPF, y la búsqueda de financiamiento para desarrollar el proyecto de Vaca Muerta. Sin embargo, la novedad introducida a partir del año 2016, refiere a la diversificación de las empresas energéticas que ingresaron al mercado de capitales por medio de la colocación de deuda. Nuevamente, las empresas más beneficiadas por el nuevo régimen de acumulación coincidieron con aquellas firmas que más deuda han colocado durante el mismo. En este último caso, las empresas pertenecientes al núcleo duro del poder económico referidas a esta última etapa, tomaron deuda para llevar a cabo su estrategia de compra de empresas ya existentes. Este fue el caso de Pampa Energía que tomó deuda por medio de préstamos sindicados y emisión de bonos corporativos. También se destacaron las firmas Cablevisión, Arcor e IRSA en la colocación de deuda en el año 2016. Las dos primeras con intensión de incrementar la

centralización del capital[20], mientras la última adquirió activos financieros.

Para el año 2016, las firmas más favorecidas por el nuevo régimen de acumulación captaron deuda en un contexto recesivo en conjunto a una fuerte caída del excedente corporativo. En una jugada arriesgada, la deuda se tornaría insostenible en caso que las empresas adquiridas a través del endeudamiento no logren poseer buenos indicadores de liquidez. Más aún, teniendo en cuenta que en la mayoría de los casos, la colocación de deuda se nominó en dólares estadounidenses. En este sentido, ante una devaluación como la ocurrida en el año 2018, el nivel de endeudamiento se elevaría considerablemente.

4.4 Conclusión

El devenir del régimen de acumulación se encontró intrínsecamente relacionado al de la cúpula empresaria y su comportamiento. Mejor dicho, las disputas al interior de la cúpula empresaria y las fracciones de clases dominantes dieron como resultado períodos turbulentos de auge y consolidación de diversos regímenes de acumulación, así como también, de grandes rupturas fruto de la propia disputa por el poder económico. La realidad económica y política argentina del nuevo milenio se presentó envuelta en un péndulo entre poderes rentistas que buscaron disputar una economía que se basara en la valorización financiera y otra que pretendía ordenarse a partir de privilegiar la producción.

Durante el nuevo milenio se sucedieron una serie de transformaciones que incluyeron: una crisis estrepitosa del régimen de acumulación por valorización financiera producida a finales del 2001, el surgimiento de un proyecto que buscó crecimiento con inclusión social (2003-2015), y por último, nuevamente la vuelta a la valorización financiera a partir del ascenso del gobierno de Cambiemos.

Las grandes rupturas en el régimen de acumulación se produjeron por la falta de liquidez en el mercado cambiario, las cuales impidieron sustentar cada régimen de acumulación en el largo plazo. En primer lugar, la salida de la paridad fija se concretó por los abultados pagos de deudas en conjunto a una masiva fuga de capitales. La elevada demanda de dólares hizo imposible sostener dicha paridad y el sistema explotó de la peor manera posible. En segundo lugar, en cambio, durante el período 2003-2015, el crecimiento económico general y de la industria en particular no logró ser perdurable dado que demandó crecientes divisas para cubrir los agujeros de la matriz productiva. En paralelo, la fuga de capitales aumentó con el pasar de los años ya que los excedentes del período se incrementaron. Esta doble salida de divisas debilitó el crecimiento a partir de la última etapa del gobierno kirchnerista.

[20] Como habíamos mencionado Cablevisión adquirió Telecom y Nextel, en tanto, Arcor compró en el año 2017 al Grupo Zucamor y acciones de Mastellone Hermanos S.A.

En tercer lugar, el retorno a la valorización financiera en la etapa Cambiemos no logró consolidarse. El vértigo del endeudamiento externo llevó a una apreciación cambiaria en conjunto a elevadas tasas de interés que movilizaron la valorización financiera. Nuevamente la falta de financiamiento externo y las corridas cambiarias pusieron en jaque al régimen de acumulación en muy pocos años durante el gobierno de Cambiemos.

Por otro lado, debemos discutir quiénes fueron los ganadores y perdedores en cada etapa. Podríamos agrupar como ganadores de la convertibilidad a las empresas privatizadas, así como los poderes financieros internacionales. Luego de la devaluación, los sectores transables pasaron a la cúspide del poder económico. Dicha política económica fue buscada e impulsada para que los sectores productores de *commodities* se vieran beneficiados por medio del establecimiento de precios relativos a su favor. A partir del giro hacia un gobierno neoliberal en el año 2016, retornaron los viejos actores de poder: servicios públicos y el sistema financiero internacional. Estos mismos se habían visto agredidos por las políticas kirchneristas.

Estas rupturas dieron lugar a ascensos y retrocesos en la cúpula empresaria. El avance de la desindustrialización de la cúpula empresaria durante el período 1976-2001 fue detenida a partir de la salida de la convertibilidad fruto de los cambios en los precios relativos. Las centralizaciones del capital reflejó los sectores beneficiados en cada etapa. La extranjerización durante los 90´ se concentró en los servicios públicos y avanzó sobre la industria manufacturera. En tanto, durante el nuevo milenio, la centralización se alimentó de los sectores transables. Nuevamente durante el año 2016, la compra de empresas volvió a producirse sobre empresas de precios regulados cercanos al poder político.

La concentración y la centralización del capital significó una continuidad a todos los regímenes de acumulación y sus etapas. Dicho reflejo se pudo ver en la fuga de capitales que fue un elemento que puso en jaque tanto a la etapa kirchnerista como a la valorización financiera. En este sentido, la libre convertibilidad del peso con el dólar se institucionalizó como un elemento regulador a lo largo del tiempo (con excepción de los años 2012-2015).

Además, otra continuidad marcada abarcó al destino del excedente de las firmas. A pesar de los esfuerzos de los distintos gobiernos kirchneristas por evitar la financiarización de las estrategias de acumulación de las grandes empresas, estas tuvieron objetivos que aprovecharon la liquidez de sus carteras, la fuga de capitales y la búsqueda de rentas financieras y patrimoniales incluso por medio de activos no financieros. Estas estrategias rentísticas se constituyeron como una continuidad. De esta forma, sin importar el sector beneficiado, las empresas lograron destinar sus ganancias para aumentar su liquidez.

Bibliografía

Arceo, E. (2005), 'El impacto de la globalización en la periferia y las nuevas y viejas formas de la dependencia en américa latina', *Cuadernos del CENDES* **22**(60), 27–63.

Arceo, E. (2011), 'El largo camino a la crisis', *Buenos Aires: Ficarao Ceca* .

Arceo, E. & De Lucchi, J. M. (2012), 'Estrategias de desarrollo y regímenes legales para la inversión extranjera', *Documento de Trabajo* (43), 257.

Arelovich, S. (2016), 'Dossier sobre la deuda financiera pública', *Documento interno* .

Azpiazu, D. (2008), 'Concentración y centralización del capital en el mercado eléctrico argentino: El paradigmático caso de pampa holding s.a.', *Realidad Económica, No 233* .

Azpiazu, D., Basualdo, E. M. & Khavisse, M. (1987), *El nuevo poder económico en la Argentina de los años 80*, Legasa,.

Azpiazu, D., Bonofiglio, N. & Nahón, C. (2008), *Agua y energía: mapa de situación y problemáticas regulatorias de los servicios públicos en el interior del país*, FLACSO. Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales.

Azpiazu, D. & Gruss, L. (2005), *Las privatizadas: ayer, hoy y mañana*, Vol. 2, Capital Intelectual SA.

Azpiazu, D. & Schorr, M. (2010), *Hecho en Argentina: industria y economía, 1976-2007*, Siglo XXI Editores.

Barrera, M., Ortiz, M. E., Sabbatella, I. & Serrani, E. (2017), 'Cambios y continuidades en la orientación de la política en ergética del primer año de la alianza cambiemos', *X Jornadas de Economía Crítica* .

Basualdo, E. M. (2006), *Estudios de historia económica argentina: desde mediados del siglo XX a la actualidad*, FLACSO.

Basualdo, E., Wainer, A., Barrera, M., Bona, L., González, M. & Manzanelli, P. (2017), 'Endeudar y fugar', *Un análisis de la historia económica argentina de Martínez de hoz a Macri. Siglo XXI. Buenos Aires* .

Basualdo, F. (2018), 'La violación del marco regulatorio en el funcionamiento actual de la distribución eléctrica en la provincia de buenos aires', *Cohete a la Luna* .

Bezchinsky, G., Dinenzon, M., Giussani, L., Caino, O., López, B. & Amiel, S. (2007), 'Inversión extranjera directa en la argentina. crisis, reestructuración y nuevas tendencias después de la convertibilidad', *En: Crisis, recuperación y nuevos dilemas. La economía argentina, 2002-2007-LC/W. 165-2007-p. 149-185* .

Bianco, C., Moldovan, P. & Porta, F. (2008), 'La internacionalización de las empresas brasileñas en argentina'.

Burachik, G. M. (2010), 'Extranjerización de grandes empresas en argentina', *Problemas del desarrollo* **41**(160), 109–133.

Canitrot, A. (1982), 'Orden social y monetarismo', *Centro de Estudios de Estado y Sociedad* .

Cantamutto, F. & Wainer, A. (2013), 'Economía política de la convertibilidad', *Disputa de intereses y cambio de régimen. Buenos Aires: Capital Intelectual* .

Castells, M. J. & Schorr, M. (2015), 'Cuando el crecimiento no es desarrollo. algunos hechos estilizados de la dinámica industrial en la posconvertibilidad', *Cuadernos de Economía Crítica* **1**(2), 49–77.

Dalle, D., Fossati, V. & Lavopa, F. (2013), 'Política industrial:¿ el eslabón perdido en el debate de las cadenas globales de valor?', *Revista Argentina de Economía Internacional* **2**, 3–16.

DNCI (2001), 'El proceso de privatizaciones en la argentina desde una perspectiva del balance de pagos', *Dirección Nacional de Cuentas de la Inversión, Presidencia de la Nación* .

Fernández, A., Klein, M. W., Rebucci, A., Schindler, M. & Uribe, M. (2015), Capital control measures: A new dataset, Technical report, National Bureau of Economic Research.

Gaggero, A., Schorr, M. & Wainer, A. (2014), *Restricción eterna: el poder económico durante el kirchnerismo*, Futuro Anterior.

Kulfas, M. (2002), *Inversión extranjera y empresas transnacionales en la economía argentina*, Cepal.

Kulfas, M. (2016), 'Los tres kirchnerismos. una historia de la economía argentina', *Revista Perspectivas* **420**, 421.

Lanciotti, N. & Lluch, A. (2018), 'Las empresas extranjeras en argentina desde el siglo xix al siglo xxi', *Imago Mundi* .

Lavarello, P., Perichinsky, L. & Zanabria, M. (2008), 'Régimen de acumulación y derechos de exportación: oportunidades, amenazas y desafíos', *Entrelíneas de la política económica* **2**.

López, E. (2018), '¿qué fue de la hegemonía desarrollista? tiempos de transición y nuevas posiciones al interior del bloque de poder en la argentina', *Cuadernos de Economía Crítica* **4**(8), 15–41.
URL: *http://sociedadeconomiacritica.org/ojs/index.php/cec/article/view/114*

Manzanelli, P. (2016), 'Régimen de acumulación durante el ciclo de gobiernos kirchneristas', *realidad económica* **304**, 6–40.

Manzanelli, P. & Barrera, M. (2018), 'Deuda externa y corrida cambiaria. un análisis del gobierno de cambiemos en perspectiva histórica', *Cuadernos de Economía Crítica* **5**(9), 17–44.
URL: *http://sociedadeconomiacritica.org/ojs/index.php/cec/article/view/151*

Pérez, C. (2010), 'Dinamismo tecnológico e inclusión social en américa latina: una estrategia de desarrollo productivo basada en los recursos naturales', *Revista Cepal* .

Rua, M. & Zeolla, N. (2018), 'Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente', *Problemas del desarrollo* **49**(194), 5–30.

Schorr, M., Manzanelli, P. & Basualdo, E. (2012), 'Elite empresaria y régimen económico en la argentina. las grandes firmas en la posconvertibilidad', *Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, Documento de Trabajo* **22**.

Wainer, A. G. & Schorr, M. (2014), 'La economía argentina en la posconvertibilidad: problemas estructurales y restricción externa'.

Zaiat, A. (2012), *Economía a contramano: Cómo entender la economía política*, Planeta Buenos Aires.

Zícari, J. (2018), *Camino al Colapso: cómo llegamos los argentinos al 2001*, Ediciones Continente.

Parte III

Grandes empresas extranjeras por sectores de actividad en Argentina y Brasil

Capítulo 5

La plataforma comercial de la agro-industria como plataforma financiera: entre la especulación, la fuga y la inversión productiva

Introducción

El siguiente capítulo abordará la financiarización de las empresas extranjeras de la agro-industria a partir de información contable de firmas de Argentina (Cargill, Bunge, Dreyfus, Nidera, Noble y Oleaginosa Moreno) y de Brasil (Bunge, Cargill y Raízen). El sector resultó ser imprescindible para comprender el dinamismo de la economía en el Cono Sur durante el nuevo milenio. Tanto por el aporte de divisas, como por las inversiones realizadas por las grandes compañías.

Por otro lado, dicho sector reflejó su poder económico en la capacidad de influir sobre varios renglones del balance cambiario. Su estrategia de acumulación se sirvió de diversos mecanismos en los que pudo fugar divisas hacia el exterior, así como atraer fácilmente financiamiento. Entre los mecanismos de fuga de capitales no sólo han involucrado al comercio exterior, sino también debieran sumarse los préstamos intra-firma, los servicios y compras con empresas vinculadas, la formación de activos en el exterior, los giros de dividendos e intereses, etc. Los diversos vínculos con sociedades relacionadas en el exterior le imprimieron al sector una complejidad que ningún otro posee. Los elevados niveles de excedentes significaron un incremento de la inversión productiva, como así también, en destinos alternativos reflejados en la inversión financiera, como en la fuga de capitales. Además, un excedente en incremento se convirtió en una extraordinaria palanca para el endeudamiento.

El peso del sector se abrió paso en forma divergente durante el nuevo milenio. Mien-

tras las compañías argentinas financiaron sus actividades con deuda principalmente de entidades financieras con destino en capital de trabajo y aumento de la capacidad productiva; las empresas en Brasil se financiaron con deuda intra-firma, la cual fue invertida en activos financieros y en centralización del capital (entre otras). En tanto, la fuga de capitales en Argentina, referidas a las empresas del sector, se centró en actividades vinculadas al devenir productivo como el giro de utilidades, así como a la utilización de precios de transferencia en el comercio, y compras de bienes, etc. Sin embargo, en Brasil la fuga de capitales se centró en la devolución de los intereses perdidos por los propios préstamos intra-firma. Aunque cabe aclarar que en ambos casos los nexos con guaridas fiscales se constituyeron en un punto en común respecto al drenado de divisas.

La diferencia que cabe adelantar en la estrategia de acumulación entre las empresas de Argentina y Brasil, consistió en que mientras las últimas convirtieron al país en una plataforma financiera[1] que buscó valorizar los préstamos del propio conglomerado, las primeras se anclaron en la valorización productiva y mercantil bajo mecanismos financieros que el mismo conglomerado proporcionó.

En términos generales, el sector aportó ingentes divisas a las economías estudiadas fruto del aumento de los precios de los *commodities*. Tras el gran dinamismo del excedente de las empresas del sector, estas lograron conducir transformaciones institucionales y tecnológicas. Esto revalidó y legitimó su posicionamiento en las CGV para impulsar el desarrollo productivo en base a los bienes primarios (Marín & Stubrin 2017, Pérez et al. 2014). El presente capítulo podría discutir con dicha perspectiva que pretende tratar al sector como punta de laza del desarrollo en economías agro-dependientes.

El capítulo se encuentra estructurado de la siguiente forma: en primer lugar se abordará el caso argentino, para luego tratar el caso brasilero. Para ambos se describirá la importancia sectorial y cambiaria de las empresas seleccionadas, las actividades que cubren, las estructuras controlantes y la centralización del capital, los ciclos productivos y financieros alcanzados durante el nuevo milenio. En segundo lugar, se abordarán las estrategias de acumulación tendiente a comprender el tipo de financiamiento del sector en sus diferentes actividades de inversión. En tercer lugar, se abordará la fuga de capitales y los diferentes mecanismos en los cuales incurren las empresas seleccionadas, haciendo hincapié en la relación con estructuras en guaridas fiscales. Se cierra el capítulo con una revisión para comparar a las empresas de ambos países.

5.1 Presentación de los casos

En esta sección se abordará comparativamente los estudios de casos seleccionados de Argentina y Brasil. Para ello elaboramos una serie de indicadores sintéticos que nos

[1] Se entiende por plataforma financiera, al atractivo de activos financieros que posee Brasil, los cuales atrae financiamiento externo para su valorización.

permitirán realizar una evaluación rápida de las grandes diferencias entre las empresas. Estas diferencias se pudieron deber tanto por la divergencia de los regímenes nacionales de acumulación, como así también, por las particularidades que pudieran existir en ciertas empresas.

Se construyeron tres variables que constituyen el destino del excedente. La primera variable consistió en la elaboración de la inversión productiva o inversión bruta fija, la cual incluyó inversión de reposición e inversión neta o nueva. Desde ya, un aumento de esta última, corresponderá con un incremento de las capacidades productivas. Por otra parte, sucederá lo contrario en caso que el peso de la inversión de reposición sea significativo. La segunda variable incluyó a la inversión financiera, la cual agrupó al aumento de efectivo[2], la inversión en activos financieros (ya sean derivados, títulos públicos, letras del tesoro, etc.), los préstamos otorgados a sociedades relacionadas, y las inversiones permanentes (compras de participaciones en otras sociedades). Por último, la tercera variable englobó a la fuga de capitales en: distribución de utilidades, formación de activos en el exterior, precios de transferencias en las ventas de mercaderías, compras de bienes y servicios a sociedades relacionadas en guaridas fiscales, e intereses perdidos por préstamos de dichas sociedades. Todas ellas fueron acumuladas en un período dado, de modo de entender la estrategia de acumulación en el largo plazo.

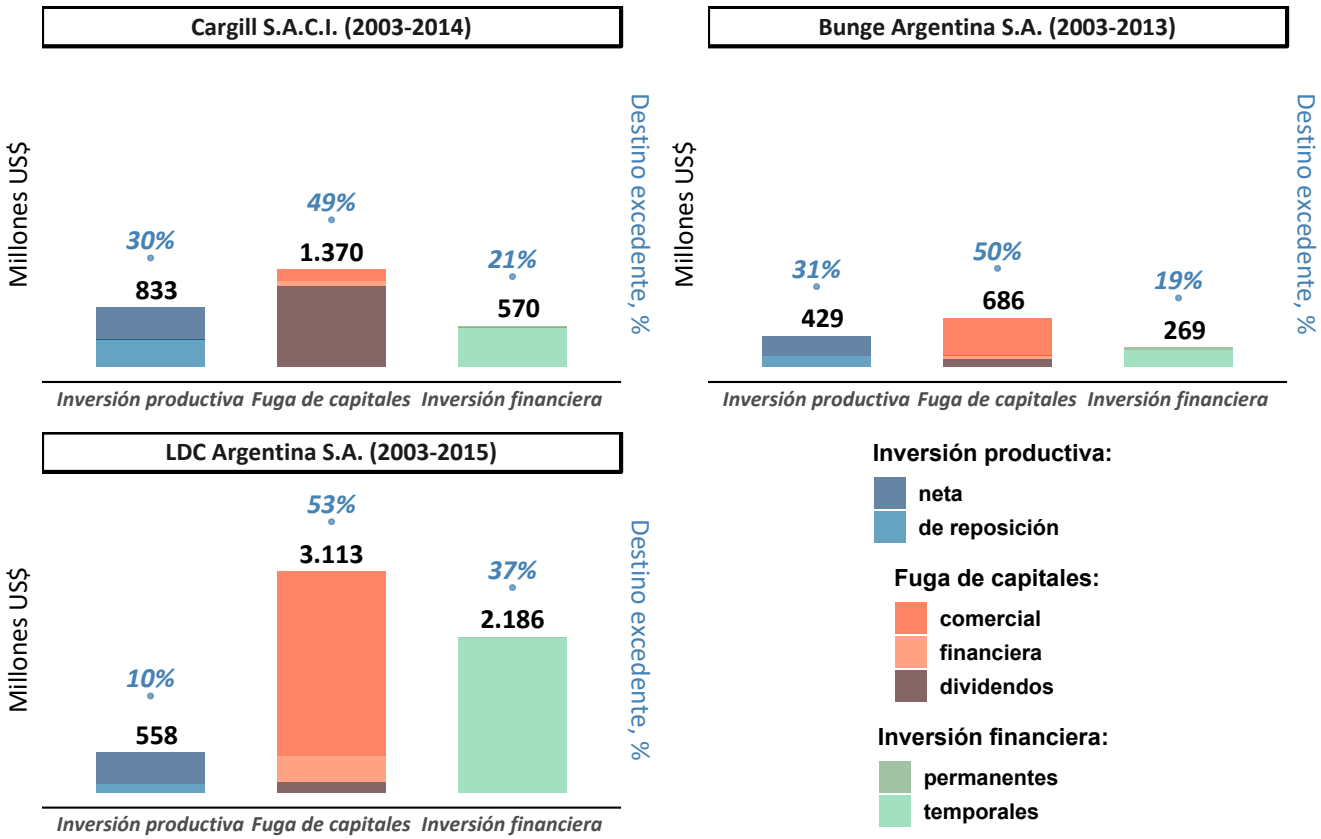
En las Figuras 5.1 y 5.2 presentamos las tres variables en forma acumulada en millones US$, para cada una de las empresas estudiadas y en el período indicado. En primer lugar, cabe resaltar que en casi todas las empresas, la fuga de capitales fue muy superior al destino en inversión productiva. Esto nos habla del elevado nivel de excedente generado, el cual no encontró un mejor destino que su realización en el exterior. El excedente generado por las empresas en el período estudiado fue tan relevante que las empresas decidieron utilizar dichos fondos a otros destinos no productivos. Caso contrario, se produciría un considerablemente aumento en la ociosidad de las instalaciones. En la mayoría de los casos argentinos, la fuga se ancló en mecanismos vinculados a aspectos comerciales como a dividendos girados. En el caso de Bunge y Dreyfus, la fuga fue muy intensa a través de las compras de bienes a empresas en guaridas fiscales [3]. En tanto, Cargill en Argentina fugó capitales principalmente a través de los giros de utilidades y dividendos. La fuga de capitales fue explosiva en Argentina, particularmente en los años 2001 y 2008. En el período 2007-2010, la misma fue elevada producto de la crisis internacional (véase Figura 5.4).

La fuga de capitales también fue intensa en Brasil (véase Figura 5.3). Aunque pareciera

[2] Cabe aclarar que la demanda de dinero en efectivo de las empresas debiera entendérsela como inversión temporaria dado que la mayoría de la misma se refleja en activos como plazos fijos o en fondos comunes de inversión.

[3] Aunque el período abordado en la figura mencionada descarta ciertos giros de utilidades de LDC Argentina en el período 2000-2002, así como la fuga de capitales del 2001. Por lo tanto, dicho destino podría ser incluso mayor tanto en términos relativos como absoluto.

Figura 5.1: Agro-industria en Argentina: inversión productiva, inversión financiera y fuga de capitales, valores acumulados en millones US$, y su participación en el destino del excedente, en %



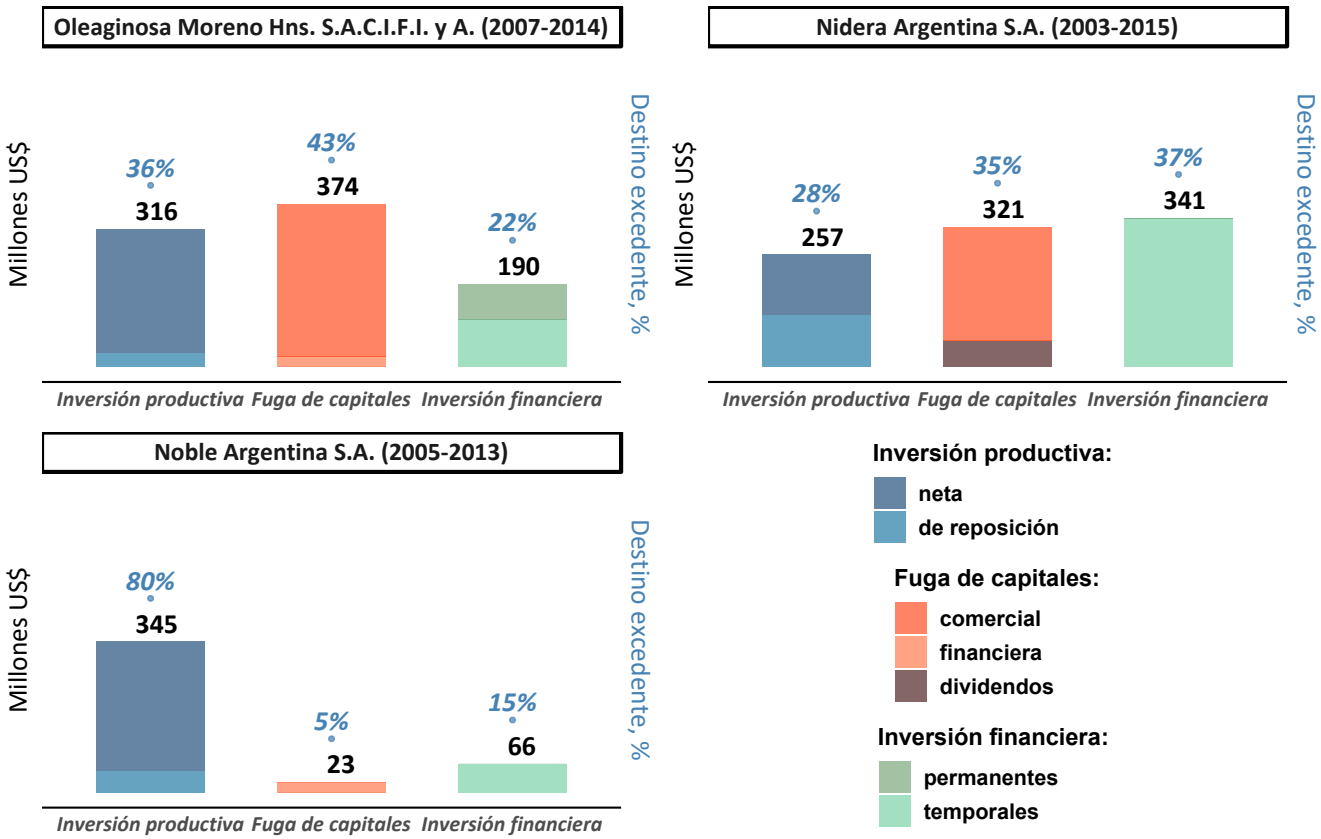
Fuente: Elaboración propia con datos contables.

que la misma estuvo amortiguada dado que las empresas destinaron gran parte del excedente a la inversión financiera. En este sentido, todas las empresas brasileras destinaron mayores recursos a la inversión financiera que a la inversión productiva. Esto nos remite a la valorización financiera de Brasil. Dentro de los activos adquiridos, se destacaron: la demanda de efectivo, los activos financieros y los préstamos otorgados (en el caso de Bunge y Cargill). En tanto, Bunge Fertilizantes S.A., destinó ingentes recursos a la fuga, al punto que la casa matriz decidió vaciarla de recursos[4], para luego vender sus activos. A su vez la fuga de capitales en Brasil estuvo vinculada al pago de intereses perdidos, por lo tanto, el endeudamiento intra-firma resultó clave para activar este proceso de valorización financiera. Comparando la fuga de capitales en términos absolutos con la de Argentina, la misma fue mayor en Brasil. Aunque en ambos casos observamos un pico ascendente en el período 2007-2010, producto de la crisis internacional (véase Figura 5.4).

En la explicación de la evolución de la fuga de capitales intervinieron fundamentos internacionales en conjunto con mecanismos locales. Mientras en Argentina tuvieron mayor preponderancia mecanismos tanto comerciales como en los dividendos girados. En tanto,

[4] Véase el capítulo de las petroleras dado que se hace mención a los procesos de vaciamientos.

Figura 5.2: Agro-industria en Argentina: inversión productiva, inversión financiera y fuga de capitales, valores acumulados en millones US$, y su participación en el destino del excedente, en %



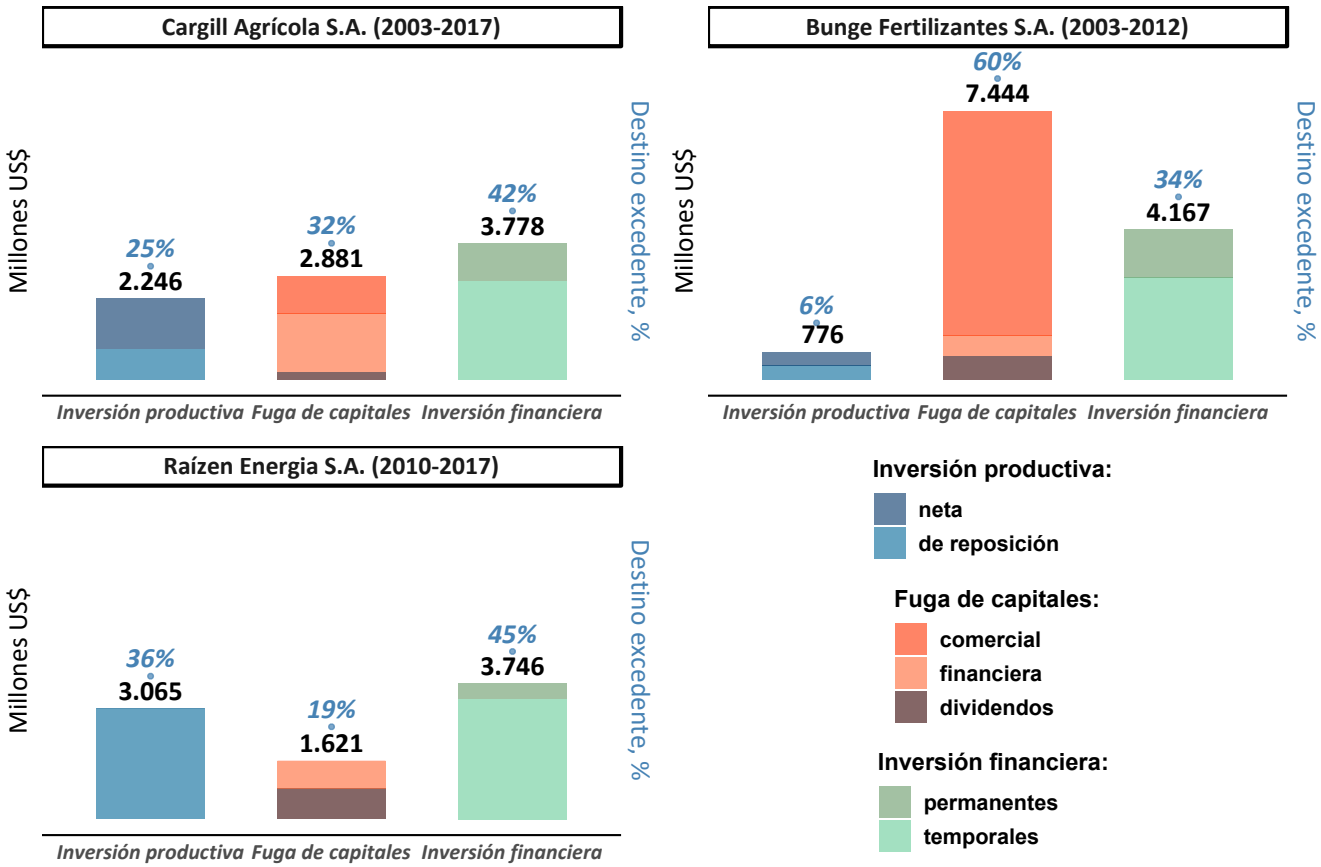
Fuente: Elaboración propia con datos contables.

en Brasil existió un mayor dinamismo sobre mecanismos netamente financieros (es decir, intereses perdidos). Desde ya, Bunge en Brasil rompió dicha regla dado que gran parte de su fuga se realizó a través de compras de bienes a filiales en guaridas fiscales.

Respecto a la inversión financiera en las firmas argentinas, LDC Argentina S.A. fue utilizada como financista de sociedades relacionadas en guaridas fiscales. Es por ello que Dreyfus detentó una inversión financiera muy superior al resto de empresas en la Argentina, incluso superior al destino de la inversión productiva de la propia firma. Lo propio ocurrió con Cargill Agrícola S.A. y Bunge Fertilizantes en Brasil, las cuales cumplieron un papel de financista y otorgaron préstamos a filiales en guaridas fiscales en años de crisis internacional. Sin embargo, dicho papel de financista por parte de Dreyfus en Argentina fue sostenido a lo largo del tiempo, mientras que las firmas brasileras dotaron de liquidez a filiales en guaridas fiscales únicamente en el mencionado período.

Cargill y Nidera en Argentina tuvieron una elevada propensión a la adquisición de activos financieros. Ambas con inversiones en demandas de efectivo y activos financieros (entre ellas Lebac). Aunque cabe destacar que las mismas fueron realizadas principalmente en el período 2012-2015, dado que existieron impedimentos en la fuga del excedente fruto

Figura 5.3: Agro-industria en Brasil: inversión productiva, inversión financiera y fuga de capitales, valores acumulados en millones US$, y su participación en el destino del excedente, en %

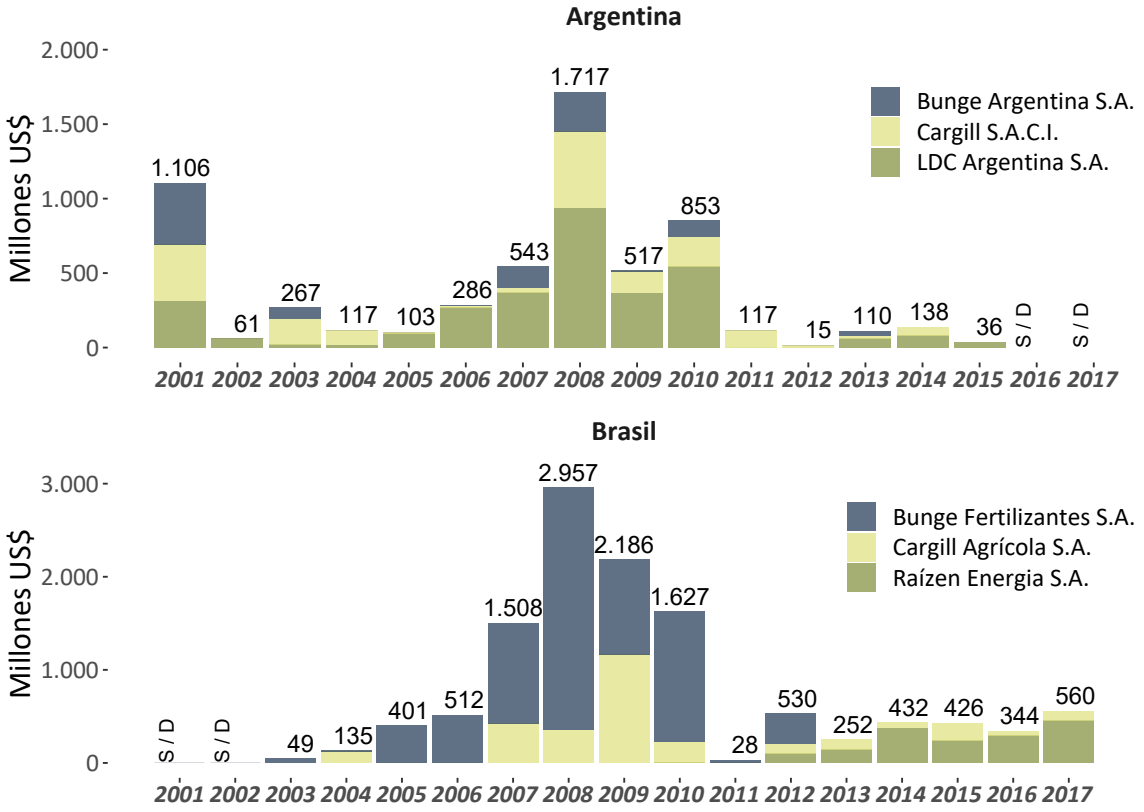


Fuente: Elaboración propia con datos contables.

de las restricciones cambiarias. Respecto de Nidera debe destacarse la elevada fuga de capitales durante el año 2001, la cual superó con creces a la inversión bruta del período 2003-2015 (US$ 807 millones versus 257 millones).

Por último, cabe señalarse que en todas las compañías, la inversión productiva se realizó principalmente bajo el componente de inversión nueva o neta. Esto nos habla del aumento de las capacidades productivas del sector durante el nuevo milenio. Y por lo tanto, nos remite a pensar que la financiarización de las empresas no fue reflejada necesariamente en un bajo desempeño de la inversión productiva. Por otro lado, en Brasil la inversión nueva resultó ser elevada en firmas como Cargill, y en menor medida en Bunge. En tanto, Raízen no alcanzó a incrementar las capacidades productivas dado que las amortizaciones fueron más altas que la inversión (es por ello que la inversión únicamente fue considerada como de reposición).

Figura 5.4: Evolución de la fuga de capitales de las mayores empresas del sector en Argentina y Brasil, en millones de US$ (2001-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos contables.

5.2 La agro-industria en Argentina

5.2.1 Conociendo al capital

5.2.1.1 Importancia sectorial y aporte de divisas

Las empresas extranjeras estudiadas de Argentina abarcarán a Bunge Argentina S.A. (Bunge), Cargill S.A.C.I. (Cargill), LDC Argentina S.A. (Dreyfus), Nidera Argentina S.A. (Nidera), Oleaginosa Moreno Hermanos S.A.C.I.F.I. y A. (Moreno), y Noble Argentina S.A. (Noble). La antigüedad de dichos capitales en la Argentina es un punto a destacar. Si bien en el nuevo milenio estas cobraron notoriedad, las mismas desembarcaron en la Argentina a partir de fines del siglo XIX y principios del siglo XX. Particularmente, la creación de Bunge en la Argentina data de finales del Siglo XIX (1884)[5]. En la primera mitad del Siglo XX desembarcaron tanto Dreyfus (1925), Nidera (1929), como Cargill (1948). En forma más contemporánea, para el año 1997, se concretó la entrada de Glencore tras la adquisición de los activos de Oleaginosa Moreno (anteriormente de capital nacional). Por último, Noble ingresó al país en el año 2001.

Cabe aclarar que el ascenso del sector no correspondió un hecho novedoso de las últimas décadas. Una primera ola de inversiones se produjo a fines de los setentas y principios de los ochentas tras la instalación de grandes plantas industriales asentadas sobre el río Paraná. El peso relativo de las ramas de la agro-industria cambió a lo largo de la década de los 80´. El sector aceitero comenzó a desplazar a los sectores de la industria frigorífica, estableciéndose como los ganadores. Sumado a esto, una segunda ola de inversiones se desarrolló en los años 90´, fruto de ingentes procesos de fusiones y adquisiciones (como el mencionado caso de Glencore) (Pérez Barreda et al. 2013). El proceso de globalización y regionalización a partir de los 90´, configuró una organización productiva en la agro-industria donde los canales de comercialización tomaron relevancia en un mercado cada vez más concentrado (Gutman & Lavarello 2002). La organización de las actividades de las filiales de las multinacionales mutó hacia una de mayor racionalización -en búsqueda del *core* de la actividad-(Lavarello 2004).

El ascenso del sector podría ser explicado por varios motivos. Los de orden interno abarcaron tanto el incremento de la siembra de soja a partir de la década de los setentas, como la incorporación del paquete tecnológico en los noventas (el cual incluyó las semillas transgénicas, la siembra directa, y el uso de nuevos fertilizantes y herbicidas), etc. Mientras en el orden internacional, comenzó a configurarse una serie de fenómenos que van desde el ascenso del sudeste-asiático, el abandono de las políticas en la búsqueda de la soberanía alimenticia, la especulación en derivados sobre los precios de los *commodities*, etc. Estos

[5] La compañía Bunge proviene de la creación de una sociedad de inmigrantes venidos al país para realizar ventas de productos agrícolas al mercado europeo a través de una sociedad belga donde sus familiares residían, y por ende, donde se encontraba la casa matriz (véase Green & Laurent 1988, Schvarzer 1989)

últimos condicionantes provocaron el aumento de los precios de los productos primarios, así como el colapso de diversas burbujas financieras (las cuales se verán más adelante) (Bisang 2007).

En la Argentina, el sector incorporó una amplitud de ramas y actividades. En el caso de Cargill, la producción se diversificó hacia el procesamiento de granos de soja y de aceites vegetales, y biodiesel, la producción primaria de trigo, maíz y sus acopios. A los cuales se le sumaron los servicios portuarios, así como la producción de malta, gluten, sorbitol, texturizante y harinas.

En este sentido, los segmentos de negocios de Bunge abarcaron desde la producción y comercialización de fertilizantes, el acopio, la industrialización de oleaginosas, la producción de harinas y aceites vegetales, y la producción de bio-combustibles. En el mismo orden, la producción de Dreyfus comprendió la industrialización de cereales y oleaginosas (molienda), y durante los últimos analizados, ingresó tanto a la comercialización de fertilizantes como a la producción de biodiesel.

Las actividades desarrolladas por Oleaginosa Moreno agruparon la producción de aceites y productos vegetales, el acopio, la producción de bio-combustibles, y los servicios portuarios. En tanto, Nidera abrazó los segmentos de comercialización y producción de insumos agrícolas, la comercialización de productos alimenticios, y la producción de semillas, fertilizantes, agroquímicos, y aceites crudos.

Por otro lado, Noble se insertó principalmente en la comercialización de cereales, y granos oleaginosos. Sin embargo, dado su tardío desembarco al país, para el año 2010, la firma ingresó en la cadena de valor de la molienda. En el año 2011, incorporó la importación y comercialización de fertilizantes, y por último, en 2013 tomó las riendas de la producción de biodiesel.

Para entender la importancia sectorial de estas empresas, se puede observar el Cuadro N 5.1. En el mismo, las exportaciones de dichas empresas se incrementaron desde los casi US$ 6 mil millones en el año 2003 a los 13 mil millones en 2014. En tanto, empresas como Noble, Oleaginosa Moreno, y Nidera multiplicaron por 10, por 5 y por 3 sus exportaciones entre 2003 y 2014, respectivamente. En el año 2003, estas exportaciones significaron el 20% del total de exportaciones del país, ratio que se ha mantenido constante a lo largo del tiempo. De esta forma, empresas como Cargill concentraron en torno al 7% de las exportaciones totales de la Argentina tanto en el año 2003 como en 2007.

Cuadro 5.1: Empresas extranjeras de la agro-industria argentinas: Exportaciones en millones de US$, años seleccionados

	2003			2007			2014		
Empresa	US$ M	%(*)	%(**)	US$ M	%(*)	%(**)	US$ M	%(*)	%(**)
Carigill S.A.C.I.	1.969	33%	7%	4.094	36%	7%	3.018	24%	4%
Bunge Argentina S.A.	1.703	28%	6%	2.687	24%	5%	2.963	23%	4%
LDC Argentina S.A.	1.183	20%	4%	2.033	18%	4%	2.290	18%	3%
Nidera Argentina S.A.	666	11%	2%	1.225	11%	2%	1.836	14%	3%
Oleaginosa Moreno Hnos.	305	5%	1%	630	6%	1%	1.328	10%	2%
Noble Argentina S.A.	162	3%	1%	664	6%	1%	1.393	11%	2%
Sub Total	5.988	100%	20%	11.333	100%	20%	12.828	100%	19%
Total exportaciones de Argentina	29.939			55.980			68.407		

Fuente: Elaboración propia con datos de la Revista Prensa Económica e INDEC.
(*) exportaciones de cada empresa sobre el sub total
(**) exportaciones de cada empresa sobre el total de exportaciones argentinas

Cuadro 5.2: Evolución de la capacidad instalada en toneladas diarias (t/d) del sector y su concentración en las ocho empresas más grandes en Argentina

1997				2009				2015			
Empresa		**t/d**	**%**	**Empresa**		**t/d**	**%**	**Empresa**		**t/d**	**%**
Cargill	E	10.300	12%	**Cargill**	E	26.200	16%	**Cargill**	E	31.006	15%
Vicentín	N	10.000	12%	**Bunge**	E	23.700	14%	AGD	N	27.000	13%
Dreyfus	E	8.500	10%	Pérez Companc	N	21.500	13%	**Bunge**	E	24.000	12%
AGD	N	8.000	10%	AGD	N	20.500	12%	Pérez Companc	N	21.500	11%
Glencore	E	6.700	8%	Vicentín	N	20.500	12%	Vicentín	N	20.500	10%
Grupo André	E	6.500	8%	**Dreyfus**	E	20.000	12%	**Cofco**	E	20.500	10%
Ceval	E	4.660	6%	**Noble Group**	E	8.000	5%	**Dreyfus**	E	20.000	10%
Santa Clara	N	4.200	5%	**Glencore**	E	5.750	3%	**Glencore**	E	6.750	3%
Sub total 8 empresas		58.860	71%	Sub total 8 empresas		146.150	87%	Sub total 8 empresas		171.256	84%
Total		83.396		Total		167.281		Total		202.831	

Fuente:elaboración propia en base a J.J. Hinrichsen.
E: empresa extranjera / N: empresa nacional

En lo que respecta a la capacidad instalada de molienda, para el año 1997 las primeras ocho empresas del sector representaron el 71% del total de la misma. Este ratio se incrementó al 87% en el año 2009, para mantenerse en niveles cercanos al mismo en el año 2015 (Véase Cuadro N 5.2).

A nivel firma, Cargill ocupó el primer puesto en la capacidad instalada de molienda a lo largo del tiempo. Mientras en el año 1997 concentraba el 12% de la misma, este ratio aumentó al 15% en el año 2015.

Para el año 2015, todas las grandes empresas extranjeras citadas en este apartado se ubicaron entre las ocho empresas más grandes del sector, lo cual demuestra el grado de versatilidad del capital extranjero, así como los procesos de concentración, centralización y extranjerización del sector.

5.2.1.2 Estructuras controlantes

Las empresas estudiadas estructuraron sus relaciones de propiedad en base a un fuerte vínculo con sociedades en guaridas fiscales (véase Cuadro N 1 sección de Cuadros Anexos). Particularmente Dreyfus, Moreno y Nidera se vincularon con estructuras radicadas en Suiza. Noble se mantuvo bajo el control de una estructura en las Islas Vírgenes Británicas, y Bunge de una estructura en las Islas Bermudas. El control de Cargill fue ejercido por una estructura en Canadá[6].

En la descripción de la actividad principal de la controlante inmediata, las estructuras detentaron una fuerte caracterización como estructuras de tipo *holding*, o de sociedad de inversión. Es decir, la actividad de la controlante inmediata se redujo a una mera cáscara vacía -o *shell*-. Particularmente, la dirección de la controlante inmediata de Noble Argentina - Stelmont Group Limited- incorporó la palabra *BOX* en referencia a casillero. Por lo tanto, en términos físicos resultó ser un código postal. Por otra parte, las direcciones de las demás controlantes inmediatas correspondieron a compañías de servicios corporativos, donde residen cientos de miles de sociedades *offshore*. Cabe resaltar que la estructura controlante de Cargill escapó a estas características dado que la descripción de su actividad se encontró cercana a la de su controlada, además que la dirección reportada correspondió a un edificio de Cargill en Canadá.

Por último, las estructuras correspondientes a la última controlante, es decir la cabeza del conglomerado (casa matriz), fueron constituidas en espacios extraterritoriales. Tanto Dreyfus como Nidera se incorporaron en los Países Bajos, mientras Noble como Bunge compartieron la misma dirección de la correspondiente compañía de servicios corporativo en las Islas Bermudas. Particularmente Glencore se radicó en Suiza, lugar de procedencia del capital, mientras que Cargill ubicó su sede en Delaware (EEUU). Nuevamente, cabe destacar que las últimas controlantes radicaron sus casas matrices en un país muy diferente al lugar de procedencia con respecto a su creación de origen. Si bien la última controlante de Nidera y Glencore coincidieron con su procedencia, las elecciones de dichos dominios extraterritoriales no fueron casuales [7].

[6] Si bien no se constituye en el tema del apartado, en las últimas filtraciones de los *Panamá Papers*, las compañías de servicios corporativos destacan a Canadá como una guarida fiscal emergente. Esto se debe entre otras cosas, a los múltiples tratados bilaterales en materia fiscal con el fin de evitar la doble imposición (estos incluyen acuerdos con guaridas fiscales). Además, las estructuras de tipo "limited" como es el caso de la mencionada controlante inmediata de Cargill, no poseen requisitos para pagar impuestos. Únicamente los socios controlantes de dicho tipo de estructuras deben declarar impuestos, sin embargo, en caso que dichos controlantes no sean residentes, estos no deben abonarlos (Papers-Panamá 2017).

[7] La empresa Glencore se ubica en Suiza dado que el empresario fundador, Marc Rich, de origen belga,

Por otro lado, se produjeron ciertas modificaciones en el control inmediato de las subsidiarias a lo largo del tiempo. Por ejemplo, hasta el año 2004, Cargill en Argentina se encontró bajo el control de Transcom Shelfco Uno, S.L. en España (Barcelona), para luego mudarse hacia Canadá. Por otra parte, también hasta el año 2004, LDC Argentina S.A. se escontró bajo el control directo de Louis Dreyfus International B.V. en los Países Bajos.

5.2.1.3 Mapa de subsidiarias. Grado de centralización del capital

Todas las grandes empresas extranjeras del sector detentaron un abanico de subsidiarias con cierto grado de apertura sectorial (a excepción de Noble). Estos sectores, tanto complementaron a la actividad principal, así como algunos otros, se ubicaron por fuera de la rama de actividad del sector agro-industrial. Para 2017, Glencore mantenía unas 26 subsidiarias además de Oleaginosa Moreno, Cargill unas 19 subsidiarias (sin contar a Cargill S.A. C.I.), Dreyfus unas 9 subsidiarias, Bunge unas 8 subsidiarias, mientras Nidera unas 6 (Véase Figura N 5.5 y Cuadros anexos del N° 2 al 6).

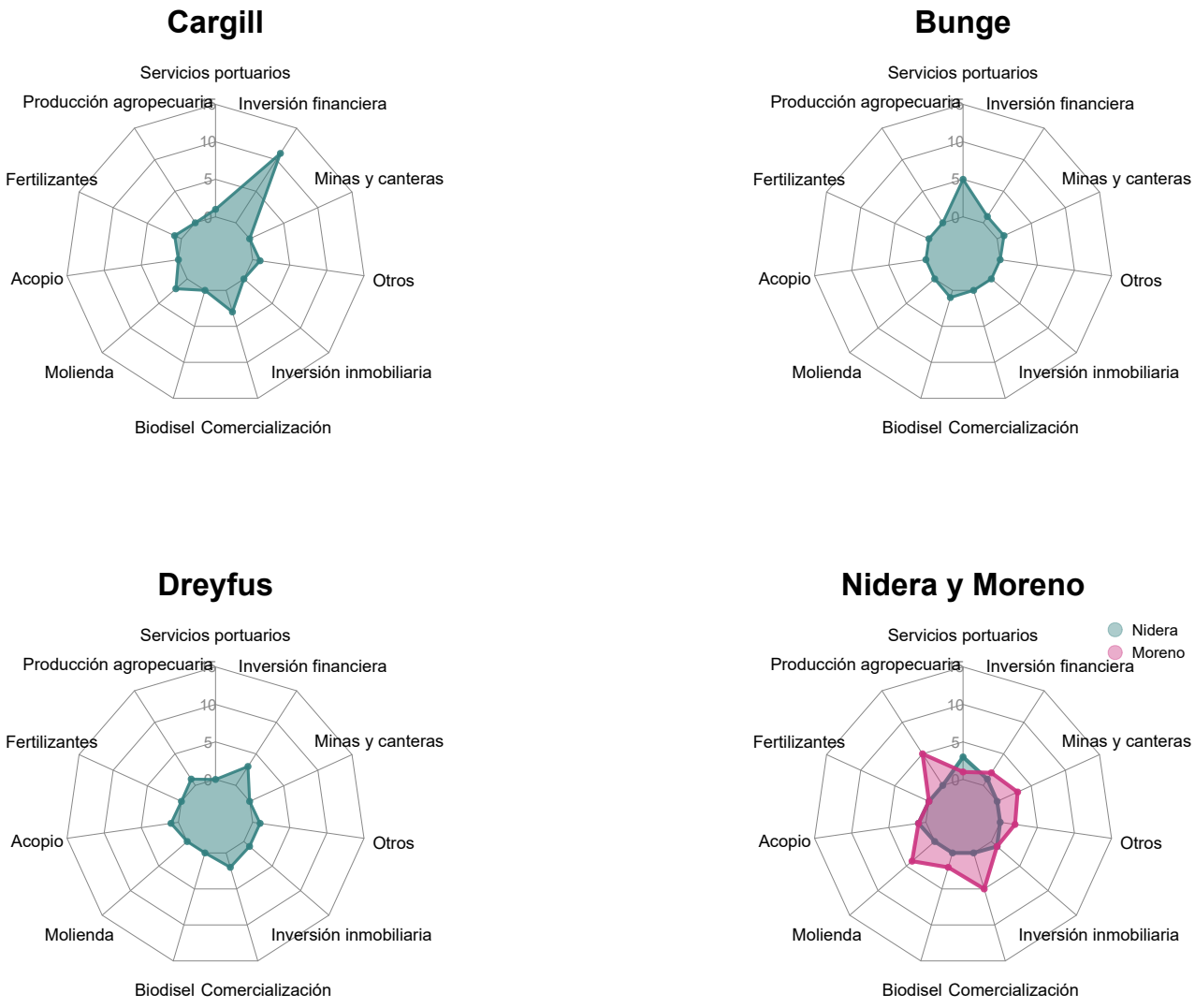
Dentro de la actividad principal nos encontramos a la molienda. Aquí se agruparon tanto subsidiarias de Cargill (Glucovil Argentina S.A., Molisur S.A.) como de Glencore (Molinos Libres S.A., Molinos Tassara S.A.). En el caso de las terminales portuarias, en la mayoría de los casos se trató de inversiones conjuntas. Este fue el caso de Terminal Quequén, contando con inversiones de Bunge, Nidera como de Oleaginosa Moreno. Por otro lado, existieron alianzas con capitales nacionales en dicho sector, este fue el caso de Terminal 6 (Bunge-AGD), Guide S.A. (Bunge -AGD). Ligado a este rubro, nos podríamos encontrar a subsidiarias insertas en la rama de la comercialización. Aquí fueron agrupadas empresas de Cargill (Clivi S.A., Cargill Sucursal Uruguay, Seara Argentina S.A., Cargill Investments S.C.A.), Dreyfus (Urugrain S.A.), y Glencore (Aridal S.A., Grainer S.A.). Aguas arribas se pudieron localizar a subsidiarias dedicadas al acopio y a la explotación agrícola (LDC Uruguay S.A., Grainco Pampa S.A., Lartirigoyen y Cia S.A., Menendez S.A.I.C.A., Agropecuaria Catrilo S.A., Agropecuaria Catrilo S.A., Palo Colorado S.A., Palma Horqueta S.A.).

En línea con el anterior punto, otro sector ligado al de la elaboración de aceites y oleaginosas, comprendieron a las inversiones de biocombustibles. Nuevamente las alianzas con el capital nacional fueron un factor en común. En este caso, abarcaron tanto a Pro Maíz S.A. (Bunge-AGD), Renova S.A. (Glencore-Vicentín) como a Pampa Bio (Glencore-Lartirigoyen). Otra alianza con capitales nacionales se desarrolló en Glucovil Argentina S.A., donde Cargill posee el 30% del capital y Ledesma el restante 70%.

Por otro lado, un sector poco conexo comprendió a las inversiones en empresas de inversiones inmobiliarias. En el mismo se encontraron subsidiarias de Cargill (Black River

huyó desde EEUU hacia Suiza acusado de evasión y extorsión (Perfil 2017).

Figura 5.5: Cargill, Bunge, Dreyfus, Nidera y Moreno: cantidad de subsidiarias por sector de actividad



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables y la Comisión en Defensa de la Competencia.

Asset Management Argentina S.R.L.), Dreyfus (Inversiones inmobiliarias de buenos Aires S.A.), Nidera (Paseo Colón 505 S.A.), y Glencore (Suymar S.A.).

Otra actividad por fuera de la principal, consistieron en las inversiones en subsidiarias financieras, las cuales en su mayoría fueron creadas durante el nuevo milenio. Entre ellas se destacaron subsidiarias financieras de Cargill (Proconsum S.A., Southern Multinvest S.R.L., Black River Asset Management Argentina S.R.L., Cargill Investments S.C.A., CR Asset management S.R.L., Lacrosse Global Fund Services Argentina S.R.L. [8], VIG Capital S.R.L.), seguida de Dreyfus (LD Financial Management Ltd.), y Glencore (Poysa Invesments S.A.). Cabe resaltar el caso de Dreyfus, dado que la misma detentó subsidiarias financieras en el Reino Unido.

Ligada a dicha actividad comprendió la creación de subsidiarias correspondientes al otorgamiento de avales y garantías para préstamos. Este fue el caso de Nidera (Aval Rural S.G.R.), y Glencore (Campo Naval S.G.R.). En el primer caso mencionado, dicha empresa fue creada en el año 2011, con el 50% de la propiedad en manos de Nidera, la cual cumple la función de socio protector.

El control de dichas empresas mencionadas significó su estructuración en base a dos tipos de relaciones de propiedad. En primer lugar, la existencia de una estructura principal (en lo que respecta a facturación) que ejerció el control desde Argentina (ya sea Cargill S.A.C.I., LDC Argentina S.A., etc.). En el otro caso, el control fue mediado por una estructura en espacio extraterritorial. Por lo general, las filiales controladas por una estructura principal en Argentina detentaron una mayor antigüedad. Mientras las subsidiarias controladas bajo dominio directo de una estructura en una guarida fiscal fueron incorporadas tardíamente. Por ejemplo, este fue el caso de Bunge Inversiones S.A., empresa *holding*, o en aquellas subsidiarias que respondieron al brazo financiero de Cargill, como también las subsidiarias de Glencore. Entre los espacios extraterritoriales de las subsidiarias existió cierta similitud al lugar de residencia de la última controlante. En el caso de Bunge, la relación de propiedad se trazó en dominios extraterritoriales tales como las Islas Bermudas, mientras en el caso de Cargill existieron relaciones de control tanto con filiales en España como en Delaware, y por último, en Glencore se hallaron subsidiarias controladas por estructuras en Bermudas, Suiza y Reino Unido.

Además, en el nuevo milenio se produjeron ciertas adquisiciones de empresas. En lo que respecta a Bunge, en el año 2010 adquirió la planta de Campana de producción de fertilizantes de Petrobras Energía S.A. Entre las adquisiciones de Cargill podríamos incluir a la empresa Civil S.A. en el año 2000, como la compra de Trigalia S.A. (molinos de harinas) en el año 2002 (y su posterior venta en el año 2016), como la compra del restante 50% del frigorífico Finexcor. Con respecto a Dreyfus, esta empresa adquirió en el año 2005 a LD Financial Management Ltd., empresa dedicada a la inversión financiera en el Reino

[8] Particularmente Lacrosse Global Fund Services Argentina S.R.L. fue creada a través del fondo de inversión que gestionaba el ex Ministro de Finanzas, Luis Caputo.

Unido. Por otro lado, Glencore se convirtió en un conglomerado diversificado al adquirir los activos de Minera Aguilar y Sulfacid[9] en el año 2005. Además, dicho conglomerado adquirió en 2012 tanto el 25% como el 50% de Emulgrain S.A. y Advanced Organic Materials S.A., respectivamente, mientras en el año 2016 absorbió a Molinos Tassara S.A.

Por último, en el año 2014, la empresa estatal Cofco de capitales chinos, adquirió tanto el 51% de los capitales de Nidera B.V. como el 51% de Noble Group. Como consecuencia, las subsidiarias controladas por estos conglomerados, que incluyen tanto a Nidera Argentina S.A. como a Noble Argentina S.A., pasaron a formar parte del mismo dominio. Para ello, Cofco creó una filial en las Islas Caimán denominada Cofco SPV, donde realizó las operaciones de compra.

5.2.2 Estrategia de acumulación

5.2.2.1 Nivel de endeudamiento y procedencia del endeudamiento

En esta sección abordaremos la estrategia de acumulación de las filiales en Argentina. Se entiende por estrategia de acumulación tanto a las fuentes de financiamiento de las actividades de las empresas, como a su destino en lo que respecta al tipo de inversión desarrollada.

El nivel de endeudamiento de las empresas extranjeras estudiadas aumentó considerablemente en los primeros años de la posconvertibilidad (2003-2006) (Figura 5.6). En ningún caso, el stock de préstamos financieros superó el 50% de las ventas (con la única excepción de Noble en el año 2009 tras recibir financiamiento para la construcción de su planta de molienda). Es decir, no existió un sobre-endeudamiento de las firmas, sino que el mismo evolucionó a razón de las ventas.

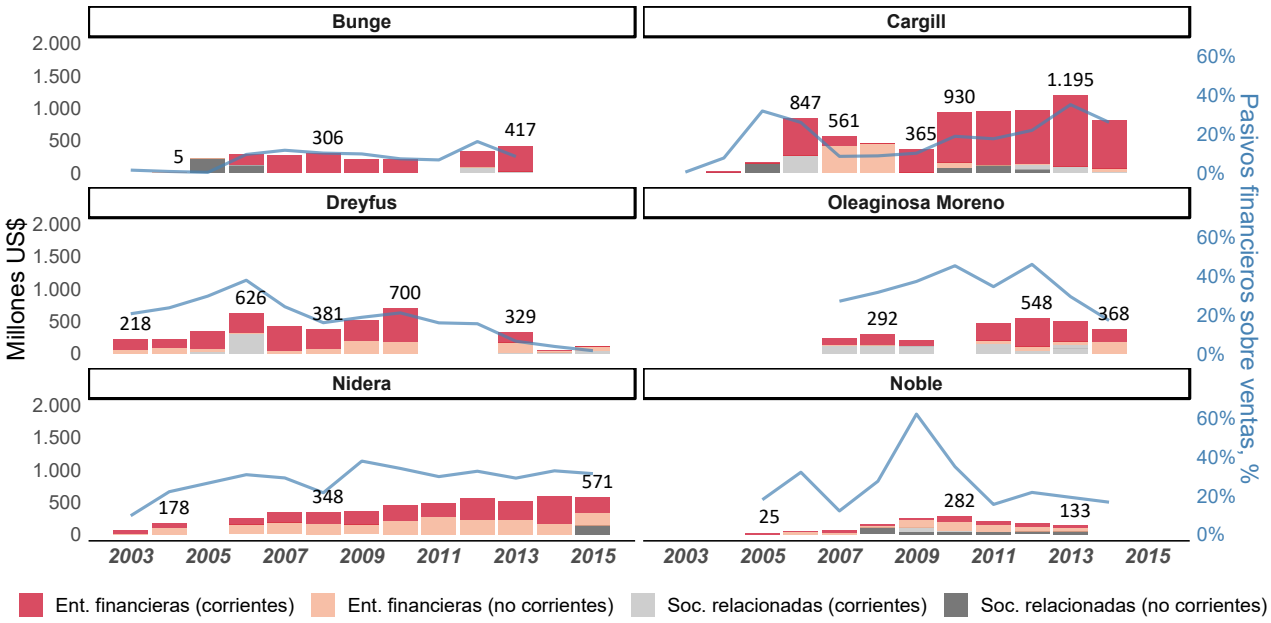
Observar el tipo de financiamiento por su procedencia como por su vencimiento nos permitiría entender el destino del mismo. En este sentido, nuevamente cabe remarcar la relación entre las empresas extranjeras del sector oleaginoso con el sistema financiero en general, ya sea nacional e internacional. A esto habría que sumarle los préstamos intra-firma provenientes de filiales en guaridas fiscales que mencionaremos en el siguiente apartado.

Como se puede ver en términos comparativos, el financiamiento proveniente de entidades financieras fue predominante. Este hecho no descartaría la presencia préstamos recibidos de empresas vinculadas en momentos claves (Figura 5.6).

Como veremos, las obligaciones en términos no corrientes, ya sean de entidades financieras como de empresas vinculadas, financiaron aumentos de la capacidad instalada. En tanto, los préstamos corrientes solventaron la compra de bienes de cambio bajo el concepto de prefinanciación de exportaciones.

[9] Esta última empresa fue liquidada en el año 2016 tras la baja de retenciones mineras, dado que las exportaciones mineras sin procesamiento interno se tornaron más rentables.

Figura 5.6: Empresas de la agro-industria en Argentina: Stock de pasivos financieros al 31 de diciembre en millones de US$ por tipo de préstamo (eje principal, gráfico de barra); pasivos financieros sobre ventas, en % (eje secundario, gráfico de línea) (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos contables.

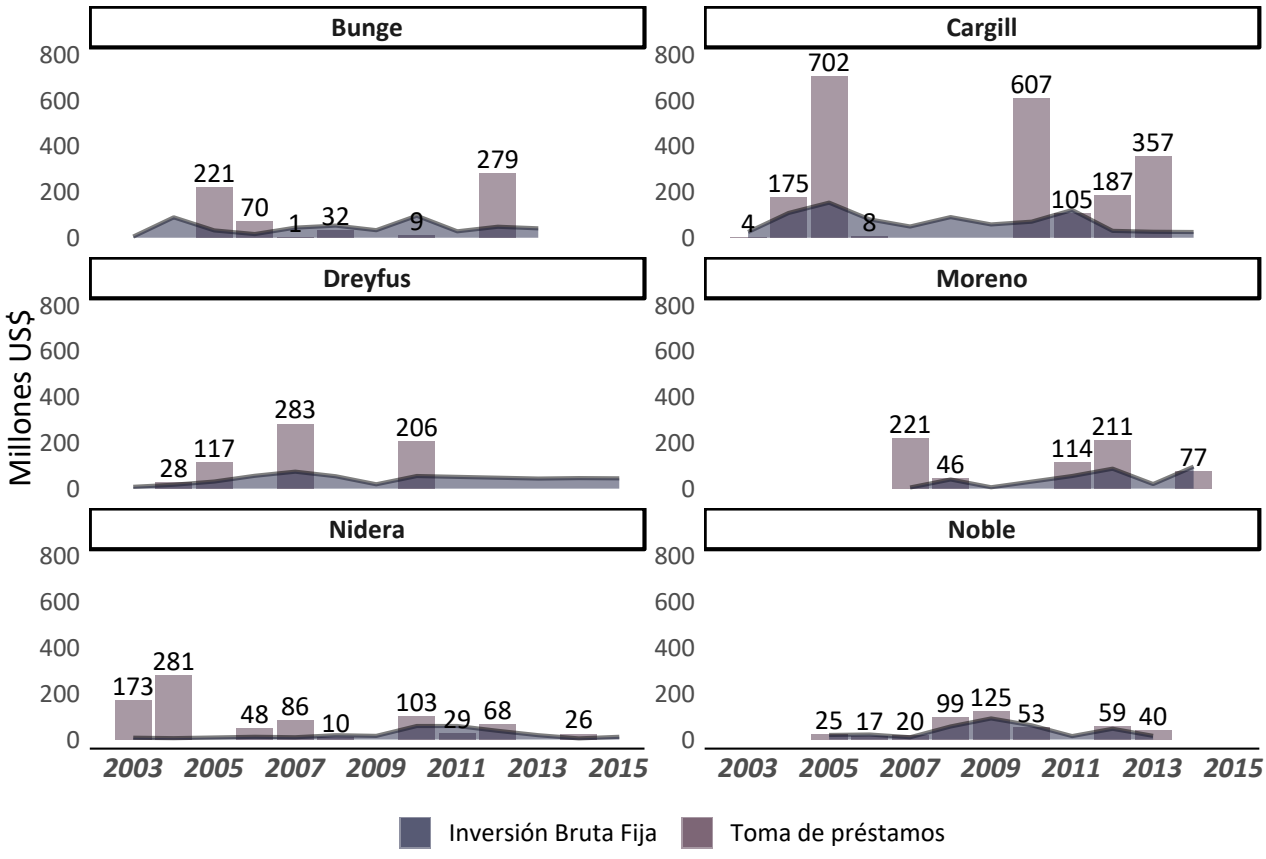
Particularmente Bunge recibió préstamos no corrientes de partes relacionadas en el año 2005 (Figura 5.6). En tanto, en los siguientes años existió preponderancia en los préstamos corrientes (con vencimientos menores a un año) provenientes del sector financiero. Bunge mencionó en sus notas a los estados de situación patrimonial que los préstamos financieros recibidos comprendieron acuerdos de prefinanciación de exportaciones. Entre las instituciones financieras en las cuales se apoyó financieramente comprendieron: el ICBC, la sucursal de CITI en Nueva York, el Banco Societé Generale (Francia), BNP Paribas (Francia), Bradesco (Brasil), Comafi, Banco de Santa Fe, Natixis (Francia), Industrial, Rio Santander y Provincia. Además, en sus balances destacó que la misma adquirió diversos préstamos nominados en pesos argentinos en el año 2012 a un plazo de 36 meses para financiar la ampliación de la planta de productiva de Ramallo (Figura 5.7).

Por otro lado, Cargill se financió en el año 2005 con préstamos de partes vinculadas en forma no corriente (Figura 5.6). En dicho año, el préstamo asumido coincidió con un incremento relativo de las capacidades productivas (Figura 5.7). Para el año siguiente el endeudamiento de Cargill aumentó tanto por los préstamos corrientes del sector financiero como por aquellos provenientes de empresas vinculadas. La toma de deuda del año 2006 correspondió con sendos déficits del flujo de caja producto de compras de bienes de cambio. En los años 2007 y 2008 recibió préstamos de entidades financieras a un plazo mayor al año, lo cual terminó financiando en parte un mayor dinamismo en la inversión productiva. En los siguientes años, los préstamos corrientes de las entidades financieras se volvieron preponderantes. El abultado déficit de caja del año 2010 de Cargill se pro-

dujo por compras de bienes de cambio, en tanto, estos fueron financiados con préstamos corrientes de entidades financieras. Por otro lado, en el período 2010-2013 se hicieron presentes préstamos con partes vinculadas en términos no corrientes los cuales financiaron el mayor dinamismo de la inversión productiva del año 2011.

Particularmente Dreyfus inició un proceso de desendeudamiento, lo cual le imprimió otra característica a su dinámica (Figura 5.6). Su financiamiento provino de entidades financieras ya sean en forma corriente como no corriente. Sin embargo, en el año 2006 recibió préstamos de una empresa vinculada con carácter corriente, momento en el cual se incrementó la inversión tras la construcción de su planta. Cabe aclarar que los pasivos financieros en términos absolutos se incrementaron hasta el año 2010. Dicho incremento se produjo principalmente por préstamos no corrientes de entidades financieras. Nuevamente en el año 2010 volvió a incrementarse la inversión productiva (Figura 5.7).

Figura 5.7: Toma de deuda (gráfico de barra) e inversión bruta fija (gráfico de área) en términos anuales (2003-2015) de las empresas extranjeras del sector oleaginoso (en millones de US$)



Elaboración propia a partir de los balances contables.

Por otro lado, Oleaginosa Moreno priorizó el acceso a préstamos corrientes tanto de entidades financieras como de sociedades relacionadas (Figura 5.6). En lo que respecta a los préstamos de entidades financieras, la sociedad recibió financiamiento del Banco Itaú B.B.A. International S.A. (Portugal), el Banco Santander UK PLC (Reino Unido) y el

Rabonbank Nederland (Países Bajos) con destino a la prefinanciación de exportaciones. Sin embargo, a partir del año 2011 comenzó a recibir préstamos de entidades financieras en términos no corrientes. Dicho financiamiento provino de la Corporación Andina de Fomento con el fin de construir la planta de procesamiento de soja en Timbúes (Santa Fe), momento en que se incrementaron tanto la toma de deuda como la inversión bruta fija (Figura 5.7).

El endeudamiento de Nidera Argentina S.A. se incrementó a lo largo del tiempo tanto en términos absolutos como relativos. Al igual que en el caso de Oleaginosa Moreno, en Nidera el financiamiento tuvo como acreedores a entidades financieras con carácter tanto corriente como no corriente (Figura 5.6). En lo que respecta al primero, Nidera mencionó que los préstamos por el prefinanciamiento de exportaciones tuvieron como procedencia a la entidad bancaria de Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden N.V. (Países Bajos). Además, mencionó que a partir del año 2010 dicho banco comenzó a financiar inversión productiva. Como se observa, la inversión creció en el período 2010-2011 al igual que la toma de deuda. Nidera aludió que: "La contratación de estos préstamos implica para la Sociedad el cumplimiento de determinadas condiciones y requisitos, como así también el mantenimiento de ciertos ratios financieros medidos en base a cifras consolidadas de acuerdo a normas Contables Holandesas. Se destacan entre estos ratios aquellos que miden el nivel de liquidez, EBITDA en relación a los intereses devengados, y solvencia. Adicionalmente se limita a la Sociedad en cuanto nivel de patrimonio neto mínimo, y monto a ser distribuido en concepto de dividendos" (Nidera Argentina S.A., 2015, pág. 27).

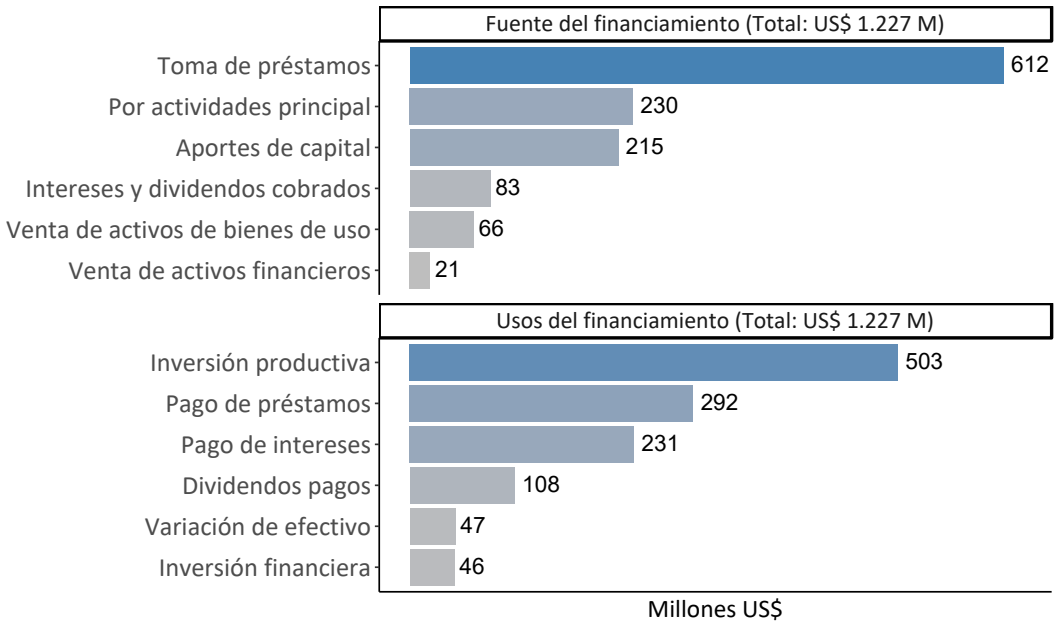
Por último, Noble se financió a través de préstamos provenientes tanto de entidades financieras como de sociedades relacionadas en forma no corrientes (Figura 5.6). En términos absolutos, el mayor monto adeudado de la Sociedad se produjo en el año 2010, el cual correspondió con la construcción de su planta de procesamiento en Timbúes (Santa Fe) (Figura 5.7). Las notas de Noble señalaron como fuentes del financiamiento tanto a la Corporación Financiera Internacional (CFI) como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Estos préstamos se encontraron garantizados por la casa matriz Noble Group Limited (controlante de Noble Agri Limited). Además, al igual que Nidera, Noble mantuvo ciertos criterios de liquidez.

En este sentido, cabe mencionar que si bien los préstamos provenientes de entidades financieras del exterior cumplieron un rol destacado, sería loable argumentar que dichos actores financieros actuaron como meros intermediarios de las casas matrices de las sociedades. Es decir, estas multinacionales detentaron filiales en guaridas fiscales que actuaron como brazos financieros al centralizar las fuentes y usos del financiamiento. Por lo tanto, la utilidad de entidades financieras para atraer fondos se encontraría poco justificado, siempre y cuando las empresas multinacionales las utilizaran como un intermediario. Por ello, las filiales mantendrían cuentas bancarias en dichas entidades financieras, las cuales cons-

tarían como garantías a la hora de otorgar los préstamos hacia las filiales en Argentina. En este caso, las entidades bancarias actuarían como una extensión de la multinacional.

5.2.2.2 Endeudamiento y su destino

Figura 5.8: Bunge: fuentes de financiamiento y sus usos en forma acumulada en millones de US$ (2003-2013)



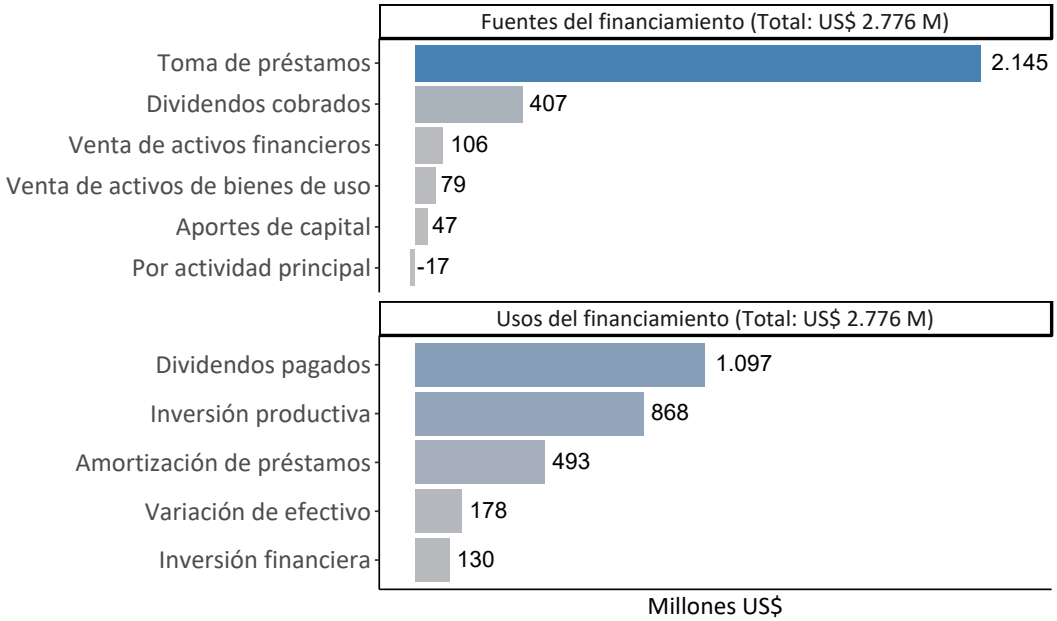
Fuente: Elaboración propia con datos contables de Bunge Argentina S.A.

En este punto, podríamos adelantar y deducir que el auge del sector en general y de las empresas estudiadas en particular, fue financiado a través de préstamos financieros. Además, cabe aclarar que el endeudamiento no sobrepasó en demasía a las ventas dado que este se tomó en el corto plazo. En general, las empresas se sirvieron de préstamos para financiar su capital de trabajo, y por lo tanto, pre-financiar sus exportaciones. Los préstamos tomaron carácter de corto plazo, característica de suma importancia para entender el tipo de activo que las empresas adquirieron.

Por lo general, el financiamiento se realizó a través de Entidades financieras internacionales o nacionales, las cuales realizaron pre-financiación de las exportaciones. Sin embargo, los préstamos intra-firma tuvieron otros objetivos. Estos se pactaron a largo plazo y tuvieron como finalidad la financiación de los aumentos de capacidad productiva. De esta forma, los aumentos de inversión productiva fueron reducidos a un negocio financiero intra-firma, ya que tuvieron como procedencia a filiales en guaridas fiscales.

Por otro lado, podría resultar curioso el hecho que las deudas comerciales no tuvieran preponderancia dado el tipo de actividad desarrollada, ya sean a través de los proveedores, o por medio de los anticipos de clientes. El negocio en la captación de rentas significó que la deuda comercial se refleje como deuda financiera por medio de las actividades de pre-

Figura 5.9: Cargill: fuentes de financiamiento y sus usos en forma acumulada en millones de US$ (2003-2014)



Fuente: Elaboración propia con datos contables de Cargill S.A.C.I.

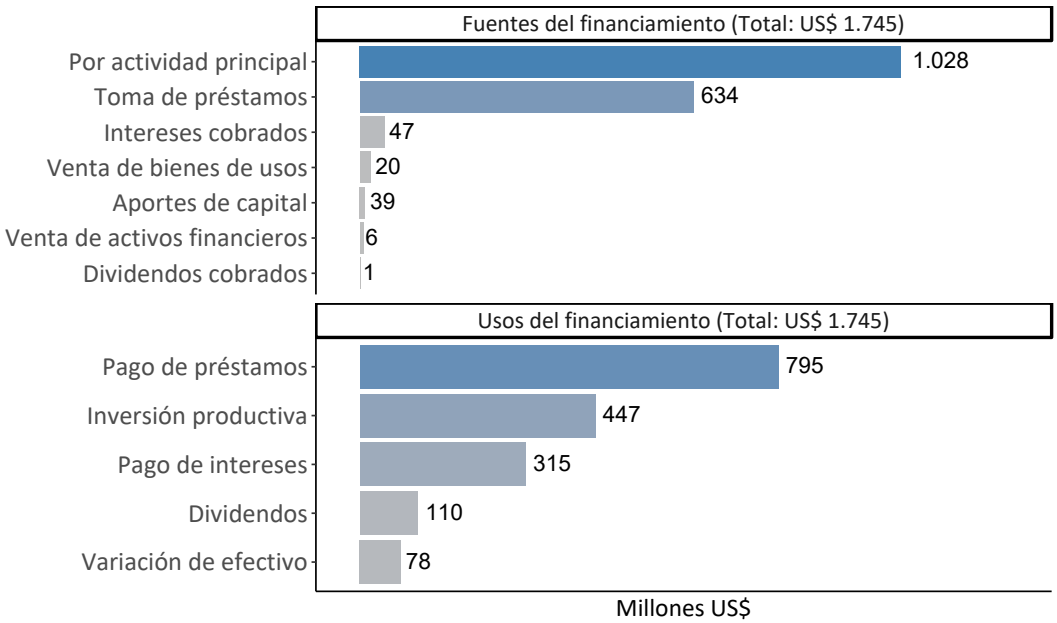
financiamiento de exportaciones. Estos préstamos consisten en que, por un lado, mientras se produjo contablemente un crédito por venta (dado que el cliente en el exterior no abonó aún su compra), un intermediario (constituido por una entidad financiera) financió la operación comercial al otorgar un préstamo financiero al vendedor para que éste pueda hacer frente a su próximo desembolso correspondiente al capital de trabajo.

Para ver el peso que posee el endeudamiento (así como su destino) nos adentraremos en el flujo de caja de las firmas. En primer lugar, Bunge tomó deudas financieras por US$ 612 millones en el período 2003-2013, la cual se reflejó como la principal fuente de financiamiento, seguida por el flujo de caja por el desarrollo de su actividad principal (US$ 230 millones) y los aportes de capital de su controlante (US$ 215 millones) (Figura 5.8). La toma de préstamos cubrió el 49% de las fuentes de financiamientos, la cual fue utilizada para realizar inversiones brutas fijas por US$ 503 millones, seguida de pagos de préstamos e intereses por 292 millones y 231 millones, respectivamente. Es decir, los pagos de capital e intereses de la deuda tomada, significaron el 42% de los usos del financiamiento, seguida de la inversión bruta fija por el 40% del mismo.

En términos anuales, la deuda tomada por Bunge Argentina S.A. se concentró tanto en los años 2012 por US$ 279 millones como en 2005 por 221 millones (Figura 5.7). Particularmente en dichos años existieron grandes déficits en el flujo de caja [10] . Es decir,

[10] Cabe aclarar que el déficit en el flujo de caja de las empresas por su actividad principal se puede deber a dos grandes motivos. Por un lado, a un mal desempeño de la actividad productiva, es decir, la misma arrojó pérdidas. Por otro lado, a un incremento de los activos por encima del desenvolvimiento de las ganancias obtenidas. En las empresas del sector, los principales déficit en el flujo de caja por la actividad principal se deben a los incrementos de los bienes de cambios.

Figura 5.10: Dreyfus: fuentes y usos del financiamiento en términos acumulados en millones de US$ (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos contables de LDC Argentina S.A.

la toma de deuda financió capital de trabajo. En cambio, en los años de mayores niveles de inversión como en 2004 y 2010 (por US$ 89 millones y 96 millones), esta fue financiada en gran parte por el flujo de caja por la actividad principal (por 121 millones y 103 millones, respectivamente) como por aportes de capital en 2010 (por 63 millones).

En segundo lugar, Cargill tomó deudas por US$ 2.145 millones en términos acumulados en el período 2003-2014 (Figura 5.9). Dichos préstamos acapararon el 77% de las fuentes de financiamientos en el período mencionado. Le siguieron en importancia los dividendos cobrados proveniente de su sucursal en Uruguay (y a su vez se constituye como su principal cliente) por US$ 407 millones, concentrados en el período 2003-2005[11]. Particularmente Cargill acumuló un déficit en su flujo de caja por la actividad principal por US$ 17 millones en el período 2003-2014. En cuanto al destino del financiamiento, los dividendos pagados a las estructuras controlantes significaron la principal categoría de usos del financiamiento por US$ 1.097 millones. De esta forma, los dividendos ascendieron al 39% del uso del financiamiento. En tanto, la inversión bruta fija significó el 31% de los usos del financiamiento por US$ 868 millones.

La toma de deuda por parte de Cargill se concentró en los años 2004-2005, así como en el período 2010-2013 (Figura 5.7). Mientras la inversión productiva se acrecentó en el período 2004-2005 y en los años previos al 2011. Cargill mencionó que: "se concluyeron todas las etapas administrativas necesarias para dar comienzo a las obras de nuestra planta de procesamiento de soja y terminal de embarque en Villa Gobernador Gálvez, obras que

[11] Estos dividendos cobrados financiaron los aumentos de capacidad productiva de Cargill en Argentina.

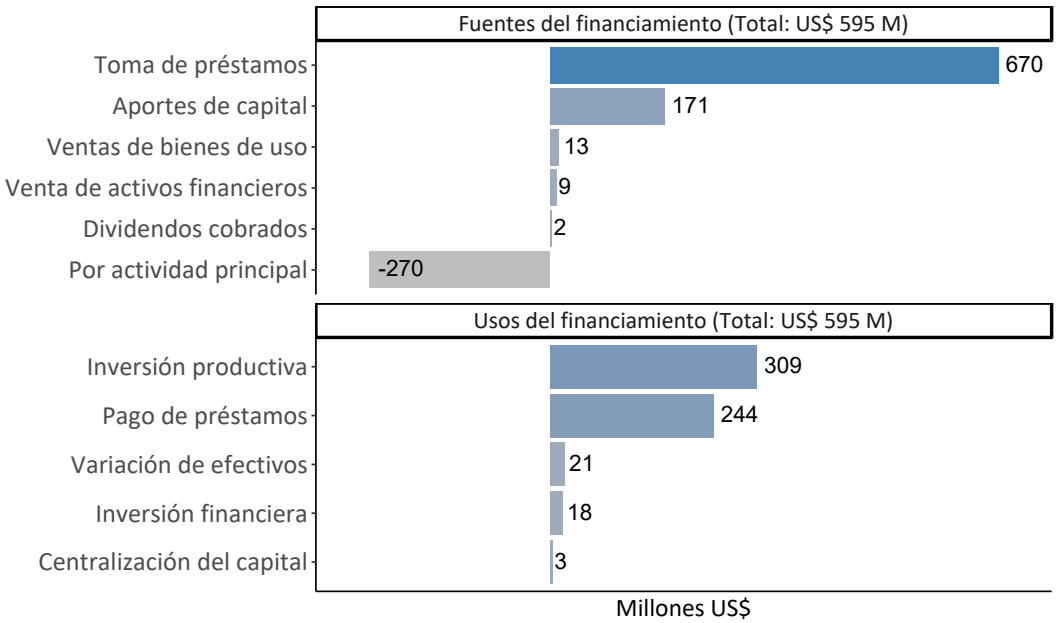
se encuentran a pleno ritmo, y cuya conclusión se prevé en los inicios de 2006. [...] También vinculada con esta obra merece destacarse que por la Resolución N° 68/2005 del Ministerio de Economía y Producción de la Nación, se concedió a nuestra Empresa el beneficio de la amortización acelerada a los efectos del Impuesto a las Ganancias en el marco de la Ley 25.924, a cuyo primer concurso nos presentamos con este proyecto de inversión" (Cargill S.A.C.I., 2004, pág. 3)[12]. Es decir, parte de la deuda financió al desenvolvimiento productivo. Sin embargo, en el año 2005 también existieron sendos déficits en el flujo de caja generado por la actividad principal de US$ 590 millones (producto del aumento del capital de trabajo), al mismo tiempo que la toma de deuda alcanzó los 702 millones. En el año 2010, Cargill tomó deuda por US$ 607 millones y tuvo déficit por 329 millones por la actividad principal. Tanto la inversión productiva como la toma de deuda se mantuvieron en niveles elevados durante los años 2010-2011, debido a la construcción de la planta de biodiesel en la localidad de Villa Gobernador Gálvez (Santa Fe). Particularmente en el año 2013, Cargill se endeudó por US$ 357 millones, mientras el principal destino fue la inversión financiera por US$ 130 millones (aunque así también existió una variación positiva de efectivo por 245 millones), mientras, al mismo tiempo, la inversión bruta fija ascendió únicamente a los 26 millones en el mismo año.

En tercer lugar, en términos acumulados, Dreyfus concretó sus actividades de financiamiento principalmente a través del flujo de caja generado por su actividad principal en unos US$ 1.028 millones bajo el período 2003-2015, el cual asumió el 58% de las fuentes de financiamientos (Figura 5.10). Seguidamente, la toma de deuda acumuló US$ 634 millones en igual período, al aportar el 36% del financiamiento. Esta particular situación se produjo por el proceso de desendeudamiento de Dreyfus principalmente en el período 2007-2015 (Figura 5.6). Por otro lado, la principal categoría en cuanto al uso del financiamiento se concentró en el pago de préstamos por US$ 795 millones. Es decir, canceló deudas por un monto mayor al correspondiente de los préstamos percibidos. En el uso del financiamiento, le siguió en importancia la inversión bruta fija por 447 millones, representando el 25% del mismo. Sin embargo, al sumar el pago de capital e intereses en el período 2003-2015, estos montos ascendieron a US$ 1.110 millones y concentraron el 63% de los usos del financiamiento.

En términos anuales, la toma de deuda se concentró en los años 2005, 2007 y 2010 por 117 millones, 283 millones y 206 millones, respectivamente (Figura 5.7). En tanto, la inversión aumentó considerablemente en el año 2007 y en el año 2010 con respecto a los años que le precedían. En los años 2006-2007 se concluyeron las obras de la planta de molienda en Timbúes (Provincia de Santa Fe). Mientras en el año 2005 la deuda también financió el déficit en el flujo de caja por la actividad principal, sin embargo, en el año 2010 dicho déficit no existió. Particularmente, el período 2013-2015 concentró las amortizaciones de los préstamos por 643 millones.

[12] Para más información sobre el régimen de amortización acelerada véase Azpiazu & Schorr (2010).

Figura 5.11: Oleaginosa Moreno: fuentes y usos del financiamiento en términos acumulados en millones de US$ (2007-2014)



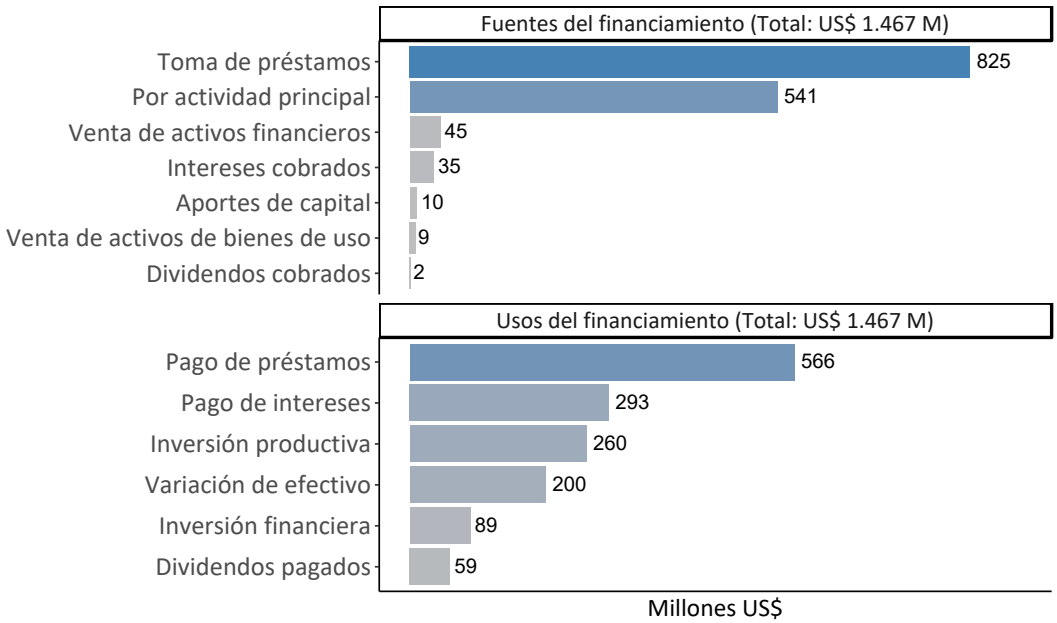
Fuente: Elaboración propia con datos contables de Oleaginosa Moreno Hns. S.A.C.I.F. y A.

En cuarto lugar, el principal componente de financiación de Oleaginosa Moreno en el período 2007-2014 correspondió la toma de préstamos por US$ 670 (Figura 5.11). Le siguió en importancia los aportes de capital provistos por los socios en US$ 171 millones. Además, la filial obtuvo un déficit en el flujo de caja generado por su actividad principal de US$ 270 millones. Del otro extremo, la inversión bruta fija asumió el principal uso del financiamiento por US$ 309 millones en el período mencionado, acaparando el 51% del uso del financiamiento. Le siguió en importancia los pagos de capital por 244 millones, al representar el 41% de los usos del financiamiento.

Al anualizar los desembolsos de los préstamos se pudo comprobar que estos estuvieron concentrados en los años 2007 y 2012 (Figura 5.7). En el año 2007 la inversión fue relativamente baja, en comparación con otros años. Sin embargo, en el año 2007 la toma de deuda financió el pago de obligaciones financieras por US$ 135 millones y un déficit del flujo de caja por la actividad principal por 87 millones. En tanto, en el año 2012 la toma de deuda financió un déficit de caja por US$ 140 millones y una inversión bruta fija por 87 millones. Particularmente los aportes de capital se concentraron en el año 2014 por US$ 131 millones. En dicho año, en conjunto a la toma de deuda por US$ 77 millones, se financió un déficit de 108 millones y una inversión bruta fija de 96 millones, la cual asumió un mayor dinamismo con respecto a otros años.

En quinto lugar, Nidera tuvo como principal componente de financiación a la toma de préstamos por US$ 825 millones en el período 2003-2015, los cuales representaron el 56% del total (Figura 5.12). Le siguió en importancia un superávit de caja por US$

Figura 5.12: Nidera: fuentes y usos del financiamiento en términos acumulados en millones de US$ (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos contables de Nidera Argentina S.A.

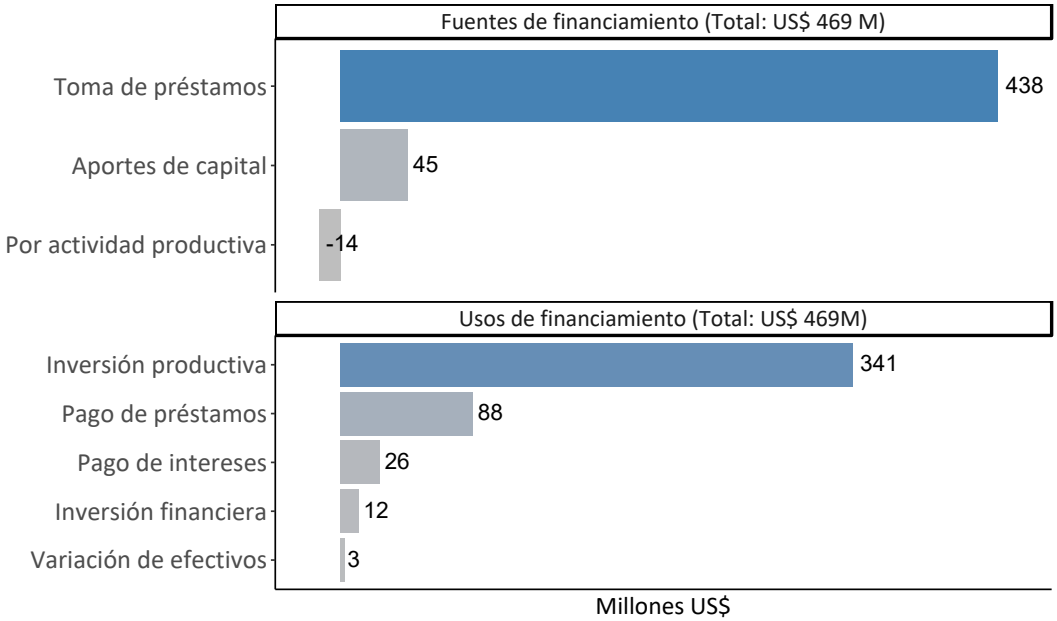
541 millones al acaparar el 36% de las fuentes de financiación en igual período. Del otro extremo, el principal componente en los usos del financiamiento correspondió a los pagos de préstamos por US$ 566 millones, concentrando el 38% de los mismos. Seguidos por el pago de intereses por US$ 293 millones acaparando el 19% de los usos del financiamiento. La inversión bruta fija se posicionó en el tercer lugar de los usos del financiamiento por US$ 260 millones (17%). Por lo tanto, al sumar los pagos con los intereses, estos representaron el 57% de los usos del financiamiento.

En términos anuales, el financiamiento se concentró en los años 2003 y 2004, por US$ 173 y 281 millones, respectivamente. Dichos préstamos financiaron principalmente vencimientos de deuda por 147 y 267 millones, respectivamente. Por otro lado, los superávit del flujo de caja se concentraron en el año 2015 al ascender a los US$ 430 millones fruto del aumento del dinamismo del sector por la devaluación de fin de dicho año (Figura 5.7). Particularmente en el año 2015, el superávit de caja financió principalmente el pago de préstamos e intereses por US$ 200 millones, e inversión financiera por 62 millones, mientras la inversión productiva ascendió únicamente a 12 millones.

Por último, Noble financió sus actividades principalmente a través de la toma de deuda en US$ 438 millones en forma acumulada en el período 2005-2013, representando dicha partida el 93% de las fuentes de financiamiento (Figura 5.13). Le siguió en importancia los aportes de capital por US$ 45 millones. En tanto, en los usos del financiamiento, en el primer lugar se ubicó la inversión bruta fija por US$ 341 millones, representando el 72% de estos, seguidos por los pagos de préstamos e intereses en 104 millones.

Con respecto a Noble, al analizar la correlación en términos anuales entre la inversión

Figura 5.13: Noble: fuentes y usos del financiamiento en términos acumulados en millones de US$ (2005-2013)



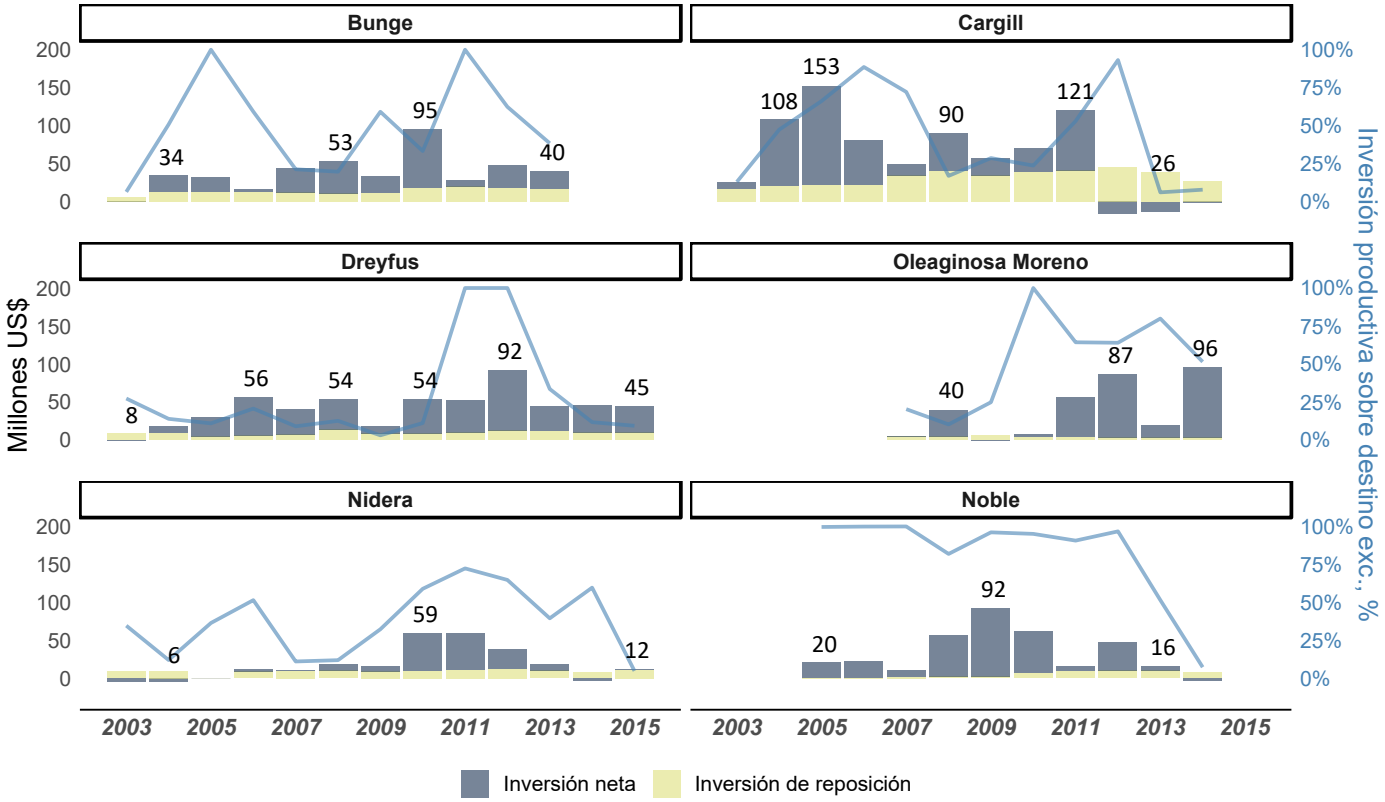
Fuente: Elaboración propia con datos contables de Noble Argentina S.A.

productiva y la toma de deuda, nos podemos percatar sobre su similar evolución (Figura 5.7). Existió coincidencia entre ambas variables debido a la construcción y puesta en funcionamiento de su planta de molienda. La filial no produjo un superávit suficientemente grande como para financiar su desenvolvimiento productivo.

5.2.3 Inversión productiva

El volumen de excedente generado por las empresas exportadoras de *commodities* estuvo determinado por la evolución de las ventas y los precios. La inversión productiva dependió de la capacidad de generar nuevos negocios, y por ende, de las exportaciones y ventas realizadas. El sector de oleaginosas en Argentina mostró un claro ciclo en sus inversiones productivas (véase Figura 5.14), el cual acompañó al descripto por las ventas. Las inversiones productivas más significativas fueron realizadas hasta los años 2008-2009. Empresas como Cargill y Noble mostraron esta marcada tendencia. Sin embargo, la inversión no decayó. Nuevas inversiones productivas en el subsector de los biocombustibles alimentaron un nuevo ciclo al alza en los años 2010-2012. Bunge, Cargill, Dreyfus, Oleaginosa Moreno, y Nidera incrementaron fuertemente sus inversiones en esta etapa, en busca de ingresar en los negocios del biocombustible. Cabe destacar el papel que tuvieron las inversiones netas dentro de las inversiones productivas totales. El sector fue un gran generador de nuevas capacidades productivas en el período analizado.

Figura 5.14: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: inversión productiva en millones US$ (eje primario, gráfico de barra); participación de la inversión productiva en el destino del excedente, en % (eje secundario, gráfico de línea) (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos de balances contables.

La participación de la inversión productiva tuvo prioridad en los primeros años del período analizado (2003-2005). Para esta etapa las aceiteras decidieron ampliar sus capacidades productivas y relegaron sus aspiraciones de fuga de capitales e inversiones financieras. En cambio, durante el período 2006-2010, la participación de las inversiones productivas en el destino del excedente fue relegada. Si bien las empresas siguieron adelante con proyectos de inversiones productivas, dicho destino comenzó a competir con la fuga de capitales y la inversión financiera. Para esta etapa el excedente generado fue lo suficientemente grande como para diversificar su destino. A partir del período 2012-2015, la participación de las inversiones productivas en el destino del excedente aumentaron a pesar de la caída de las mismas en términos absolutos. Esto se debe a que el excedente generado decayó, y con este, también lo hizo la fuga de capitales (más aún en un contexto de restricciones cambiarias). Aún así, existieron años particulares en el período 2012-2015, en los cuales la participación de las inversiones productivas en el destino del excedente fue relativamente baja. Dada la imposibilidad de fugar capitales por las restricciones cambiarias, estas empresas comenzaron a realizar grandes inversiones financieras que compitieron con las inversiones productivas.

La debacle de la inversión productiva de las empresas aceiteras estuvo determinada

por variables internacionales. En la Figura 5.15 podemos comprobar la evolución en millones de dólares de las compras transfronterizas de empresas (fusiones y adquisiciones) a nivel mundial. Los picos de las mismas reflejaron el punto más alto en el apogeo de la especulación financiera. Como consecuencia de estos, sobrevino una crisis financiera a escala regional y/o mundial. La primer crisis financiera visible se encontró traccionada por las TICs[13] durante el año 2000. Seguidamente, la crisis de las hipotecas del 2007 se reflejó en un aumento generalizado de las compra-venta en todos los sectores de actividad. En tanto, en el año 2011 la crisis financiera fue liderada por sectores primarios. Posteriormente, como consecuencia de la caída de los precios de los *commodities*, en los años 2015-2016, tuvo su origen una ola de mega-fusiones en la industria agro-química.

De esta forma, la crisis del 2011 marcó un quiebre en el sector primario. En primer lugar, porque dicha crisis financiera estuvo fundamentada por una menor demanda de bienes primarios del sudeste-asiático dado que China comenzó a mostrar un menor crecimiento económico (Moncaut & Vázquez 2017). Si bien existieron ascensos en los precios de algunos bienes primarios, a partir del año 2011, dichos precios mostraron una mayor dispersión en su evolución. Para el año 2015, Dreyfus en Argentina mencionó que: "La desaceleración de la economía China, conjuntamente con la inestabilidad política observada en las regiones del Mar del Norte / Oriente medio y la pronunciada caída del precio del petróleo, afectaron negativamente a las economías Latinoamericanas por medio de una caída sostenida en los precios de los commodities" (LDC Argentina S.A., 2015, pág. 1).

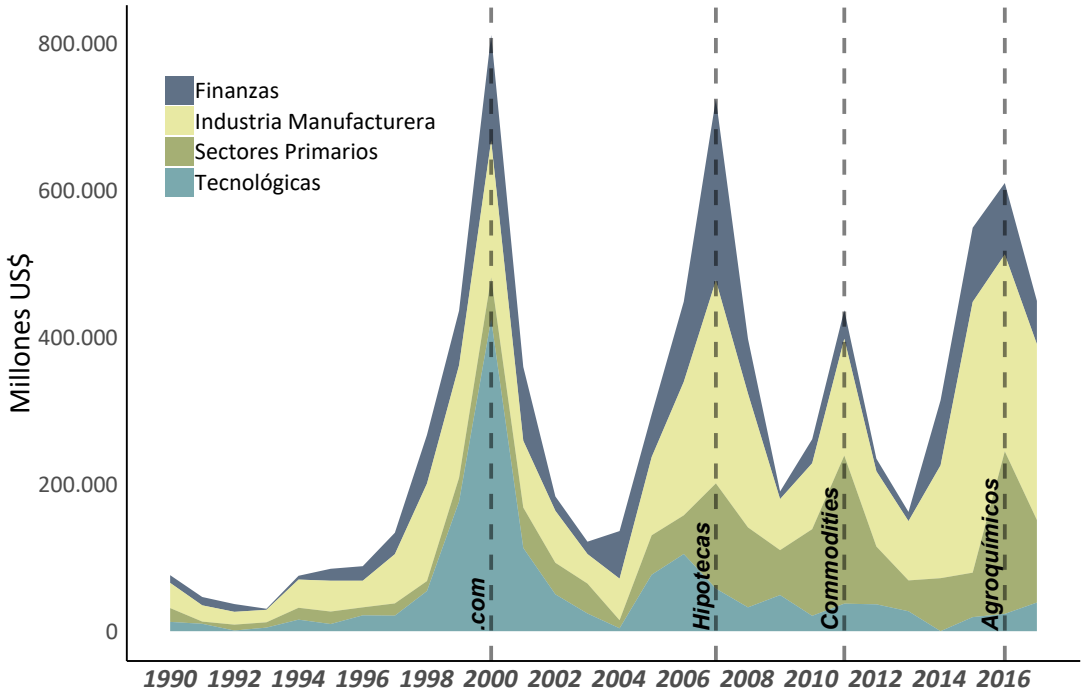
En un primer momento, en el período 2000-20011, los precios de los bienes primarios ascendieron, lo cual significó que: " En el plano internacional, los términos de intercambio para el país continuaron favorables. El flujo de fondos positivo hacia las economías llamadas emergentes también alcanzó al país" (LDC Argentina S.A., 2006, pág. 1). Sin embargo, la tendencia fue interrumpida a partir del 2012 (Figura 5.16). El precio del aceite de soja alcanzó su nivel más alto en el año 2011, luego de haber sido golpeado por la crisis de las hipotecas en el año 2009. El precio del aceite de girasol sufrió el revés de la crisis de las hipotecas, aunque se recuperó rápidamente hasta el año 2011, momento en el cual, comenzó su descenso.

Bienes como el maíz o el trigo, sufrieron la misma dinámica (alcanzando el mayor nivel de precio durante el año 2011), en tanto, la harina de soja y el poroto de soja siguieron incrementando sus precios hasta el año 2012, para luego estancarse y disminuir con fuerza en el año 2015 (Figura 5.16). Estos bienes aumentaron de precio durante el nuevo milenio y sufrieron las crisis financieras, ya sea al reducirse su precio (crisis de las hipotecas en cada uno de los bienes mencionados), o al estancarse a partir del año 2011 (como la harina de soja y poroto de soja). Si bien el precio de los bienes primarios disminuyeron su valor, estos siguieron detentando niveles más elevados que a los del comienzo del nuevo siglo.

Esta evolución del precio de los *commodities* impactó en las grandes empresas ex-

[13] Tecnologías de la Información y las Comunicaciones.

Figura 5.15: Fusiones y adquisiciones transfronterizas a nivel mundial por grandes ramas de actividad (1990-2017), en millones US$.



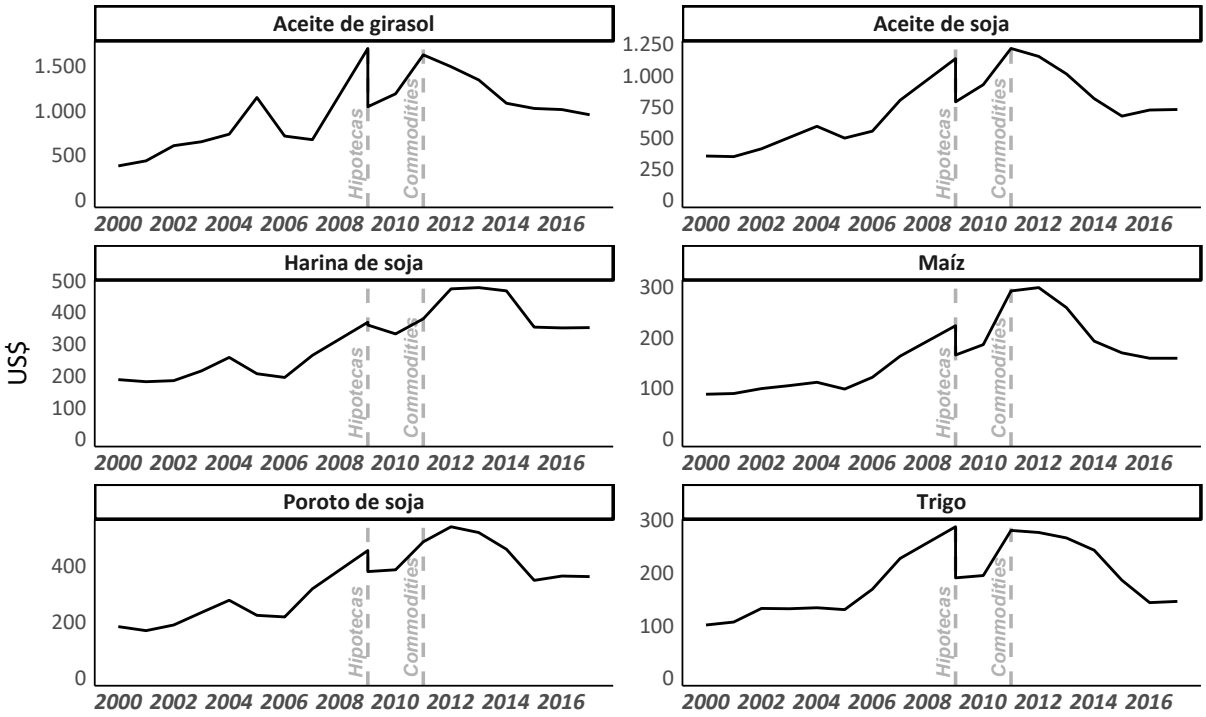
Fuente: Elaboración propia con datos de la UNCTAD.

tranjeras. En primer lugar, debiéramos mencionar que las exportaciones de las empresas estudiadas alcanzaron su punto más alto en el año 2011 (Figura 5.17). Tanto Bunge, Cargill, como Oleaginosa Moreno mostraron las mayores ventas al exterior en dicho año. Por otro lado, tanto Dreyfus como Noble alcanzaron el monto más elevado de exportaciones en el año 2012. Particularmente, las exportaciones de Nidera siguieron acrecentándose a lo largo de toda la serie. En conjunto, las exportaciones de dichas empresas alcanzaron valores por US$ 16 mil millones en el año 2011, para luego descender.

A la dinámica de precios mencionada, debiéramos mencionar ciertas restricciones en el comercio exterior relacionadas con el *dumping*. En primer lugar, a partir del año 2012, y tras la estatización de la empresa YPF, la Unión Europea implementó restricciones a la importación de biodiesel (principal destino de dicha producción). En adición, China estableció restricciones a las importaciones de aceites de soja a partir del año 2010, argumentando problemas de calidad.

En el año 2014, Cargill en Argentina enumeró las problemáticas que atravesó el sector: "[…]los principales componentes del resultado fueron por un lado: una alta demanda de soja [sin procesar] de parte de China, una sobrecapacidad de molienda instalada en el país y una venta lenta de soja por parte de los productores. […] Por otro lado, se debieron afrontar mayores costos, no solo por la baja utilización de la capacidad de molienda, sino también por exageradas presiones sindicales y la necesidad de fuel-oil durante el invierno. […] La utilización de la capacidad instalada y los márgenes de producción continuaron

Figura 5.16: Evolución del precio internacional en US$ de los principales bienes primarios (2000-2017)



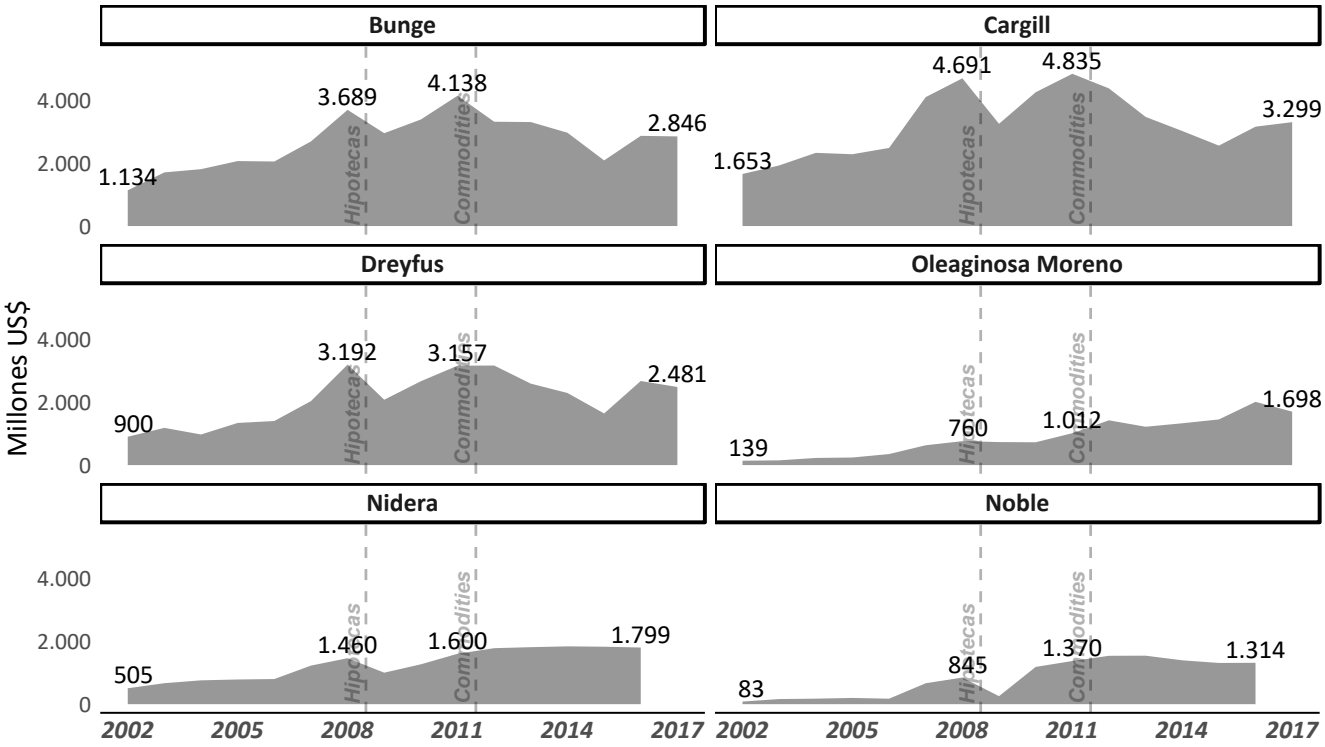
Fuente: Elaboración propia con datos del Ministerio de Hacienda, Presidencia de la Nación

siendo muy bajos debido a las tarifas anti-dumping que impuso la Unión Europea a las importaciones de biodiesel." (Cargill S.A.C.I., 2014, pag. 1).

El sector resultó ser dependiente de la evolución de precios internacionales, y a pesar de haberse diversificado en otras actividades, su dinámica se vio alterada por dichos fenómenos. A su vez, la caída de la inversión productiva de las empresas extranjeras tuvo determinantes nacionales. Por ejemplo, durante el año 2007 se produjo el recrudecimiento de la inflación; en los años 2008-2009 comenzó la crisis de las hipotecas; en 2008, aconteció la denominada "crisis del campo"; en 2009, existió una mala cosecha producto de la sequía; en el año 2010 comenzaron las restricciones chinas a las importaciones de soja procesadas; durante los años 2011-2015 se implementan las restricciones cambiarias; mientras en los años 2011-2012 se produjeron nuevamente campañas con sequías, etc. Como consecuencia, estas problemáticas impactaron en todas las empresas.

Particularmente para el año 2015 se produjo una situación contradictoria. Mientras que los precios primarios se desplomaron, al mismo tiempo, el gobierno de Cambiemos implementó una serie de políticas que benefició al sector. Nidera en Argentina menciona que: "El nuevo signo político tomó inmediatas medidas para el sector agropecuario eliminando en forma total o parcial las retenciones por Derecho de exportación que se venían realizando a los granos y oleaginosas desde hace más de una década. Asimismo, finalizó con la restricción de acceso a la moneda extranjera y liberó la cotización de la misma"

Figura 5.17: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: exportaciones en millones de US$ (2002-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de la Revista Prensa Económica.

(Nidera Argentina S.A., 2015, pág. 4). Dreyfus menciona que: "Con relación a la industria Agropecuaria, el nuevo gobierno eliminó los ROEs[14] a la exportación, conjuntamente con las retenciones a los granos,[…] el tipo de cambio pasó de 9,82 a 13,40 el 17 de diciembre, […][dado que anteriormente se estaba] utilizando este tipo de cambio sobrevaluado como ancla inflacionaria" (LDC Argentina S.A., 2015, pág. 1).

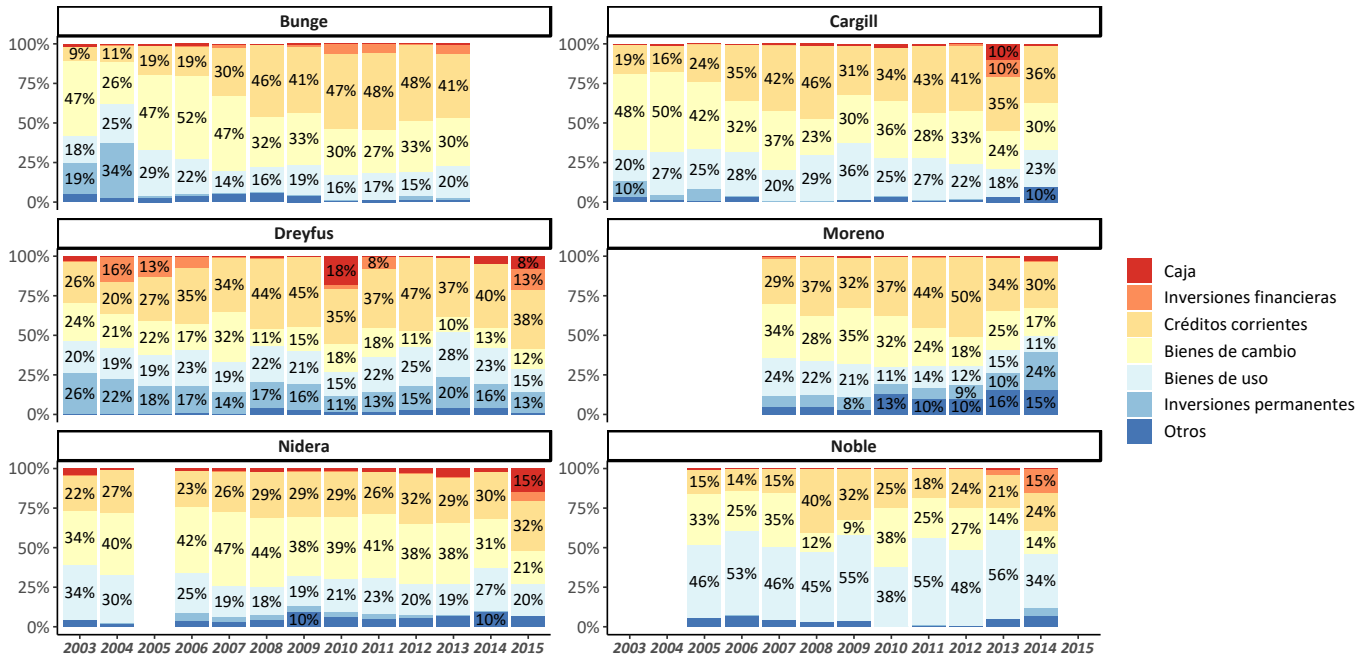
5.2.4 Inversión financiera e ingresos financieros

Dado que avanzamos sobre el tipo de financiamiento recibido y sus usos en la inversión productiva, cabe preguntarse si estos fueron los únicos activos que tributaron ganancias a las empresas tratadas. Como se puede ver en la Figura 5.18, las firmas detentaron un elevado grado de liquidez en la composición de sus activos. Entre un 60% a un 75% de los mismos correspondieron a activos corrientes. Mientras el peso de los bienes de uso, y por lo tanto del capital fijo en las empresas, quedó relegado. Particularmente, Noble mantuvo un significativo peso sobre los bienes de uso, fruto de su tardía inserción al mercado.

La elevada liquidez de las empresas podría ser explicada, entre otras cosas, por la adquisición de bienes de cambio, créditos comerciales a los clientes (los cuales serán abordados en la siguiente sección), y diversas inversiones financiera. En primer lugar, los bienes

[14] Refieren a medidas para restringir la comercialización externa que permiten contener los precios de los bienes domésticos.

Figura 5.18: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: composición de los activos, en % (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances contables.

de cambio fueron financiados a través de la prefinanciación de las exportaciones. Estos acapararon entre el 30% y el 47% del total de los activos (dependiendo el año) en las filiales de Bunge y Cargill. En Dreyfus estos concentraron entre un 12% y un 24%, mientras en Oleaginosa Moreno entre un 17% y un 34%. Por último, en Nidera representaron entre un 21% y un 47%, y en Noble entre 14% y un 38% (Figura 5.18).

En segundo lugar, la partida "créditos corrientes" creció a lo largo del tiempo en todas las empresas estudiadas. Particularmente la misma ocupó cerca de un 40% de los activos totales en firmas como Dreyfus, Cargill y Bunge. Dicha explicación podría ser muy variada. La devaluación y las grandes fluctuaciones de precios perjudicaron a las empresas, por lo que estas trataron de cubrirse. Bunge Argentina mencionó que: "[…] la Sociedad utiliza instrumentos financieros derivados incluyendo futuros y opciones y contratos a términos para reducir el impacto de variaciones en la relación de cambio entre el peso argentino y el dólar estadounidense. […] los saldos a cobrar [por los contratos a términos] se exponen en el rubro Otros Créditos" (Bunge Argentina S.A., 2010, pág. 17). Otra razón radicó en el crecimiento de los créditos por venta, en este caso la filial realizó la venta sin que el cliente la haya abonado. La conveniencia en dicha operatoria ocurre dado que la filial argentina logró congelar el precio de venta, lo cual le permitiría otorgar mayor previsibilidad en un contexto inflacionario y de especulación en la evolución del tipo de cambio. Por último, bajo la partida de "otros créditos" fueron contabilizados diversos préstamos otorgados a sociedades relacionadas. Por lo general, las filiales destinaron recursos al otorgamiento de préstamos en forma intra-firma a sociedades en guaridas fiscales.

Por otro lado, los bienes de cambio tuvieron la característica de valorizarse en el tiempo en función a la evolución de su precio internacional. Por lo tanto, las empresas del sector especularon en torno al momento de vender sus existencias para maximizar sus ganancias. Al tratarse de actores de peso en la economía, presionaron sobre el tipo de cambio al retener sus stocks. Es por ello, las empresas del complejo utilizaron a sus propios bienes como un activo financiero al especular sobre el momento de venta de los mismos.

Las ganancias por el aumento de precio de los *commodities* no resultaron ser despreciables. En Bunge estas alcanzaron los US$ 158 millones en 2008 y se elevaron al 5% de las ventas totales (Figura 5.20). Por otro lado, Cargill obtuvo ganancias de US$ 507 millones en el año 2010 por retener sus bienes, las cuales alcanzaron el 10% de las ventas. Mientras Dreyfus logró concretar ganancias por hasta US$ 218 millones en 2015.

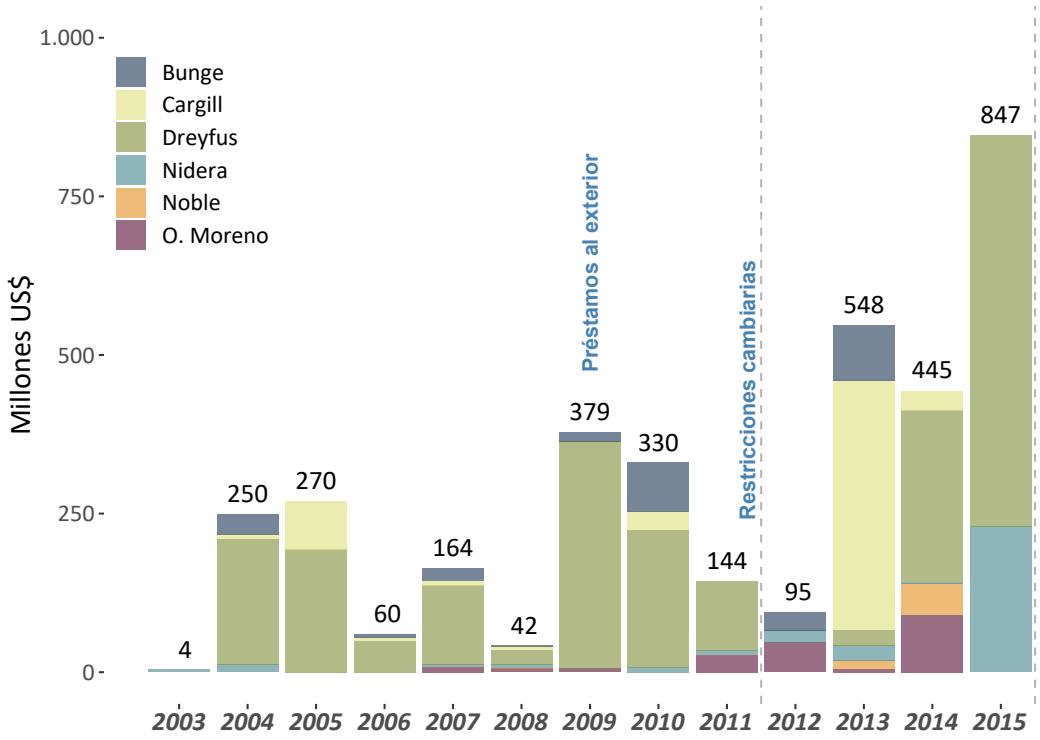
En empresas de menor tamaño como Moreno y Noble las ganancias por la retención de bienes resultaron ser menores en términos absolutos. Sin embargo, representaron una elevada proporción de las ventas. En Nidera las ganancias por la valorización de los bienes procesados fueron crecientes tanto en términos absolutos como relativos. Para el año 2015, estas ascendieron a US$ 141 millones, y representaron el 8% de las ventas.

De esta forma, cabe destacar que a través de la composición de los activos, las empresas del sector traccionaron su acumulación en actividades ligadas al comercio. Esto se puede visualizar en la importancia de los créditos y los bienes de cambio. El peso relativo que arrojaron dichas partidas fueron fundamentales para comprender la posterior fuga de capitales a través de los precios de transferencias.

Por otro lado, habría que destacar el rol de la inversión financiera propiamente dicha. En este caso, el actor más dinámico resultó ser Dreyfus. La inversión financiera de la mencionada aceitera ascendió al 16% en 2004 y 13% en 2005 y 2015 respecto a la composición de sus activos. Entre sus componentes se destacaron las colocaciones transitorias en entidades financieras (plazos fijos), fondos comunes de inversión, y la adquisición de títulos públicos. Además, la firma mantuvo acciones minoritarias en YPF S.A., Petrobras, el Banco Galicia, etc. En lo que respecta a las inversiones permanentes, adquirió un importante peso el valor en libro de Urugrain por US$ 221 millones, empresa controlada por Dreyfus. Cabe destacar que Urugrain se constituyó como una de las acreedoras del Estado argentino de la deuda entrada en default hacia finales del 2001. Dicha empresa poseía deuda del Estado argentino en valor nominal por 392 millones de euros. El papel de Dreyfus en la inversión financiera es muy llamativo, dado que la firma tuvo un destacado papel como financista al otorgar préstamos a partes relacionadas (véase Figura 5.19). Las inversiones financieras de Dreyfus bajo este componente fueron muy altas en varios años. Particularmente en el año 2009, Dreyfus aumentó considerablemente sus inversiones en préstamos otorgados fruto de la falta de liquidez que sufrió la casa matriz.

Otra sociedad que otorgó préstamos a partes relacionadas fue Oleaginosa Moreno.

Figura 5.19: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: inversión financiera en millones US$ (2003-2015)



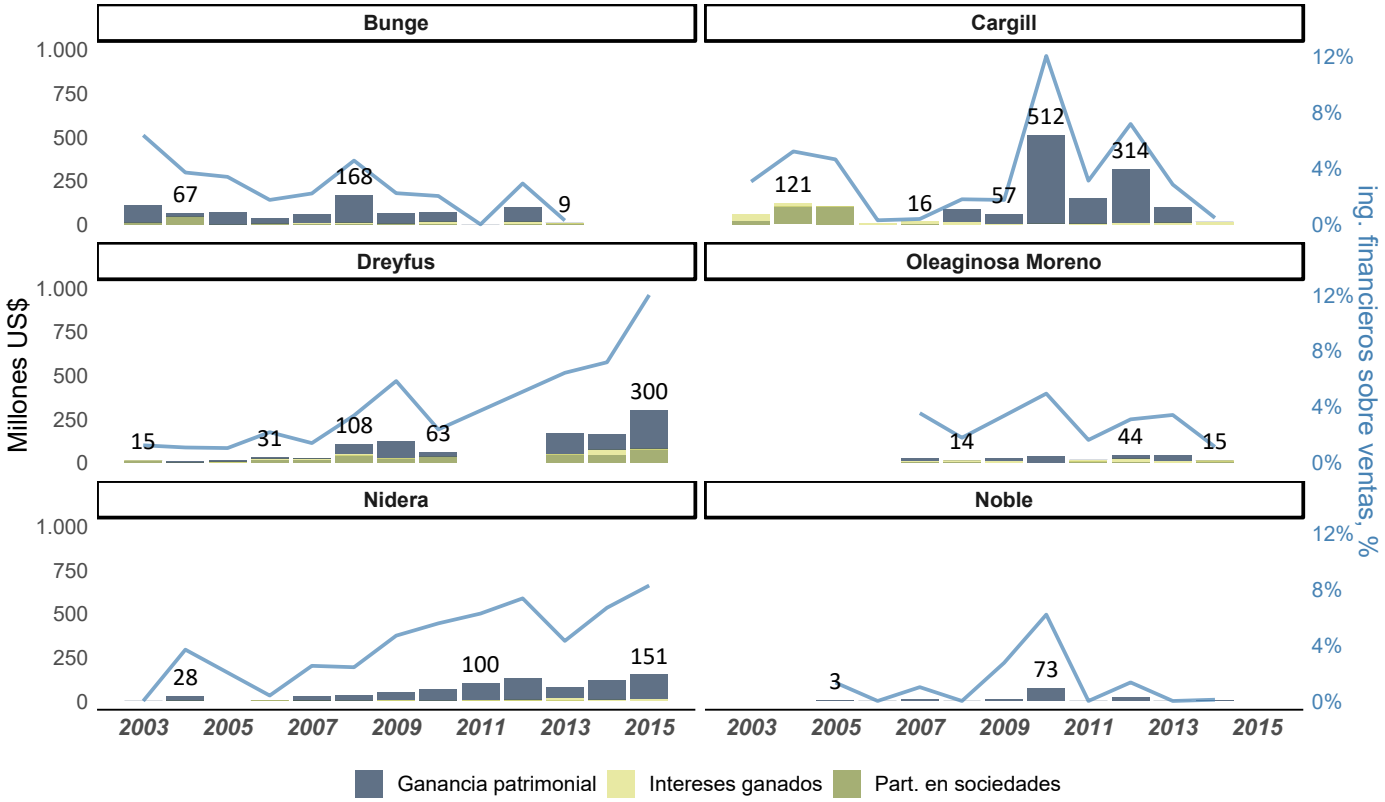
Fuente: Elaboración propia a partir de los balances contables.

En los años 2011 y 2012, la firma aumentó su excedente, el cual repercutió tanto en la inversión productiva como financiera. Por otro lado, debe mencionarse que algunas sociedades aumentaron de golpe ciertas inversiones en el período 2012-2015. En este caso el excedente de las empresas no se fugó al exterior, por lo que alimentó cierta especulación en demanda de efectivo e inversiones de corto plazo. En el año 2013, Cargill mantuvo un 10% de su cartera de activos en efectivo y un 10% en Lebac, lo que significó una inversión total por US$ 393 millones; en el caso de Nidera para el año 2015, el efectivo ocupó el 15% de su cartera de efectivo, con una inversión de US$ 167 millones. De igual forma, Dreyfus incrementó su demanda de efectivo por US$ 290 millones (en igual año). Por otro lado, tanto Nidera como Noble adquirieron inversiones en fondos comunes de inversión por US$ 62 millones en 2015 y 50 millones en 2014, respectivamente. Para el año 2013, tanto Bunge como Cargill adquirieron Lebac por US$ 56 millones y US$ 130 millones, respectivamente. Las inversiones permanentes en Oleaginosa Moreno fueron significativas en el año 2014 (tras el aumento de su participación en Renova tras la salida de Molinos Río de la Plata). Se establece como hipótesis que durante el período 2012-2015, la inversión financiera suplió a la fuga de capitales como sustituto en el destino del excedente. Aún así, la inversión financiera tuvo una baja participación en el destino del excedente en las empresas aceiteras a excepción de Dreyfus, y sólo la misma aumentó en ciertos años particulares durante las restricciones cambiarias.

En definitiva la evolución de la composición de los activos reflejó el efecto de las empresas por cubrirse de los impactos en el tipo de cambio, así como para obtener ganancias patrimoniales ante una posible devaluación. Nidera en Argentina mencionó en el año 2015 que: "El 17 de diciembre de 2015 el nuevo gobierno, formalizó la salida, del llamado el cepo cambiario que determinó una devaluación del 36%. La posición financiera de la empresa estaba preparada para afrontar estos eventos lo que determinó un impacto positivo en el ejercicio 2015" (Nidera Argentina S.A., 2015, pág. 2). Como se puede ver en la Figura 5.20, en el caso de Dreyfus y Nidera para el año 2015 (siendo estos los casos en los cuales se cuenta con los balances del año 2015) la ganancia patrimonial resultó ser la más alta en términos históricos.

Como se destacó, los ingresos financieros reflejaron las ganancias patrimoniales por la revalorización de los bienes de cambio. Sin embargo, existieron algunas particularidades. En primer lugar, dentro de las aceiteras, únicamente Dreyfus tuvo una matriz más diversificada de sus ingresos financieros. Estos se diversificaron en ganancias patrimoniales, intereses y participaciones en resultados de sociedades controladas. Cabe destacar que las ganancias financieras de la sociedad Urugrain perteneciente a Dreyfus, comprendieron intereses ganados por activos financieros. Es decir, que al interior de dichos ingresos financieros en participaciones de resultados de la sociedad, debieran ser contabilizados como intereses ganados. Por otra parte, los intereses ganados de Dreyfus conformaron una ganancia financiera por los préstamos intra-firma otorgados a sociedades en el exterior, los cuales se analizarán con mayor detalle más abajo. Por otro lado, Cargill se destacó por los ingresos financieros provenientes de participaciones en resultados de sociedades durante los años 2004-2005. Esto se debe a que su sociedad controlada en Uruguay, remitió sus utilidades a su controlante en dichos años. Por lo general, los ingresos financieros alcanzaron entre un 5%-10% de las ventas totales en la etapa analizada. Si bien a priori estos podrían parecer bajos en términos relativos, los montos fueron significativos y permitieron a las sociedades detentar ingresos financieros muy superiores a los gastos financieros.

Figura 5.20: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: ingresos financieros por componente en millones US$ (eje primario, gráfico de barra); ingresos financieros sobre ventas, en % (eje secundario, gráfico de línea) (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances contables.

5.2.5 Fuga de capitales en las empresas argentinas

5.2.5.1 Fuga de capitales: Formación de activos en el exterior y giros de dividendos

Se pudieron reconstruir dos fotos en torno al cálculo de la formación de activos en el exterior[15] con información a nivel firma durante el nuevo milenio. Estas correspondieron a los años 2001 y 2008-2009. Particularmente dichos períodos coincidieron con contextos de gran inestabilidad económica y/o política tanto interna como externa. Como consecuencia de ello, se reflejaron ingentes montos de fugas de divisas.

En primer lugar, la formación de activos en el exterior fue muy intensa para el año 2001, la cual sumó unos US$ 1.880 millones, considerando únicamente a Nidera, Bunge, Cargill, Dreyfus, y Oleaginosa Moreno (Figura 5.21). Dicha fuga, fue liderada por Nidera a través de Nidera Argentina S.A. (US$ 804 millones), seguida por Bunge por medio de la denominada Bunge Ceval S.A. (412 millones). Cargill sumó la particularidad de haber fugado US$ 171 millones a través de su filial abocada en operaciones financieras,

[15] La formación de activos en el exterior comprende la operación de compra de divisas en el mercado cambiario para su posterior depósito en el exterior.

denominada Cargill Investment S.C.A. y creada a mediados de los 90´. Le siguieron en importancia Cargill S.A.C.I. (US$ 163 millones), junto a dos filiales dedicadas a operaciones financieras denominadas Cargill Trading S.A.[16] (US$ 32 millones), y Cargill Financial Services International (US$ 12 millones). Por lo tanto, al hablar de Cargill, podríamos caracterizar su fuga de capitales, como "fuga de hormiga", dado que se realizó a través de numerosas filiales.

Dreyfus siguió en importancia respecto a la formación de activos en el exterior durante el año 2001. Esta se realizó a través de LDC Argentina S.A. (US$ 249 millones). De igual modo a Cargill, Oleaginosa Moreno fugó divisas a través de varias filiales, las cuales sumaron un monto de US$ 32 millones.

En los años 2008 y 2009, la fuga de capitales bajo la formación de activos externos resultó ser menor a la del año 2001. La misma sumó US$ 374 millones en 2008 y 73 millones en 2009. Dicha fuga fue concentrada en el año 2008 por Dreyfus, a través de LDC Argentina S.A. (US$ 293 millones). Particularmente, tanto Nidera, Cargill como Bunge realizaron fuga de hormiga, la cual en parte se concretó a través de filiales con actividades financieras (Aval Rural del lado de Nidera, así como Cargill Investment S.C.A. y Black River Asset Management Argentina S.R.L. de parte de Cargill). Noble Argentina fugó divisas únicamente en el año 2008 por un monto de US$ 12 millones. Para el año 2009, la fuga de capitales fue liderada por Cargill a través de Cargill S.A.C.I. (por US$ 20 millones), y seguida por Dreyfus (US$ 16 millones).

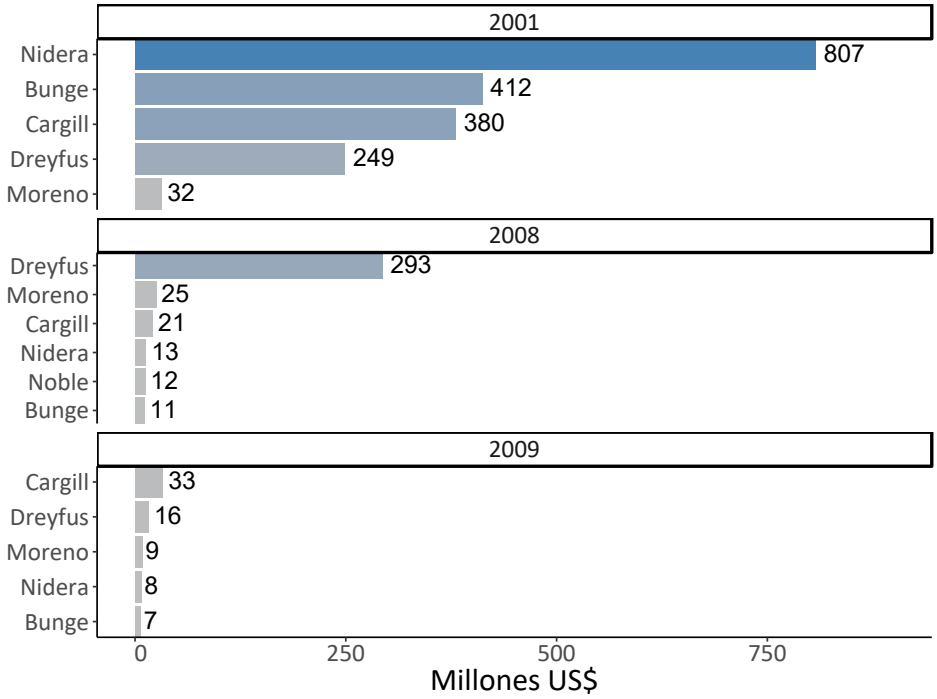
Por otra parte, se destacaron los giros de utilidades y dividendos hacia las empresas controlantes. Dichos montos salieron del flujo de caja de las empresas mencionadas, por lo tanto, se trataron de capitales que efectivamente fueron retirados de las filiales. Dicha aclaración debe realizarse, dado que las asambleas de directorios acuerdan el pago de dividendos, sin embargo, muchas veces estos montos se constituyeron en una obligación a devengar.

Cabe hacer una consideración, como se notará, el año 2008 reflejó las mayores salidas de divisas, cualquiera sea el componente que se analice. Cargill en sus balances del año 2008 mencionó que: "Asimismo, y en virtud de la mayor necesidad de fondos de nuestros accionistas derivada de la situación financiera internacional y por una menor necesidad de capital de trabajo requerido por la reducción de las cosechas, durante el ejercicio se giraron dividendos [...]" (Cargill S.A.C.I., 2008, pág. 3). Es importante esta declaración dado que en dicho año, las casas matrices sufrieron el revés de la crisis internacional, y utilizaron a las filiales en países periféricos para obtener liquidez. Como podemos ver, la remisión de utilidades fue liderada por Cargill S.A.C.I., la cual fugó US$ 1.097 millones en el período 2003-2011 (Figura 5.22)[17].

[16] Creada en 1995.

[17] En el año 2014 Cargill realizó una sustantiva reducción de capital por US$ 41 millones. Estos montos se constituyen en una salida de capital hacia el controlante inmediato.

Figura 5.21: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: formación de activos en el exterior, años 2001, 2008 y 2009, en millones US$



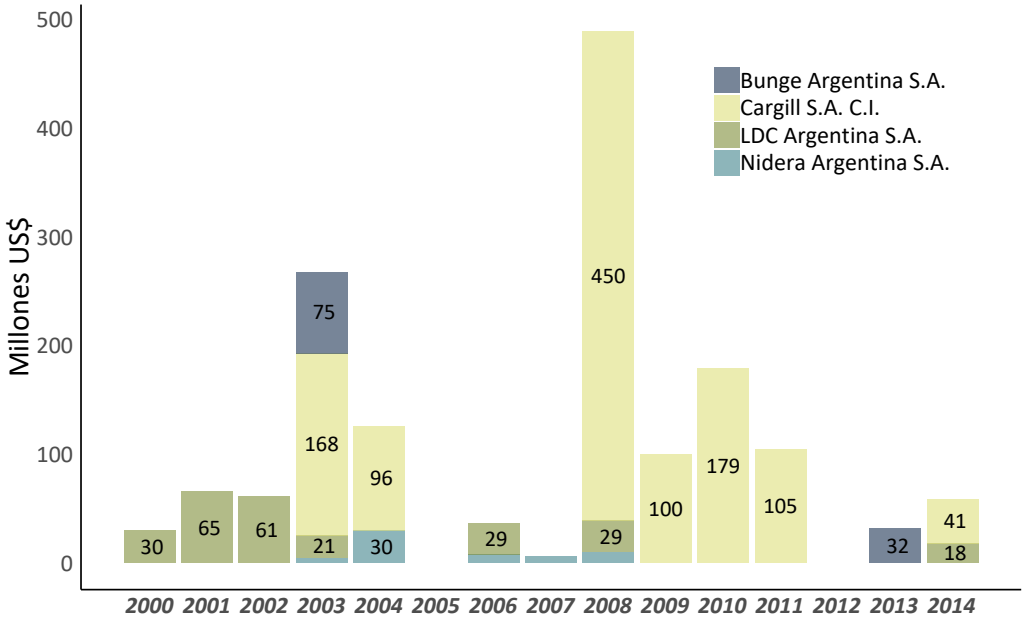
Fuente: Elaboración propia con datos de Flacso (2005), filtración del año 2010, y boletín oficial segunda sección.

Siguiendo con la remisión de dividendos de Cargill, se observó una singular concentración en el año 2008 por US$ 450 millones. Dicho monto debiera ser explicado por la crisis internacional, así como también por el intento fallido de aumento de las alícuotas de derechos de exportaciones que derivaron en la denominada "crisis del campo". Si bien Cargill S.A.C.I. no fugó por remisión de utilidades en todos los años, sobre aquellos que efectivamente lo hizo, estos fueron realmente significativos. En el bienio 2003-2004 fugó por US$ 264 millones, mientras en el cuatrienio 2008-2011 realizó giros por 834 millones.

Le siguió en importancia las remisiones de utilidades realizadas por Dreyfus por US$ 254 millones entre los años 2000 y 2014. Las cuales fueron más intensas en los primeros años del milenio (sumaron US$ 177 millones en el período 2000-2003). En tanto, Bunge remitió dividendos en 2003 y 2013 por US$ 106 millones, aunque también lo hizo en 2004, 2009 y 2010 por montos menores (estos sumaron 1,5 millones). Por último, Nidera remitió dividendos por US$ 30 millones en el año 2004.

A partir de 2011, el BCRA restringió la salida de divisas en cada uno de los renglones del balance cambiario, política que siguió vigente hasta fines del año 2015. La implementación de dichas restricciones se dieron en un contexto de agravamiento de la restricción externa producto de la caída de los precios de los *commodities*. Por lo tanto, como se podrá notar, la fuga de capitales se redujo en el período en el cual se implementó dicha política. Nidera en Argentina mencionó que: "A partir de octubre de 2011, el gobierno nacional ha

Figura 5.22: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: distribución de utilidades y dividendos en millones de US$ (2000-2014)



Fuente: Elaboración propia con datos contables de las empresas.

impuesto restricciones para el acceso al mercado único libre de cambio (MULC), que es el único mercado establecido por las regulaciones argentinas para realizar las operatorias de compra y venta de moneda extranjera. Estas restricciones se han ido incrementando desde esa fecha e incluyen actualmente la necesidad de obtener autorizaciones de organismos gubernamentales o de las instituciones bancarias para poder llevar a cabo compras de moneda extranjera destinadas a la cancelación de obligaciones que pueden cursarse por el MULC, así como la imposibilidad de acceso a ese mercado para adquirir moneda extranjera con destino a atesoramiento. En este contexto, la Sociedad podría ver disminuida su capacidad de acceso al MULC a fin de adquirir las divisas necesarias para efectuar transferencias de fondos al exterior o para la cancelación de sus compromisos en moneda extranjera, como así también para la remisión de utilidades a sus accionistas, en caso de corresponder" (Nidera Argentina S.A., 2014, pág. 17).

Por otro lado, tanto Oleaginosa Moreno como Noble no lograron remitir dividendos a sus controlantes. Esto se debe a las cláusulas de financiamientos, las cuales les impidieron girar dividendos hasta amortizar la totalidad de sus pagos.

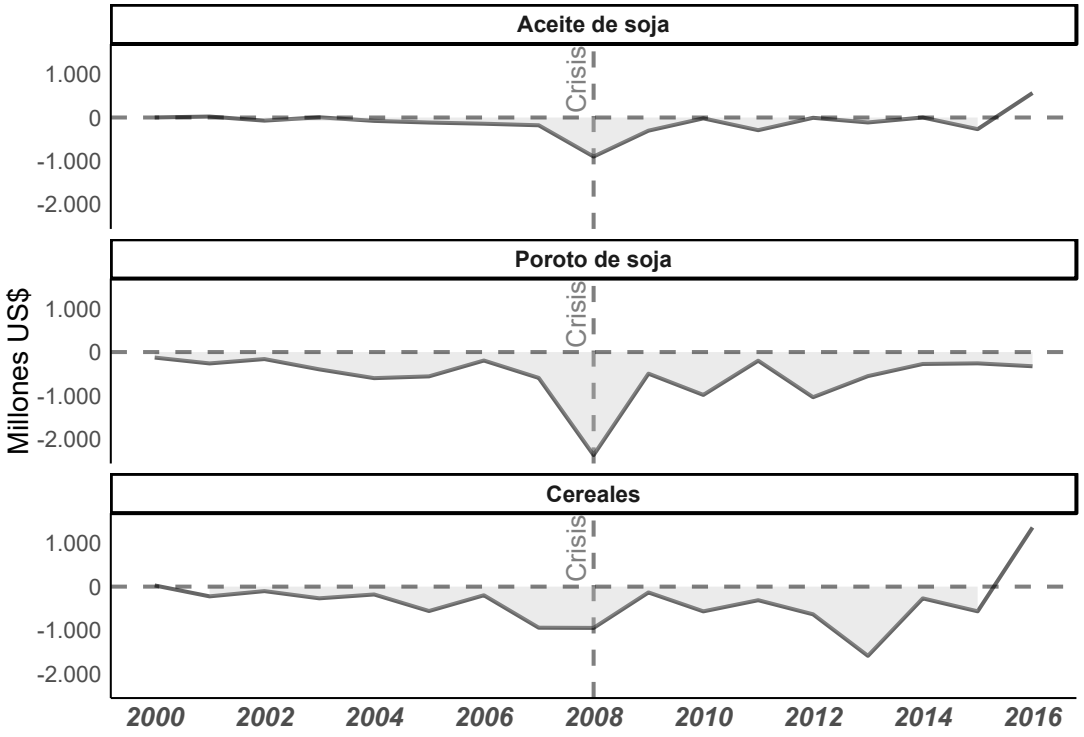
En suma, existieron dos períodos marcados en los cuales las empresas del sector giraron dividendos. Por un lado, a comienzo del nuevo milenio 2000-2004, sumando US$ 517 millones y por otro lado en el cuatrienio 2008-2011 (liderado por Cargill) el cual sumó unos US$ 874 millones.

5.2.5.2 Fuga de capitales: precio de transferencia en el comercio intra-firma

Un elemento central de las transferencias económicas abordadas por las empresas exportadoras consistió en la subfacturación de las exportaciones. Es por ello, un primer ejercicio comprendió comparar las exportaciones de Argentina hacia el resto del mundo, con el monto de las importaciones del resto del mundo provenientes de Argentina. La diferencia suele ser entendida como un proxy del precio de transferencia [18].

Una limitante de dicho análisis consistiría en las diferencias entre el precio FOB de las exportaciones y el precio CIF de las importaciones[19]. Esta diferencia debiera rondar el 10% (o entre el 5% y 8% correspondiente al comercio entre Argentina y China). Incluso esta diferencia podría variar a lo largo del tiempo dependiendo a la evolución del costo del transporte, y más precisamente del precio de los hidrocarburos. A esto habría que sumarle diferencias de cotización debido a que existe un 20/25% del comercio valuado en otras monedas distintas al dólar estadounidense. Además, podrían existir errores de clasificación de los bienes, aunque esta problemática debiera ser menor en bienes homogéneos.

Figura 5.23: Precio de transferencia en el sector de oleaginosas y cereales en millones de US$ (2000-2016)



Fuente: Elaboración propia con datos de COMTRADE.

[18] La metodología conocida como contry-partner consistente en la comparación de las cifras de comercio exterior de nuestro país con las del resto de los países permite obtener una idea de la evolución a lo largo del tiempo de la fuga de capitales a través de la subfacturación de exportaciones y sobre facturación de importaciones.

[19] El precio CIF incluye los costos de fletes y seguros hasta el puerto de destino, mientras que el precio FOB excluye estos.

La Figura 5.23[20] nos muestra la diferencia por subfactuación de los bienes comprendidos en el comercio de aceite de soja, cereales, y el poroto de soja (véase el trabajo de Burgos & Grondona (2015)). En casi todos los años, esta diferencia fue negativa lo cual señala problemas de subfacturación de las exportaciones desde Argentina (las exportaciones al resto del mundo resultaron ser menores a las importaciones del reto del mundo provenientes de Argentina). Estas diferencias se tornaron levemente crecientes en el período 2002-2007. De esta forma, mientras la diferencia para el aceite de soja sumó unos US$ 72 millones en 2003, la misma aumentó a US$ 179 millones en 2007. En el comercio de cereales la diferencia fue negativa en US$ 103 en 2002, la cual aumentó a 199 millones en 2006. En tanto, en el poroto de soja, la diferencia fue de US$ 161 millones en 2003 y pasó a 596 millones en 2007. Particularmente en el año 2008 la diferencia en el comercio aumentó repentinamente en todos los bienes. La diferencia por subfacturación pasó a 900 millones, 951 millones y 2.374 millones en los bienes de aceite, cereales y porotos, respectivamente. Nuevamente este escenario coincidió con la crisis internacional. En tanto, las diferencias se achicaron en el período 2009-2011 en promedio a los US$ 23 millones, 339 millones, y 561 millones, en los bienes de aceite de soja, cereales y poroto de soja, respectivamente.

Al observar la concentración del destino de dichos bienes (Cuadro 5.3), se destacaron países como China, tanto en aceite de soja como en porotos de soja. En tanto, en la exportación de cereales se destacó Brasil, sin embargo, esta posición resultó ser relegada por otros países.

Por otro lado, el comercio de estos productos con países como Uruguay, Suiza, Países Bajos, y Singapur, fue prácticamente marginal o incluso nulo. Sin embargo, estos países tuvieron un rol destacado, dado que las grandes empresas extranjeras del sector en la Argentina declararon vender sus productos a filiales en dichas economías. Nuevamente, estos países comprenden a guaridas fiscales, y su función consistió en acumular las diferencias por subfacturación. Es decir, que los principales socios comerciales en cuanto al destino de los productos primarios o de bajo procesamiento, resultaron no coincidir con los países en los cuales se localizaron las subsidiarias que adquirieron los bienes vendidos. Una vez concretada la venta hacia la filial en una guarida fiscal, la misma inmediatamente colocó los *commodities* en el destino final. De esta forma, en ningún momento los bienes vendidos se dirigieron a dichas filiales en dominios extraterritoriales.

Es por ello que Cargill S.A.C.I. tuvo como cliente a una sucursal de la propia empresa

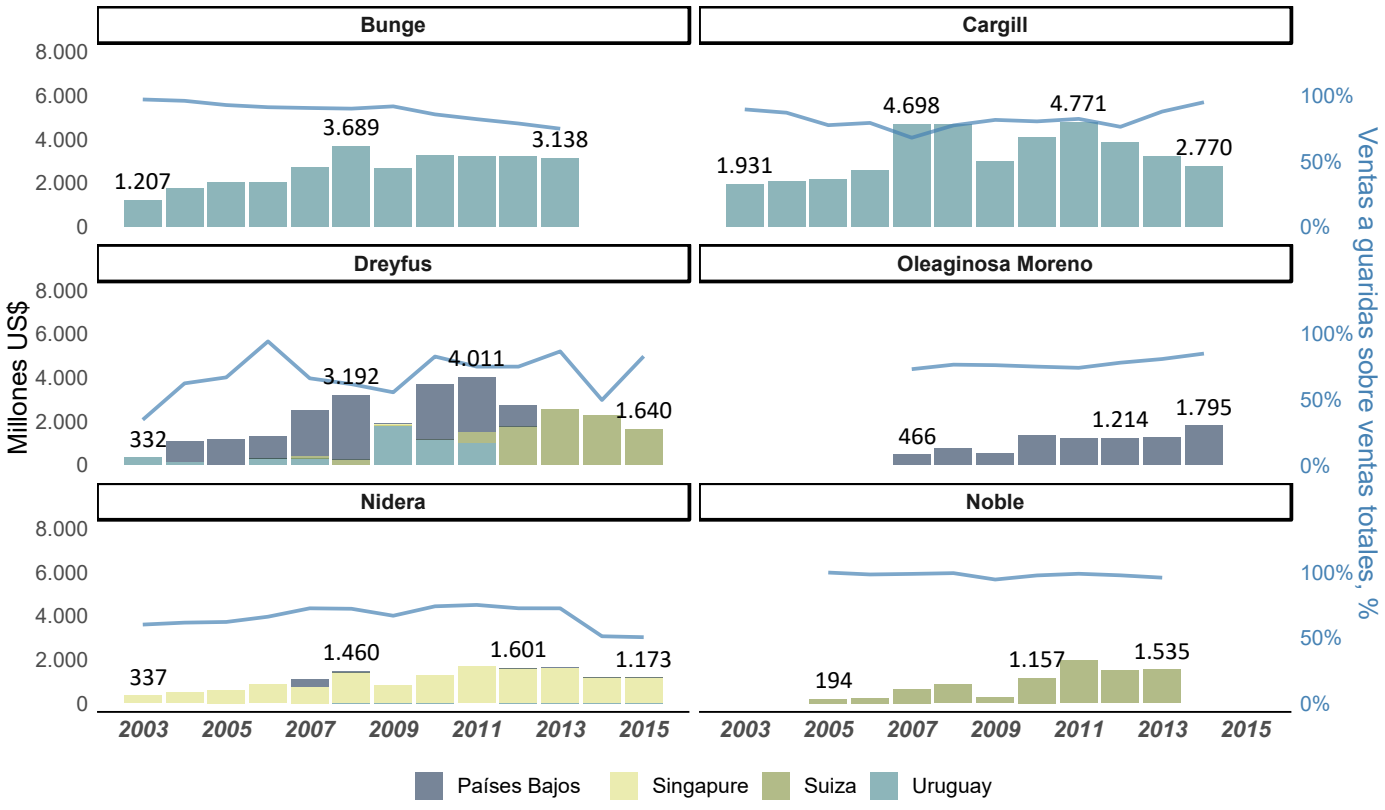
[20] La mencionada Figura sobre el cálculo de subfacturación se basó en la metodología *"country-partner"*, utilizada en Argentina por Burgos & Grondona (2015) y por Basualdo & Kulfas (2000). Para la obtención de los datos se utilizó lenguaje R con el fin de procesar los datos de COMTRADE propuestos en línea: https://data.library.virginia.edu/getting-un-comtrade-data-with-r/. Como proxy de subfacturación se tomó: Subfacturación$_{it}$ = Exportaciones de Argentina al resto del mundo$_{it}$ − Importaciones del resto del mundo provenientes de Argentina$_{it}$. Donde, i representa el bien comercializado y t el año. Desde ya, fruto a la subfacturación, las importaciones del resto del mundo serán mayores a las exportaciones de Argentina, y por ende, esta ecuación dará como resultado un valor negativo. Se tomaron los códigos del bien comercializado en base a la *UN Comtrade Commodity Clasifications*.

Cuadro 5.3: Concentración en el destino de las exportaciones de Argentina de bienes seleccionados en 2003, 2007 y 2015

Aceite de Soja				Cereales				Poroto de Soja			
	2003	2007	2015		2003	2007	2015		2003	2007	2015
Principales socios											
China	41%	36%	11%	**Brasil**	41%	28%	23%	**China**	68%	79%	88%
India	21%	15%	55%	**Argelia**	2%	5%	10%	**Comercio con guaridas**			
Bangladesh	7%	5%	0%	**Subtotal**	43%	33%	33%	Uruguay	0,2%	0,3%	0,1%
Subtotal	70%	56%	66%	**Comercio con guaridas**				Suiza	0%	0%	0%
Comercio con guaridas				Uruguay	2%	1%	1%	Países Bajos	0,4%	0%	0%
Uruguay	0,0%	0%	0%	Suiza	0%	0%	0%	Singapur	0%	0%	0%
Suiza	0,0%	0%	0%	Países Bajos	0%	1%	1%	Subtotal	0,6%	0,3%	0,1%
Países Bajos	0,0%	1%	0%	Singapur	0%	0%	0%				
Singapur	0,3%	0%	0%	Subtotal	2%	2%	2%				
Subtotal	0,3%	1%	0%								

Fuente: Elaboración propia con datos de COMTRADE

Figura 5.24: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: Destino de las ventas en millones de US$ por filial compradora en una guarida fiscal (eje principal, gráfico de barra); ventas a filiales en guaridas fiscales sobre ventas totales, en % (eje secundario, gráfico de línea) (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia en base a los balances contables.

localizada en Uruguay (véase Figura 5.24). En tanto, Bunge lo hizo hacia una empresa vinculada denominada Bunge Agritrade S.A., localizada también en Uruguay. Por otro lado, LDC Argentina S.A. diversificó la cartera de clientes correspondiente a empresas vinculadas. Sin embargo, en los últimos años analizados, su principal cliente fue LDC S.A., localizada en Suiza. Aunque cabe destacar que su estrategia empresarial fue cambiante dado que hasta el año 2011 vendió sus *commodities* a filiales de Dreyfus radicadas en Países Bajos y Uruguay. En una menor dimensión, Nidera Argentina S.A. concentró sus ventas en su principal cliente del mismo grupo, denominada Concordia Agritrading Pte. Ltd., localizada en Singapur. En quinto lugar, Noble Argentina S.A. tuvo como principal cliente a Noble Resources S.A., radicada en Suiza. Y por último, Oleaginosa Moreno concretó ventas a Glencore Grain B.V. [21].

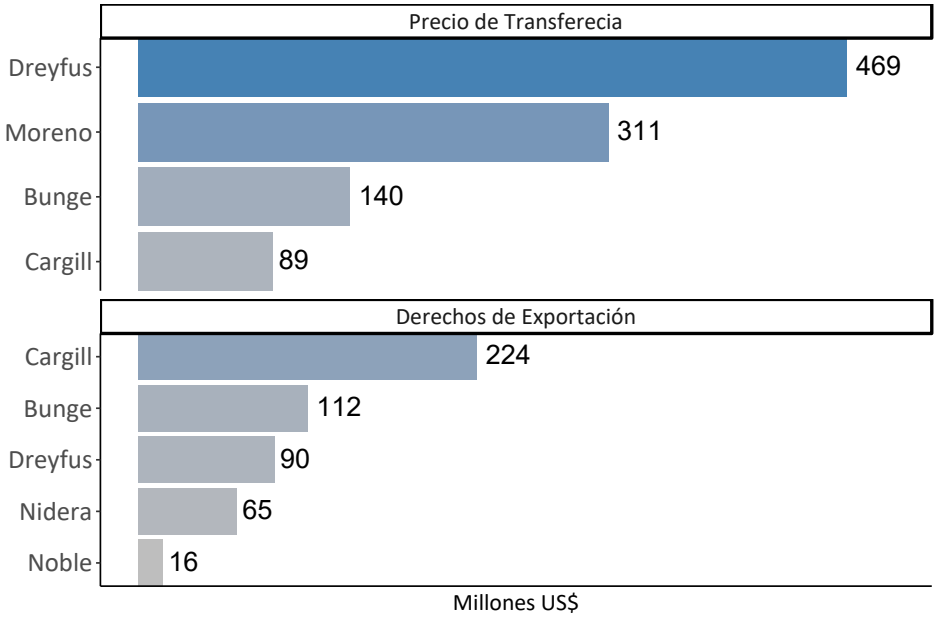
Las ventas a estas subsidiarias concentraron una gran parte de las ventas totales. Las ventas de Cargill S.A.C.I. a la sucursal en Uruguay ascendieron entre un 77% a un 95% del total de las mismas. En segundo lugar, las ventas de Bunge Argentina S.A. hacia Bunge Agritrade S.A. concentraron entre un 75% a un 92% dependiendo el año. En tercer lugar, en el año 2010, LDC Argentina S.A. vendió mercaderías por US$ 2.532 (57%) a Nethgrain (Países Bajos), empresa vinculada; por US$ 1.124 millones (25%) a Urugrain (Uruguay), empresa controlada; y US$ 33 millones (1%) a LDC S.A. (Suiza).

Con respecto a Nidera Argentina S.A., las ventas a Concordia Agritrading Pte. Ltd. absorbieron entre un 50% y un 74% de las mismas. Además, realizó ventas por montos menores a Nidera Uruguay S.A. (Uruguay) y a Nidera B.V. (Países Bajos). Por otro lado, las ventas de Noble Argentina S.A. a su principal cliente, Noble Resources S.A., prácticamente monopolizaron su cartera de clientes al destinar entre el 94% y el 100% de las ventas. Por último, Glencore Grain B.V. concentró entre el 74% y el 85% de las ventas de Oleaginosa Moreno.

Por último, como se mencionó anteriormente, otra forma de obtener información sobre las prácticas de precio de transferencia a través de los balances contables de las empresas, consistió en recopilar los reclamos sobre el pago al impuesto a las ganancias realizados por la AFIP. En este sentido, en el año 2003 entró en vigencia la Ley 25.784, modificatoria de la Ley de impuesto a las Ganancias, realizando cambios al capítulo respecto a los precios de trasferencias. Uno de los principales cambios que se aplicaron consistió en la determinación de los propios precios de transferencias en el impuesto a las ganancias, incluyendo a las ventas correspondiente a personas jurídicas constituidas en países de baja o nula tributación. Para ello, se consideró como precio de realización de los productos primarios al concretado con el cliente o al precio de mercado en la fecha de embarque, el que fuese mayor.

[21] Varios de estos países poseen puertos importantes como en Montevideo (Uruguay), Rotterdam (Países Bajos), y Singapur. Incluso este último es utilizado como plataforma para las reexportaciones, es decir, una vez dirigidos los productos a su puerto, estos son nuevamente exportados a su punto de destino.

Figura 5.25: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: reclamos de la AFIP por precio de transferencias y por derechos de exportaciones, en forma acumulada en millones de US$ (2000-2009)



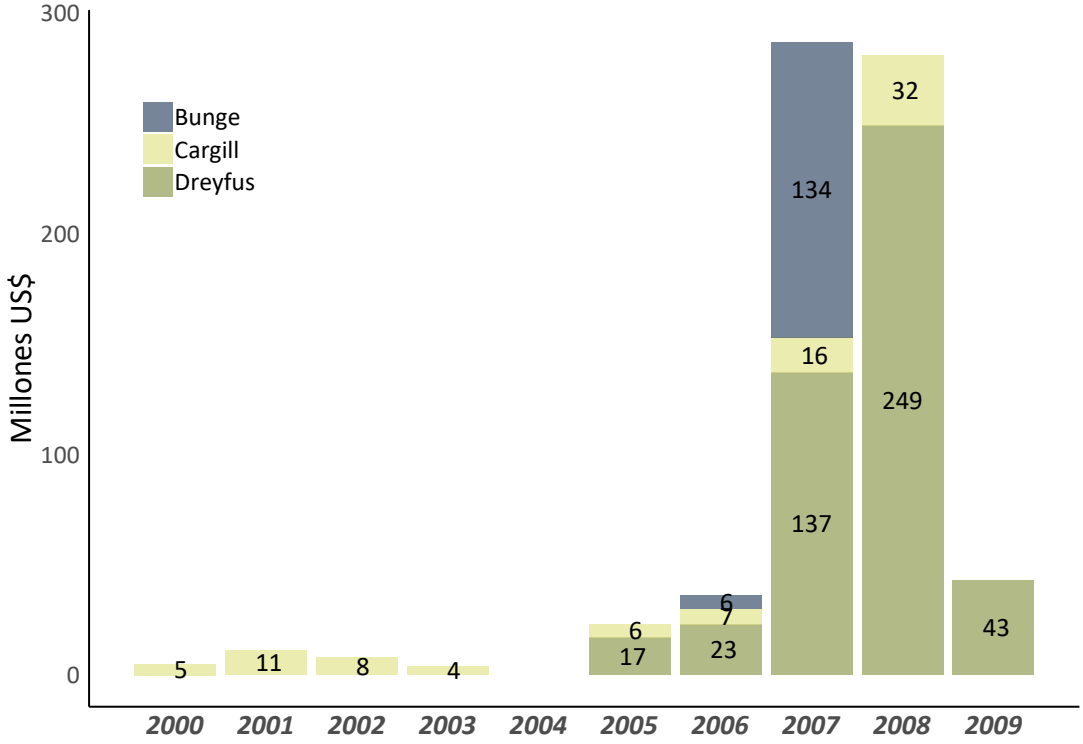
Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

Los reclamos por precios de transferencias identificados en las empresas estudiadas ascendieron a US$ 1.009 millones. Estos fueron reconocidos en cuatro de las empresas extranjeras (Dreyfus, Moreno, Bunge, y Cargill) (Figura 5.25). La mayoría de los mismos se encuentran aún vigentes, y fueron apelados por las firmas analizadas. Por dicho concepto, Dreyfus se presentó a la cabeza de la lista con reclamos por US$ 469 millones, seguida por Oleaginosa Moreno (US$ 311 millones), Bunge (US$ 140 millones) y Cargill (US$ 89 millones).

Si bien Cargill fue la empresa con el menor monto reclamado por la AFIP, la misma se constituyó como la firma con la mayor cantidad de los mismos al poseer cuestionamientos en los ejercicios fiscales desde el año 2000 hasta el año 2009 (con excepción del año 2004). Con respecto a los montos reclamados el bienio 2007-2008 concentró los mayores montos, unos US$ 566 millones (Figura 5.26).

En tanto, Nidera detentó reclamos de AFIP por los períodos 2004, 2005 y 2006, sin embargo, no realizó mención de los montos en las memorias. En su defensa sobre la justificación de la transacción con la principal adquiriente de las ventas de Nidera, la firma mencionó que: "[…] La Sociedad ha rechazado los fundamentos esgrimidos por la AFIP así como todos y cada uno de los ajustes pretendidos, y ha manifestado que la conducta desarrollada en lo atinente a la determinación de sus precios de transferencias, ha sido conforme a las exigencias de las disipaciones legales […]" dado que existe: "[…] sustancia económica de la empresa radicada en Singapur […]" (Nidera Argentina S.A., 2013, pág. 26).

Figura 5.26: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: reclamos de la AFIP por precio de transferencias en millones de US$ (2000-2009) de Cargill, Dreyfus y Bunge



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

Por otro lado, en lo que refiere a reclamos tributarios no resueltos con las empresas del sector, debiera mencionarse la modificación de la alícuota de retenciones a fines del 2007. En aquella oportunidad, la alícuota significó la retroactividad a su implementación. Como consecuencia, las empresas apelaron dicha medida por considerarla inconstitucional. En términos monetarios se les demandó el pago a cinco de las empresas tratadas (Cargill, Bunge, Dreyfus, Nidera, Noble) por un valor de US$ 508 millones, monto liderado por Cargill.

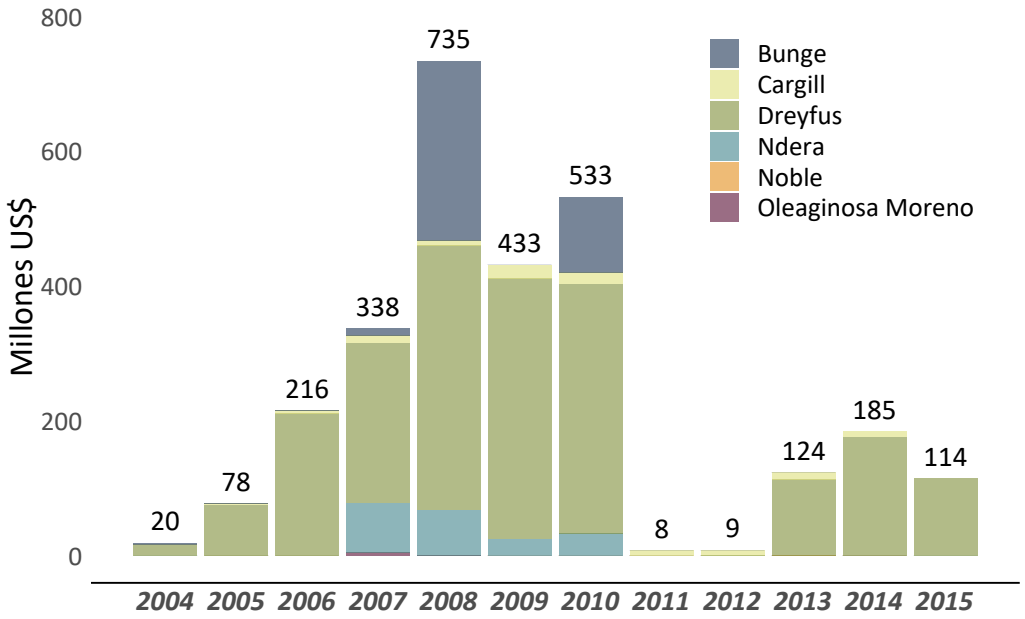
5.2.5.3 Fuga de capitales: Compra de bienes y servicios intra-firma

Una forma de fuga que se complementa con la anterior, consistió en la realización de compras a partes relacionadas radicadas en una guarida fiscal. Por un lado, la naturaleza de las compras podrían ser cuestionadas dado que la Argentina es un productor de materias primas e insumos [22]. Además, estas compras se realizaron en forma esporádicas, discutiendo la relevancia económica de las mismas, puesto que no resultaron ser necesarias para la reproducción del sector (véase Figura 5.27).

En este sentido, si bien los montos fueron menores en comparación a las ventas, estos llegaron a ser relevantes en ciertos años (véase Figura 5.27). Bunge Argentina S.A. adquirió bienes por US$ 257 millones en el año 2008 provenientes de Bunge Agritrade S.A. Mientras

[22] En los balances contables no se mencionan qué productos son adquiridos en el exterior.

Figura 5.27: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: compras de bienes y servicios de filiales en dominios extraterritoriales de las empresas extranjeras más grandes, en millones de US$ (2004-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

LDC Argentina S.A. adquirió bienes de varias empresas vinculadas en guaridas fiscales. En el año 2009, realizó compras por US$ 211 millones a Nethgrain, 66 millones a LD Asia Pte. Ltd. (Singapur), 23 millones a Coinbra Int. (Países Bajos), y 6 millones a LDC Ginebra S.A. (Suiza). Particularmente, LDC Argentina S.A. se constituyó en la empresa que más utilizó a empresas vinculadas para poder concretar compras a filiales en guaridas fiscales. Por último, Nidera adquirió bienes por US$ 73 millones y 67 millones en los años 2007 y 2008, respectivamente, provenientes de Concordia Agritrading Pte. Ltd.

Por otro lado, Cargill S.A.C.I. abonó regularmente gastos de administración y comercialización a filiales en el exterior. Estas salidas se incrementaron hasta alcanzar US$ 21 millones en el año 2009, para luego decaer y mantenerse en torno a los US$ 8-10 millones en el período 2011-2014 (Figura 5.27).

En otro orden, si bien en forma irregular, Bunge Argentina S.A. realizó compras de servicios a la casa matriz Bunge Limited (Islas Bermudas) en 2004 por casi US$ 3 millones, así como a Bunge Global Markets Inc. (Islas Bermudas) por 10,3 millones en 2008. En tanto, LDC Argentina S.A. efectuó compras de servicios tanto a Nethgrain por US$ 7,2 millones concentradas en el año 2008, como a LDC Suisse S.A. (Suiza) por 3 millones en el año 2014.

En términos generales existió un ciclo creciente de compras de bienes y servicios, alcanzando su máximo en el año 2008 por unos US$ 735 millones. Lo cual demostró la intención por parte de las filiales en Argentina en otorgar liquidez a filiales en guaridas fiscales. En términos generales el período 2007-2010 concentró gran parte de dicha prác-

tica. Mientras en la etapa siguiente, una vez instaurada las restricciones cambiarias, la fuga por este componente mermó considerablemente.

5.2.5.4 Créditos y préstamos intra-firma

Un elemento por analizar abarcarían los precios de transferencias sobre los créditos y los préstamos intra-firma. Estas transacciones intra-firmas fueron concretadas en ambas direcciones. En este sentido, filiales en dominios extraterritoriales otorgaron financiamiento a las filiales en Argentina, así como estas últimas efectuaron lo propio hacia las primeras.

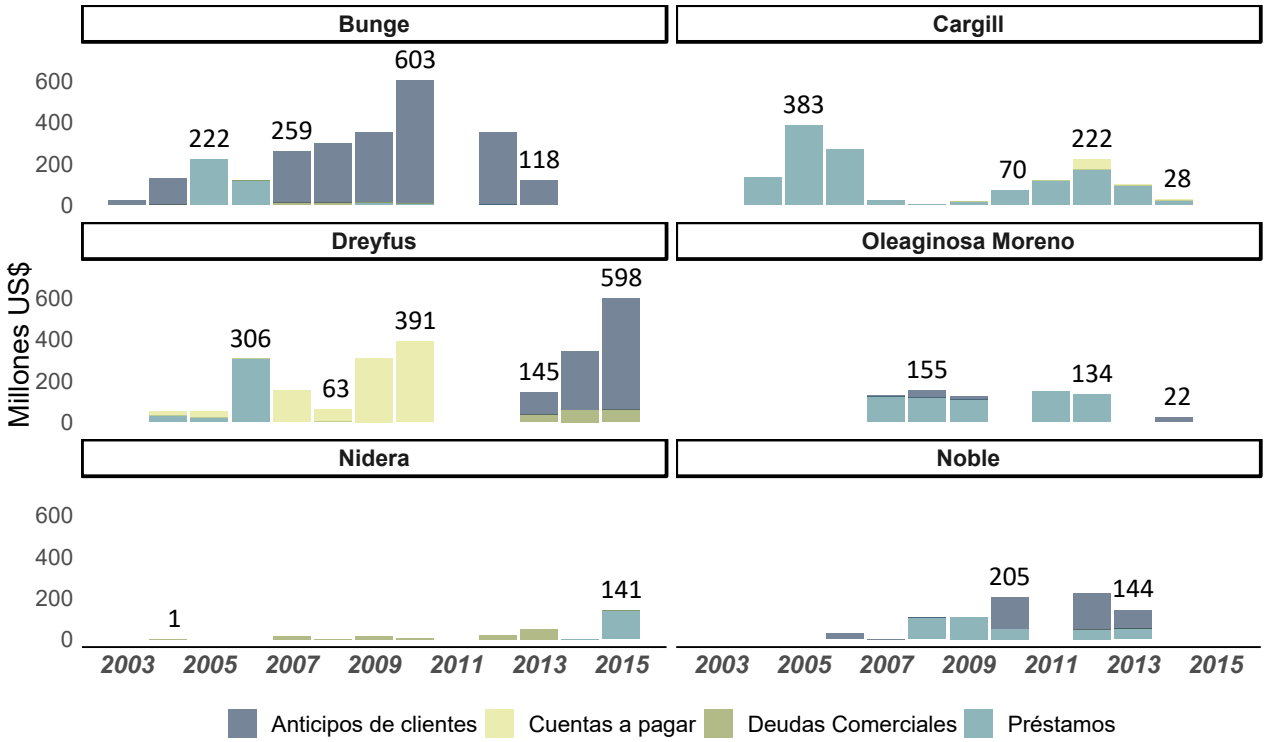
La mayoría de las subsidiarias que interactuaron con las filiales argentinas en las operaciones de préstamos intra-firma fueron subsidiarias en Países Bajos y Suiza. En este caso, se destacaron préstamos realizados a Bunge Argentina S.A.[23] por parte de Koninklijke Bunge B.V. (Países Bajos) por un valor de US$ 222 millones en el año 2005 (Figura 5.28). Este fue cancelado en el año 2006. En tanto, la filial Bunge Europe Finance B.V. (Países Bajos) otorgó un nuevo préstamo por US$ 115 millones en dicho año, para ser amortizado al año siguiente. El primer préstamo mencionado incluyó intereses por casi US$ 13 millones, en tanto el segundo lo hizo por US$ 12,4 millones. Entre estos, las filiales de Países Bajos absorbieron intereses por US$ 25 millones en el período 2003-2013 (Figura 5.30).

Por otro lado, Cargill percibió préstamos financieros provenientes de empresas relacionadas. En su balance contable no se realizó mención a la filial otorgante del mismo, sin embargo, se pudieron contabilizar crecientes partidas en los años 2005 y 2012. Como consecuencia de ello, los resultados financieros con partes relacionadas resultaron deficitarios por US$ 22 millones en el cuatrienio 2011-2014.

En tercer lugar, LDC Argentina S.A. recibió financiamiento de LD Financial Management Ltd (Reino Unido) por US$ 306 millones en el año 2006, monto que fue cancelado íntegramente al año siguiente. A su vez, dicho préstamo significó la salida de US$ 22 millones en concepto de intereses (Figura 5.30). Particularmente esta filial se presentó controlada por LDC Argentina S.A. y fue adquirida el año anterior al correspondiente préstamo. A este último, habría que sumarle préstamos recibidos por parte de empresas que conformaron su cartera de clientes, como Nethgrain en 2005 por US$ 21 millones, y

[23] La casa matriz de Bunge menciona que: "Llevamos a cabo la mayoría de nuestras actividades de financiación a través de una estructura de financiación centralizada que proporciona a la empresa un acceso eficiente a los mercados de deuda y capital. Esta estructura incluye un fideicomiso maestro, cuyos activos principales consisten en préstamos intercompañía realizados a Bunge Limited y sus subsidiarias. Algunas de las subsidiarias financieras 100% propiedad de Bunge Limited, que incluyen a Bunge Limited Finance Corp., Bunge Finance Europe BV y Bunge Asset Funding Corp., financian el fideicomiso maestro con deuda a corto y largo plazo obtenida de terceros, incluso a través de nuestro programa de créditos comerciales y ciertas líneas de crédito, así como la emisión de notas senior. Los empréstitos de estas filiales financieras tienen garantías plenas e incondicionales de Bunge Limited" (Bunge Limited 2016, pag. 49). Cabe aclarar que tanto Bunge Limited Finance Corp. como Bunge Asset Funding Corp. se localizan en Delaware, mientras Bunge Finance Europe B.V. en los Países Bajos.

Figura 5.28: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: stock de pasivos con filiales en dominios extraterritoriales en millones de US$ al 31 de diciembre (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

de LDC Suisse S.A. en 2014 por US$ 10 millones. Así también, préstamos recibidos desde LDC Holdings BV (Países Bajos) y Louis Dreyfus Commodities B.V. (Países Bajos) por US$ 34 millones y 10 millones en el año 2015.

Por otro lado, Oleaginosa Moreno recibió préstamos de la casa matriz en Suiza denominada Glencore A.G., los cuales devengaron intereses. Estos préstamos alcanzaron un stock de US$ 123 millones en 2007. En el año 2011, Oleaginosa Moreno diversificó su cartera de préstamos provenientes de la filial Glencore Grain B.V. (Países Bajos), su principal cliente, por sumas de US$ 38 millones. Los intereses abonados a la casa matriz en Suiza alcanzaron los US$ 20 millones en el período 2007-2012, en tanto, los abonados a la filial en Países Bajos ascendieron a US$ 3 millones (Figura 5.30).

Por otro lado, Nidera Argentina S.A. recibió un cuantioso préstamo por US$ 140 millones en el año 2015 por parte de Nidera B.V. (Países Bajos). Se desconoce la correspondiente salida de intereses dado que no fueron devengados en el mismo año. Esta estructura formó parte de su cartera de clientes como socio menor.

Por último, Noble Argentina S.A. recibió préstamos tanto de su principal cliente, Noble Resources S.A. (Suiza), como de Noble Resources Netherlands (Países Bajos). Con respecto al primero, el mismo alcanzó un stock de US$ 77 millones en diciembre de 2008, para luego decaer a 72 millones y 16 millones en 2009 y 2010, respectivamente. Estos significaron salidas por intereses por US$ 6 millones en el período 2009-2011. En el segundo

caso, la filial en los Países Bajos otorgó préstamos a la filial argentina por un stock de US$ 16 millones en 2008, 36 millones en 2009 y 36 millones en 2010. En el año 2011 fue cancelado, sin embargo, nuevamente se concretó un nuevo préstamo en el año 2012 de US$ 41 millones, mientras dicho stock aumentó a US$ 45 millones en 2013. Por dichos préstamos se devengaron intereses por US$ 4 millones hasta el año 2013 (Figura 5.30).

Por lo general, los préstamos intra-firma con guaridas fiscales financiaron ampliaciones de las capacidades productivas. Por supuesto, ello implicó mayores salidas por el pago de intereses.

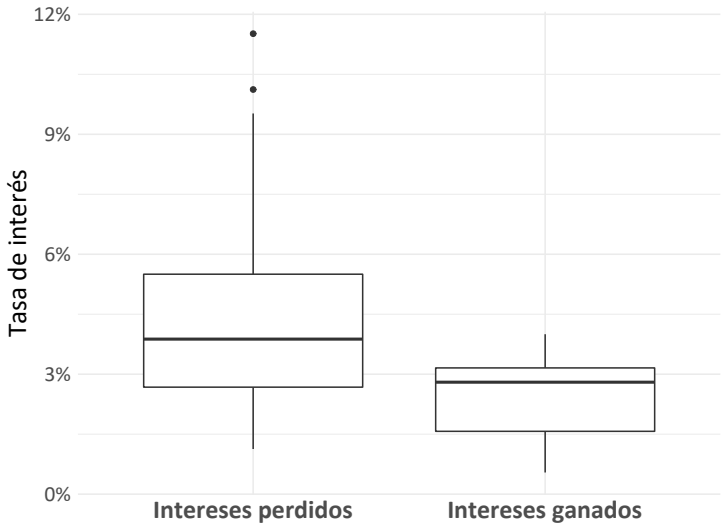
A su vez, las filiales en Argentina concedieron préstamos a filiales en guaridas fiscales bajo el concepto de préstamos otorgados u otros créditos (Figura 5.31). Estos activos también devengaron intereses, lo cual significó un aumento de ganancias financiera para las filiales locales.

En este sentido, LDC Argentina S.A. se constituyó como la filial con mayores intereses ganados, amasando en total unos US$ 32 millones en el período 2004-2015. Estos intereses resultaron superiores a los intereses perdidos (US$ 27 millones) en igual período. De esta forma, Dreyfus en Argentina funcionó como una financista, al otorgar liquidez a filiales en guaridas fiscales. De esta forma, la filial argentina cumplió un destacado rol como brazo financiero. Sobresalieron préstamos otorgados a su subsidiaria Urugrain (Uruguay) por US$ 49 millones en el año 2004, así como a LD Trading (Reino Unido) por US$ 67 millones y a LD Corp (EEUU) por US$ 52 millones en el año 2005. Entre la partida correspondiente a “otros créditos”, estos fueron diversificados. En el año 2006, se destacaron préstamos a Urugrain por US$ 113 millones. En tanto, en el año 2007, Nethgrain recibió liquidez por US$ 107 millones, seguida de Urugrain por 20 millones. Para el año 2008, decayeron los pasivos de Nethgrain a 66 millones, y emergieron préstamos hacia Coinbra Int. (Países Bajos) por 37 millones. En el año 2009, estos pasivos fueron cancelados, sin embargo, surgieron deudas de Urugrain provenientes de la filial argentina por 205 millones, y de LDC B.V. (Países Bajos) por 153 millones. En el año 2010 aumentó la deuda de Urugrain a US$ 210 millones, y se concretaron préstamos tanto a Nethgrain por 61 millones, así como hacia LDC Suisse S.A. (Suiza) por US$ 26 millones. Si bien estos préstamos decayeron para los siguientes años, en el año 2014, surgieron préstamos hacia LDC Suisse S.A. por US$ 235 millones, los cuales aumentaron en el año 2015 a 282 millones.

Con respecto a los intereses ganados de LDC Argentina S.A., US$ 12 millones correspondieron a Urugrain; 8,7 millones de Países Bajos a través de Nethgrain y Coinbra Int.; 5,9 millones a través de LDC Suisse S.A.; y 5,6 millones del Reino Unido a través de LD Trading.

Las demás filiales también otorgaron préstamos, sin embargo, por montos menores. Bunge Argentina S.A. aportó liquidez a través de préstamos por US$ 4 millones hacia Bunge Europe Finance B.V. en el año 2013. Mientras por parte de Oleaginosa Moreno, se destacaron deudas de Glencore International A.G. (Suiza) por unos US$ 60 millones en

Figura 5.29: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: dispersión de las tasas de interés entre las ganadas y perdidas con empresas vinculadas en dominios extra-territoriales



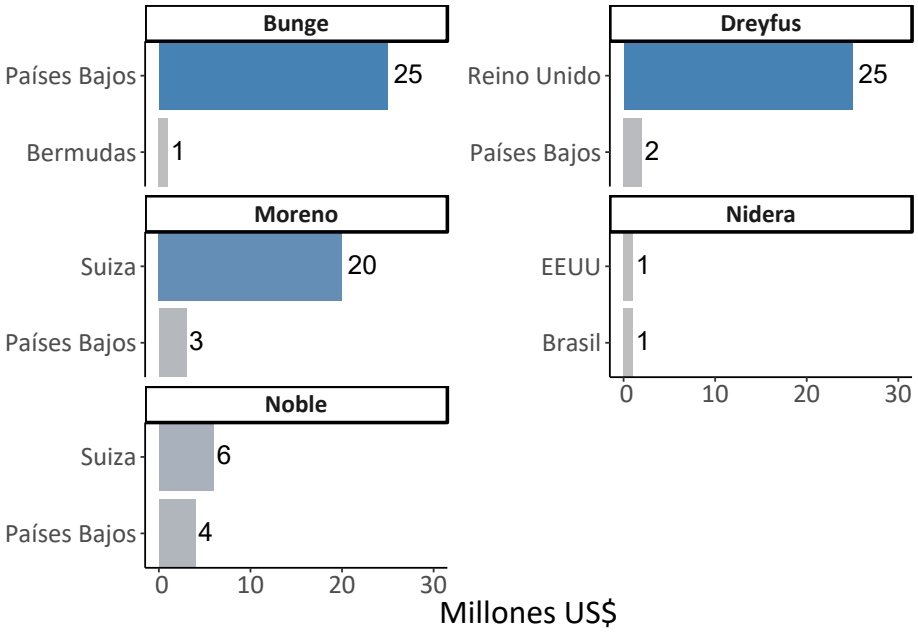
Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

2012. Por último, Nidera Argentina S.A. realizó préstamos a Nidera Handelscompagnie B.V. (Países Bajos) por US$ 11,6 millones en el año 2004, Nidera Holding S.A. (Suiza) por 3 millones en 2010, y Nidera B.V. por 1,5 millones en 2012.

Al emprender un ejercicio tendiente a comparar las tasas de intereses entre los préstamos otorgados en relación con los recibidos, se comprobó que los últimos fueron concretados a una tasa de interés más altas que los primeros (Figura 5.29). De esta forma, los préstamos recibidos solieron poseer intrínsecamente un riesgo mayor a los préstamos otorgados por las filiales argentinas. Esto se debe a que países como Países Bajos o Suiza, además de constituirse como de baja tributación, son países desarrollados con escaso peligro financiero.

Por otro lado, los anticipos de clientes comprenden sumas de dinero entregadas a las filiales en Argentina a cuenta de futuras compras. Estos anticipos de clientes se tornaron mayores en los años de incremento de los precios de los *commodities*, por lo tanto, estos tuvieron como fin su congelamiento con el fin de realizar diferencias entre el precio de compra y el de venta, ganancias que fueron aprovechadas por las filiales en guaridas fiscales. Cabe destacar que los anticipos de clientes no devengaron intereses. Como podemos observar, Bunge Argentina S.A. obtuvo anticipos por US$ 603 millones en 2010 con su principal cliente de Uruguay. Lo propio ocurrió con Noble Argentina S.A. con anticipos de Noble Resources S.A. (Suiza) en el período 2010-2013 por hasta US$ 153 millones. Noble Argentina S.A. menciona que: "la Sociedad y Noble Resources S.A. (NRSA) su principal cliente del exterior, celebraron un acuerdo por el cual NRSA se compromete, de manera irrevocable, a (i) continuar otorgando a la Sociedad anticipos a ser aplicados al pago de las exportaciones que esta última le efectúa: y (ii) a estos efectos, mantener en todo

Figura 5.30: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: intereses perdidos en millones de US$ por ubicación de las filiales en guaridas fiscales (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables

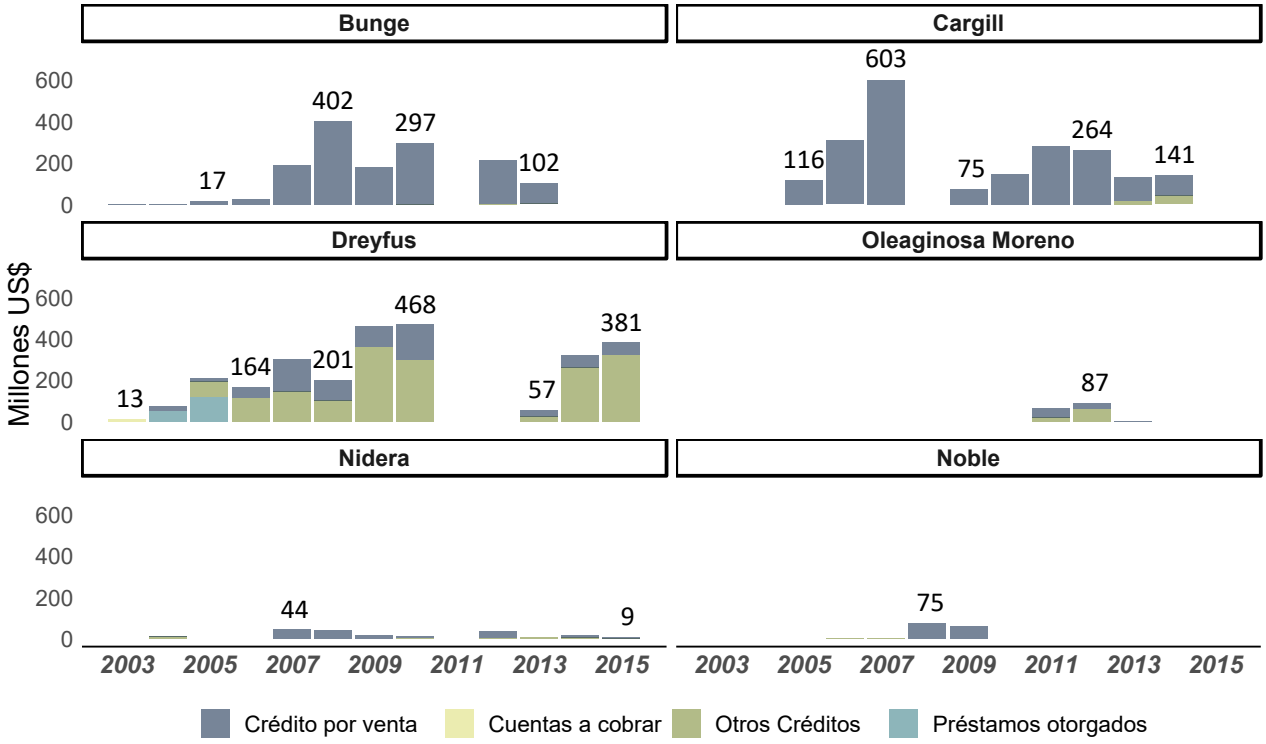
momento y hasta el vencimiento del acuerdo, un monto de anticipos para prefinanciación de exportaciones por el equivalente en moneda local de USD 55.000.000, monto que podrá aumentar hasta USD 100.000.000 o disminuir al solo requerimiento de la Sociedad. Los anticipos recibidos que forman parte de este acuerdo no devengan intereses" (Noble Argentina S.A., 2013, pág. 22). La conveniencia de dichos anticipos puede ser explicada ya que, por un lado, la filial accedió a dicho financiamiento para adquirir capital de trabajo, y al mismo tiempo, la subsidiaria en una guarida fiscal logró comprar mercadería a un precio más asequible. Es decir, en caso de contextos de aumentos de precios, la filial en guaridas fiscales podría realizar diferencias mayores entre los precios de compra y de venta.

Respecto a los activos, los créditos por ventas tampoco devengaron intereses, y en contraposición a los anteriores, significaron un financiamiento de la filial en Argentina hacia el cliente en una guarida fiscal. Dichas operaciones fueron efectuadas en años donde los precios de los *commodities* ascendieron. Además, los créditos por venta hacia filiales en guaridas fiscales de las empresas estudiadas detentaron los mayores montos en el período 2007-2008. Esto quiere decir que la realización de precios de trasferencia en dicho contexto fue financiada a través de las filiales argentinas.

La casa matriz de Bunge contó con un programa de titularización de los créditos por venta de las subsidiarias. Es decir, las filiales de todo el mundo titularizaron sus créditos por venta a través de una filial en Países Bajos, para luego ser vendidas en el mercado capitales. El programa de titularización de los créditos por venta logró recaudar

en promedio US$ 10.595 millones en forma anual en el período 2011-2016. Bunge mencionó que: "En relación con el Programa, algunas de las subsidiarias de Bunge que originan créditos por venta pueden vender sus cuentas por cobrar a Bunge Securitization BV ("BSBV") formada bajo las leyes de los Países Bajos. A su vez, BSBV vende tales cuentas por cobrar comerciales comprados al agente administrativo (que actúa en nombre de los Compradores) de conformidad con un acuerdo de transferencia de cuentas por cobrar. En relación con estas ventas de cuentas por cobrar, Bunge recibe una parte de los ingresos por adelantado y un monto adicional por la cobranza de las cuentas por cobrar, que se espera sea generalmente entre 10% y 15% del monto total de cuentas por cobrar vendidas el programa. En tanto, Koninklijke Bunge B.V., una subsidiaria de propiedad de Bunge, actúa como administrador, responsable, y recolector de los créditos por venta para el programa" (Bunge Limited 2016, pág., F-49).

Figura 5.31: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: stock de activos con empresas vinculadas en dominios extraterritoriales al 31 de diciembre (2003-2015), en millones de US$



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

Por último, la filial de LDC Argentina S.A. resultó ser la más activa en el rubro de cuentas a pagar debido a las mayores compras realizadas. En el período 2007-2010, se concretaron operaciones con sus socios en Uruguay y los Países Bajos. En este período, se desarrollaron las mayores compras de Dreyfus. Este rubro tuvo serias desconexiones entre las compras efectuadas y los pasivos de la filial. Particularmente en el año 2007, LDC Argentina S.A. realizó compras a Nethgrain por US$ 59 millones, mientras devengó

cuentas a pagar por 117 millones al 31 de diciembre del mismo año. Esta partida resultó ser mínima en el año anterior. Esta desconexión prosiguió en los años 2009 y 2010 con nulas compras a Urugrain, pero con cuentas por pagar hacia esta subsidiaria por US$ 289 millones y 252 millones, respectivamente. En forma más coherente, en el año 2010 la filial argentina realizó compras por 255 millones a Nethgrain, mientras devengó cuentas a pagar por US$ 137 millones con la misma.

Los rubros de activos como de pasivos con partes relacionadas en guaridas fiscales, produjeron las mayores transacciones en aquellos años en los cuales los precios de los *commodities* se tornaron ascendentes. Por lo general, estas transacciones con partes relacionadas en guaridas fiscales, obtuvieron el mayor registro entre los años 2007-2011, momento de mayor generación de excedentes por partes de las filiales en Argentina. Por ejemplo, Cargill devengó sus mayores transacciones con empresas relacionadas en los años 2006 y 2007. Esto podría ser explicado dado que, del lado de los pasivos, los préstamos recibidos de partes relacionadas financiaron la puesta en marcha de su planta en los años 2005-2006. En el año 2007, Cargill registró sus mayores ventas, las cuales fueron financiadas con créditos por venta. Por otro lado, Bunge recibió los mayores registros de anticipos de clientes en un período en el cual los precios crecieron fuertemente. Además, la filial en Argentina realizó crecientes créditos por venta en dichos años. Por ejemplo, en el año 2007, se registraron precios de transferencias por parte de Bunge por US$ 134 millones, financiados a través de un salto abrupto de los créditos por ventas. Por otro lado, Dreyfus en el período mencionado registró cuentas por pagar del lado de los pasivos, y préstamos a partes relacionadas del lado de los activos. Es decir, que mientras las demás partes relacionadas le financiaron las compras de bienes, Dreyfus en Argentina otorgó préstamos a estas mismas por una tasa de interés muy baja. Cabe destacar que en el caso de Dreyfus, las partidas con partes relacionadas volvieron a aumentar en los años 2014-2015. Esto se debe a que el excedente de Dreyfus no decayó en dicho período. Lo cual le permitió un cambio de estrategia del lado del pasivo hacia su financiamiento a través de anticipos de clientes, dando lugar, tal vez, a un crecimiento en la realización de precios de transferencias en sus ventas.

5.2.5.5 Fuga de capitales: distintos componentes

La fuga de capitales resultó ser elevada en las empresas estudiadas (Figura 5.32 y 5.33). La misma generalmente mostró sus mayores niveles durante el año 2008. Desde ya, gran parte de la fuga de capitales fue explicada tanto por la crisis internacional como por la llamada crisis política con el campo [24]. Por lo general, las empresas detentaron un

[24] "El efecto positivo que generaban las altas tasas de crecimiento en el país se ha visto afectado por el conflicto con el sector de la producción agrícola y , sobre el cierre del ejercicio, por la influencia de la crisis financiera mundial iniciada en el sector de hipotecas sub-prime. El ejercicio se ha caracterizado además por frecuentes reclamos de aumentos de salariales no siempre compensados en mayor productividad, los que han generado costos crecientes y un mayor número de conflictos de origen gremial. Los efectos de

incremento de la rentabilidad en dichos años. Es decir, las empresas aceiteras lograron capturar un excedente cada vez mayor hasta el año 2008. Si bien las inversiones productivas se encontraban en marcha durante este período, el excedente fue lo suficientemente grande como para ser destinado hacia el exterior. Además, la fuga de capitales fue una prioridad en estos años dado que las casas matrices debieron solventar la crisis financiera.

Los mecanismos utilizados para la fuga de capitales fueron múltiples, dependiendo de la aceitera estudiada. En firmas como Bunge, los mayores montos de fugas se produjeron por canales comerciales, ya sean por precio de transferencia en las ventas, como por compras a filiales en dominios extraterritoriales. La distribución de dividendos de Bunge fue elevada tanto en 2003 como en 2013. Este último componente de fuga fue utilizado por Cargill, la cual distribuyó dividendos en repetidas ocasiones. En el año 2008 se conjugó la mayor partida de distribución de dividendos respaldada por un elevado ratio de rentabilidad.

Luego de 2008, Cargill siguió distribuyendo dividendos para financiar a su casa matriz. En este período, la inversión productiva compitió de lleno con la fuga de capitales. Por otro lado, la empresa Dreyfus conjugó variadas estrategias de fuga de capitales durante el año 2008. Como podemos observar, esta fue explicada por la formación de activos externos, precios de transferencia en la venta de *commodities*, y compras a guaridas fiscales. La firma otorgó fondos a la casa matriz a través de las compras a empresas relacionadas en guaridas fiscales durante el período 2006-2010. Es por ello que su rentabilidad no alcanzó los mayores niveles en el año 2008. Las compras a empresas relacionadas fueron una carga para la firma, las cuales disminuyeron su rentabilidad corporativa.

Las filiales en países en desarrollo salieron al auxilio de las casas matrices [25]. La firma Oleaginosa Moreno mostró una elevada fuga por precios de transferencias en las ventas en el año 2008, momento de mayor nivel de rentabilidad reflejada por el ROE. En tanto, Nidera fugó por medio de dividendos distribuidos, compras a guaridas fiscales y precio de transferencias en las ventas, mostrando los mayores niveles en el año 2008[26]. A pesar de mostrar ratios de elevada rentabilidad en el período 2011-2014, la firma no logró fugar

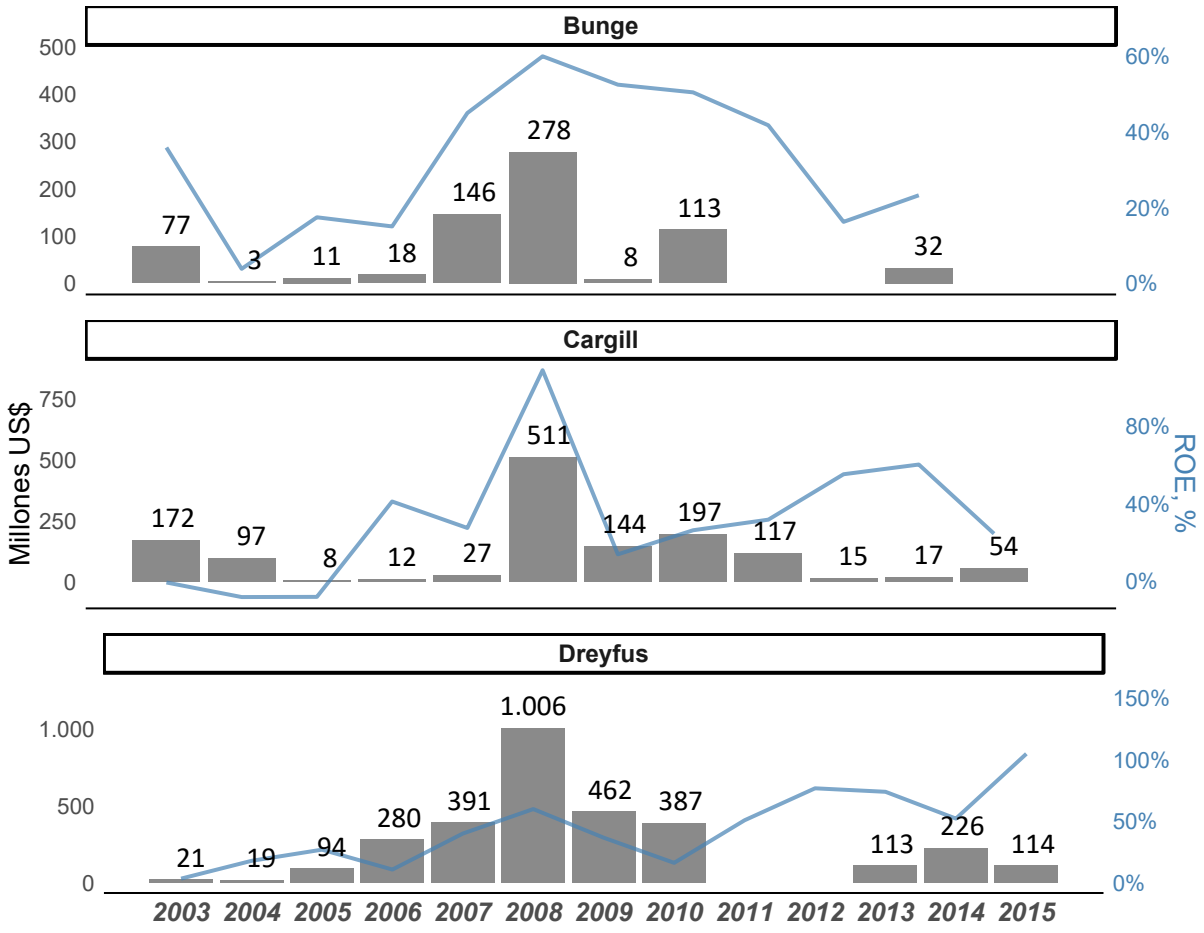
la crisis mundial han dado origen a una fuerte reducción en las tasas de crecimiento de las principales economías del mundo. Como consecuencia, se ha generado una muy significativa baja en el consumo de energía resultado fundamentalmente en una drástica reducción del precio del petróleo y de la demanda de bio-combustibles. Estos factores, combinados con una mejor situación en la oferta de productos agrícolas, han resultado en una pronunciada baja en los precios mundiales de éstos" (Nidera Argentina S.A., 2008, pág. 2).

[25] "La primera mitad del año 2009 se caracterizó por sufrir la mayor crisis financiera internacional, cuyos inicios se registraron hacia fines de 2008. El impacto en la economía real de esta situación fue la caída de la actividad productiva, la pérdida de valor de los activos financieros y las materias primas y el deterioro del comercio internacional con la consecuente destrucción de los puestos de trabajo. Sin embargo, la crisis financiera internacional sorprendió al país en una posición más fortalecido que en anteriores, tanto desde el punto de vista fiscal, con superávit en sus cuentas externas y fiscales así como el nivel de reservas en el Banco Central de la República Argentina" (LDC Argentina S.A., 2009, pág. 1).

[26] "El gobierno decidió el adelantamiento de las elecciones para 28 de junio, lo que generó un desfavorable compás de espera económico, culminando con el el resultado eleccionario que marcó una amplia desaprobación de las políticas oficiales y la pérdida de las mayorías parlamentarias automáticas"(Nidera Argentina S.A., 2009, pág. 2)

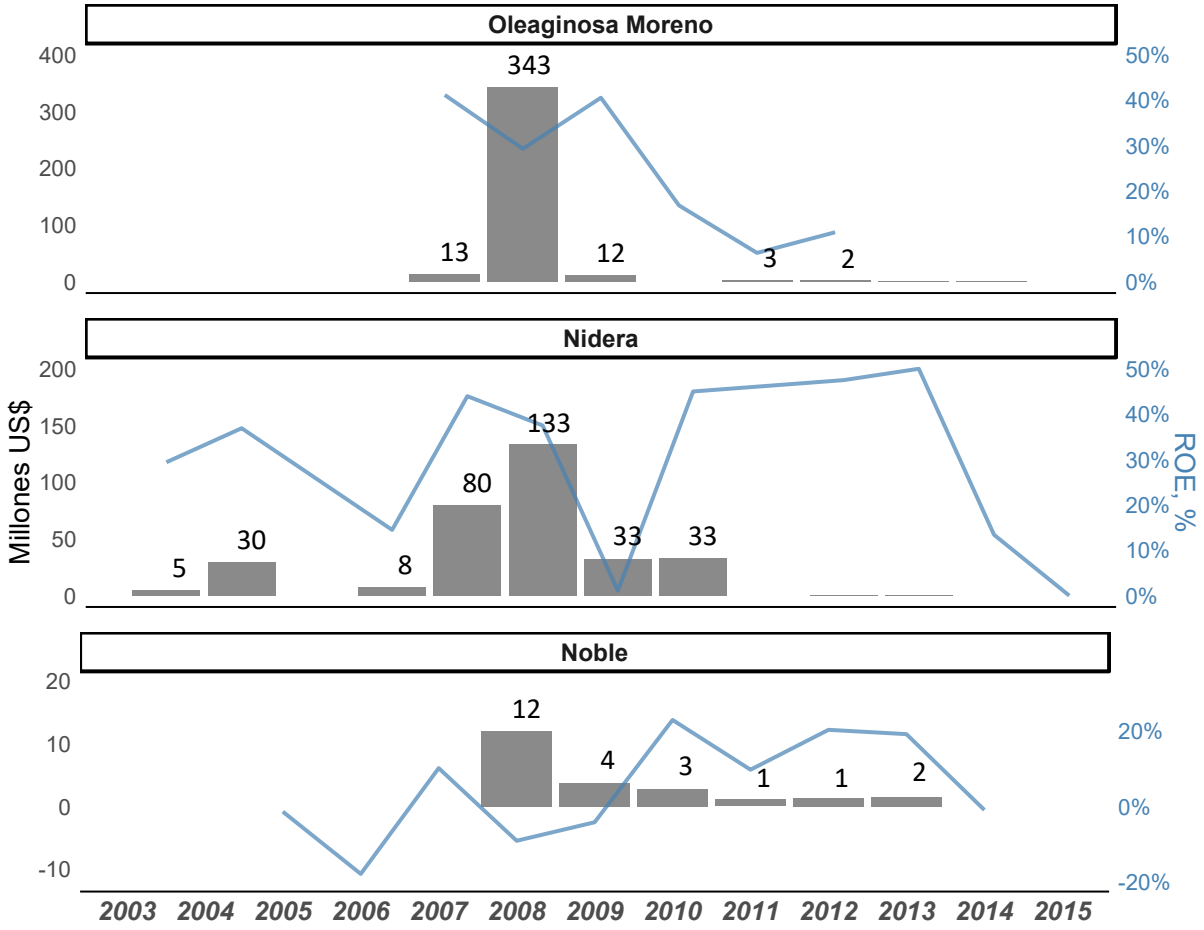
capitales dado que las restricciones cambiarias no se lo permitieron. Por último, Noble detentó niveles de rentabilidad muy bajos debido a su tardío ingreso en los segmentos de la molienda. Es por ello que no logró llevar a cabo una estrategia de fuga de capitales. La firma sólo realizó formación de activos externos en el año 2008. Luego de dicho año, y dado que financió gran parte de la construcción de su planta con préstamos intra-firma, la fuga de capitales se produjo a través de intereses perdidos.

Figura 5.32: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: Fuga de capitales en millones de US$ (eje primario, gráfico de barra); ROE en % (eje secundario, gráfico de línea) (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances contables.

Figura 5.33: Empresas extranjeras de la agro-industria en Argentina: Fuga de capitales en millones de US$ (eje primario, gráfico de barra); ROE en % (eje secundario, gráfico de línea) (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia a partir de los balances contables.

5.3 La agro-industria en Brasil

El desarrollo de las fuerzas productivas de la agro-industria en base a los cereales y oleaginosas en Brasil se presentó mayormente limitado por la expansión argentina (Véase Junior 2011). Esto se reflejó en la evolución de la capacidad de molienda a lo largo del tiempo. Mientras en Argentina la capacidad instalada alcanzó las 202.831 toneladas diarias de procesamiento en el año 2015, en Brasil la misma ascendió a 163.220 toneladas diarias [27]. En este sentido, si bien las empresas multinacionales del sector en Brasil desarrollaron plantas de procesamiento, su principal actividad comprendió la comercialización de los productos sin procesar. Es decir, las empresas cumplieron un rol de simple intermediarias al adquirir las materias primas, para su posterior venta al exterior[28].

[27] En la página web de la Bolsa de Comercio de Rosario: "Capacidad de molienda en el Mercosur ampliado". Consulta el 19/3/2018.

[28] Por lo tanto, si bien Bunge Alimentos S.A. es la mayor empresa de crashing (procesamiento) en Brasil, Cargill Agrícola S.A. posee un mayor tamaño en comparación a la facturación.

En retrospectiva, la capacidad instalada de procesamiento en Brasil creció en la etapa desarrollista -entre fines de los 70´ hasta finales de los 80´-. Sin embargo, en los 90´ el sector sufrió un proceso de extranjerización tras la llegada de la inversión extranjera. Las operaciones de cambios de manos se reflejaron en un estancamiento de las capacidades productivas (Junior 2011). De esta forma, el sector no se dinamizó en su industrialización. Su rol en la cadena de valor se subordinó a la producción agrícola sin mayores logros en el ascenso de la misma. En este sentido, se suele destacar el papel de Argentina al haber ganado mercado en el procesamiento de oleaginosas en detrimento de la expansión brasilera.

En contraposición, Brasil obtuvo un desarrollo relativo más avanzado (en comparación a Argentina) en relación a la producción de biocombustibles. Su surgimiento no comprendió una novedad del nuevo milenio. Esto se debe a varios puntos a destacar. Por un lado, Brasil detentó un rol como productor de azúcar desde hace varios siglos, materia prima fundamental para la elaboración de etanol (alcohol). En segundo lugar, luego del incremento de los precios del petróleo en la década del 70´, el gobierno brasileño promovió el reemplazo de las importaciones de hidrocarburos por la producción interna de alcohol (Sampaio & de Almeida 2012). De esta forma, llegado el nuevo milenio, Brasil poseía una capacidad productiva diferencial en el desarrollo de biocombustibles. A nivel internacional, la expansión de los biocombustibles se produjo por la implementación de nuevas tecnologías en la producción de autos, las cuales introdujeron motores a combustión que permitieron la mezcla con la gasolina. En línea con lo anterior, el desarrollo de los biocombustibles fue producto de la crisis energética a nivel mundial.

Finalmente, Brasil se constituyó como uno de los países con mayor producción de fertilizantes a nivel mundial[29](Saab & Paula 2008). Al igual que el mercado de oleaginosas y cereales, la producción de fertilizantes sufrió un intenso proceso de cambios de manos en los 90´ tras la llegada de la IED. En otrora, el sector se encontraba bajo control estatal, sin embargo, tras el proceso de privatización de la mayor empresa -Fosfértil-, se produjo un cambio en el escenario de los actores. El monopolio estatal pasó a convertirse en un oligopolio controlado por Bunge, Yara y Mosaic, al captar el 70% del mercado. Cabe destacar, a diferencia del mercado primario, la producción de fertilizantes se comercializa enteramente en el mercado interno, y dada la dimensión del país, se suelen importar el 60% de las materias primas para su producción.

De esta forma, abordaremos las especificidades de la financiarización de la agroindustria en Brasil a través de las mayores empresas en los segmentos comentados anteriormente. En este sentido, Cargill Agrícola S.A. (Cargill), Raízen Energia S.A. (Raízen) (de la multinacional Shell), y Bunge Fertilizantes S.A. (Bunge) comprenden las mayores empresas de Brasil en la producción y comercialización de cereales y oleaginosas, biocombustibles, y fertilizantes, respectivamente.

[29] Brasil ostenta el 7mo puesto en la producción de Ácido sulfúrico (Saab & Paula 2008).

5.3.1 Centralización del capital y estructura corporativa

Al igual que en Argentina, tanto Cargill, Raízen, como Bunge mantuvieron relaciones de propiedad con estructuras en dominio extraterritorial. Más concretamente las tres filiales mencionadas se incorporaron bajo la órbita de filiales tipo *holding* en los Países Bajos (véase Figuras 5.50, 5.49 y 5.48). Dicho control fue ejercido en forma tanto directa -en los casos de Raízen y Bunge-, como indirecta en el caso de Cargill. Por otro lado, cabe mencionar, la empresa Raízen comprende un *joint venture* con capitales nacionales [30], donde la multinacional Shell posee el 50% de dicha empresa.

En lo que respecta a la centralización del capital, se observó una fuerte integración vertical en las tres empresas estudiadas del apartado. En Raízen dicha integración alcanzó un elevado nivel. No solo por la cantidad de empresas controladas, sino por la participación en las ventas totales. Cerca de la mitad de las ventas de Raízen provinieron de sus controladas. Estas se encontraron presentes en actividades de logística y transporte, terminales portuarias, usinas de etanol y la generación de energía por medio de biocombustibles. Por otro lado, se incorporaron filiales dedicadas a actividades financieras y comerciales. Estas empresas controladas por Raízen, se localizaron en espacios extraterritoriales. Entre estos últimos dominios extraterritoriales, comprendieron a Reino Unido, Singapur, Luxemburgo, Islas Caimán e Islas Vírgenes Británicas. En tanto, Cargill mantuvo filiales dedicadas a la industrialización y comercialización de las oleaginosas, terminales portuarias, almacenes de acopio, transporte, y producción de agro-químicos. En lo que respecta a su brazo financiero, la firma mantuvo una filial en Bahamas. Además, cabe destacar que la multinacional detentó actividad bancaria por medio de Banco Cargill S.A.[31]. Por último, Bunge mantuvo filiales con actividades portuarias, y servicios de refrigeración, además, de un brazo financiero y comercial asentado en las Islas Caimán.

Con respecto al grado de concentración de los mercados, para el año 2017, Raízen controló el 35% del mercado de etanol y detentó el primer puesto en el mismo (seguida por Petrobras con el 31%) [32]. En segundo lugar, Bunge controló el 43% del mercado de fertilizantes seguido por Yara (15%) y Mosaic (14%) (Saab & Paula 2008). Por último, Cargill concentró el 8% de la capacidad de molienda luego de Bunge Alimentos (la cual acapara el 16%), sin embargo, superó a esta última en facturación dentro del sector [33].

Respecto a la compra de empresas, Cargill adquirió el frigorífico de capitales nacionales, Seara Alimentos, en 2004; además, adquirió las usinas para la producción de alcohol, Cevasa, en 2006; y la planta alimenticia SGS Microingredients, en 2016. En tanto, Raízen

[30] El 50% restante se encuentra en manos de Cosan.

[31] Banco Cargill S.A. no será tenido en cuenta a la hora de analizar las partidas contables, dado que forma parte de una estructura jurídica escindida de Cargill Agrícola S.A.

[32] Datos de Sindicom (Associação Nacional das Distribuidoras de Combustíveis, Lubrificantes, Logística e Conveniência)

[33] Revista Exame, y en: http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/01/vale-mantem-em-2015-posto-de-maior-exportadora-do-brasil-veja-ranking.html

se formó en el año 2010 tras la unión de las empresas Shell y Cosan. En el año 2011, Raízen adquirió Raízen Araraquara Açucar e Álcool Ltda, mientras en el año 2017 compró las usinas para la fabricación de alcohol de Tonon. Por último, Bunge adquirió Dijon Participações Ltda. en el año 2004 aumentando su participación en Fosfértil.

Cabe destacar que las tres empresas multinacionales abordadas mantuvieron actividad en otras ramas. La multinacional Cargill cotrola a la empresa Mosaic, inserta en el sector de fertilizantes. Por otro lado, Shell en conjunto con Cosan, controla Raízen Combustiveis, la mayor distribuidora de naftas de origen extranjero de Brasil. Mientras que la multinacional Bunge controla Bunge Alimentos, la mayor empresa de procesamiento de oleaginosas y cereales (sin embargo, es la segunda en términos de facturación).

5.3.2 Estrategia de acumulación

5.3.2.1 Nivel y procedencia del endeudamiento

El nivel de endeudamiento[34] de las empresas estudiadas presentó marcadas diferencias (Véase Figura 5.34). Cargill mantuvo un nivel de endeudamiento estable a lo largo de toda la serie. Aunque podríamos decir que su endeudamiento resultó ser más elevado en la primera mitad de la serie (2004-2008). En tanto, Bunge aumentó su endeudamiento hasta el año 2005, para luego reducirlo en los años previos a la crisis internacional, y luego retornar a un mayor nivel del mismo en el año 2008. Por último, Raízen aumentó su endeudamiento hasta el año 2014. De esta forma, la unión en *joint venture* significó una reestructuración de su actividad de financiamiento.

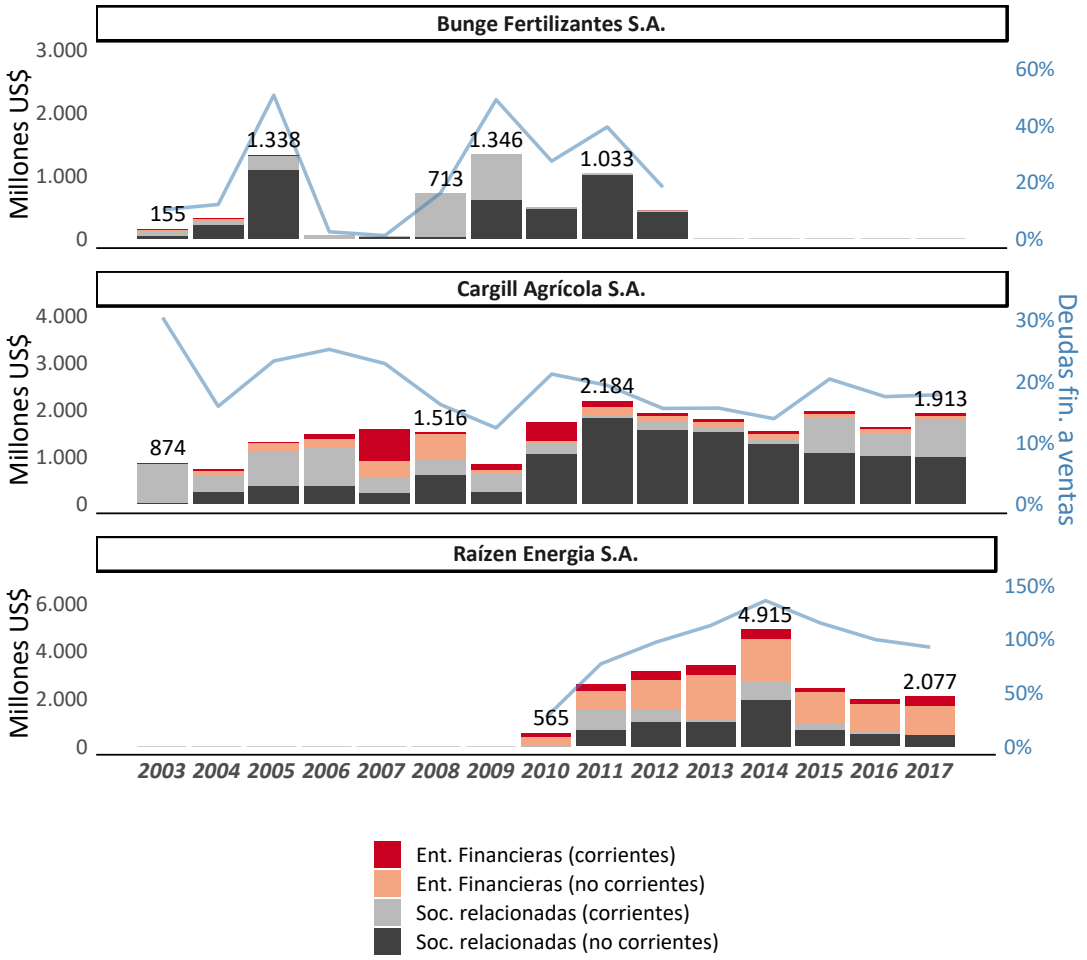
El nivel de financiamiento proveniente de deudas financieras fue relativamente alto. En Raízen entre un 80% y un 90% de los pasivos totales comprendieron a préstamos financieros, en tanto, en Cargill este ratio ascendió entre un 39% y 64%, mientras en Bunge fue del 23% al 70%. Esto nos habla de la centralidad que tuvo el endeudamiento en el financiamiento de sus respectivas actividades. Como veremos a continuación, por lo general las empresas en Brasil, presentaron una elevada desconexión entre la inversión productiva y la toma de deuda financiera. Este fenómeno le otorgó a su estrategia de acumulación, una característica particular con respecto a las empresas argentinas.

El nivel de endeudamiento (pasivos financieros sobre ventas) fue en torno al 50% en Bunge tanto en los años 2005, como así también en el período 2008-2011. En el año 2005, Bunge recibió sustanciales préstamos intra-firma que fueron utilizados para adquirir inversiones permanentes. Es por ello que estos revistieron de carácter de no corrientes. En el año 2008, Bunge recibió financiamientos para cubrir el déficit de caja producto de sustanciales compras a empresas vinculadas en guaridas fiscales, y como consecuencia, los préstamos percibidos fueron corrientes. Es decir, mientras en el año 2005 el financiamiento se destinó a inversiones financieras no corrientes, para el año 2008, financió fuga de

[34] Entendido como la relación entre los préstamos financieros y las ventas.

capitales en el corto plazo. En el año 2011, se endeudó con préstamos no corrientes vinculados a los déficit del flujo de caja, principalmente explicados por pérdidas del ejercicio, a lo que se le sumó una considerable baja de las deudas con los proveedores intra-firma en guaridas fiscales.

Figura 5.34: Empresas de la agro-industria en Brasil: préstamos financieros en millones de US$ (eje primario, gráfico de barra) y nivel de endeudamiento (pasivos financieros sobre ventas), en % (eje secundario, gráfico de línea) (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos contables.

Por otro lado, hasta el año 2008, el endeudamiento de Cargill estuvo concentrado en préstamos corrientes. Sin embargo, con posterioridad, estos provinieron de préstamos no corrientes con partes relacionadas. A partir de los años 2007-2008, el endeudamiento fue funcional a la fuga de capitales a través de mecanismos financieros. En el año 2009, particularmente la firma disminuyó considerablemente su endeudamiento con partes relacionadas. A nivel mundial la crisis de los países centrales demandó liquidez hacia las casas matrices, lo cual aminoró la demanda de préstamos de las filiales en países periféricos.

Cargill utilizó su endeudamiento para incrementar activos corrientes hasta el año 2007. Particularmente en el año 2007, se contabilizaron préstamos de prefinanciación de exportaciones. Mientras a partir de 2008, estas deudas tuvieron como objetivo las respectivas

fugas de capitales a través de pagos de intereses. En el año 2010, se financiaron variaciones de stock de materias primas debido al déficit de caja por la actividad principal. En tanto, en el año 2011 estos fueron a parar a las compras de participaciones en empresas. Particularmente en los años 2013 y 2014, momento en el cual (como veremos más adelante) la inversión productiva aumentó considerablemente, la empresa amortizó parte de su deuda. Es decir, en dichos años los niveles de amortización de los préstamos fueron más elevados que la toma de deuda. En el año 2015, aumentaron los préstamos corrientes de partes relacionadas, los cuales se destinaron a la compra de activos financieros, y dividendos girados.

Por último, Raízen se financió tanto con préstamos de entidades financieras como de partes relacionadas. Entre los primeros se destacaron la emisión tanto de Certificados de Agronegocios [35] y de Debentures. Estos préstamos aumentaron la inversión productiva, sin embargo, la toma de deuda la sobrepasó con creces. Como consecuencia, dichos pasivos fueron funcionales a las compras de activos financieros. Particularmente, el nivel de endeudamiento de Raízen sobrepasó al 100% en el año 2014.

En conclusión, los préstamos por procedencia y vencimiento dependieron al tipo de demanda de activos que se pretendió priorizar en cada caso. Por lo general, las firmas en Brasil utilizaron los préstamos intra-firma en forma frecuente, dado que estos les permitieron capturar ingresos financieros de las inversiones en corto plazo, como así también, realizar pagos de intereses dirigidos a empresas relacionadas en guaridas fiscales. Los préstamos adquiridos tuvieron mayor volatilidad dado que fueron renovados y cancelados en un plazo relativamente corto, menores al año. Los activos adquiridos con dichos préstamos no pudieron ser de largo plazo -por los plazos de financiación-, sino que las firmas priorizaron aquellos rubros que otorgaron un ingreso financiero para alimentar la fuga de capitales.

5.3.2.2 Endeudamiento y su destino

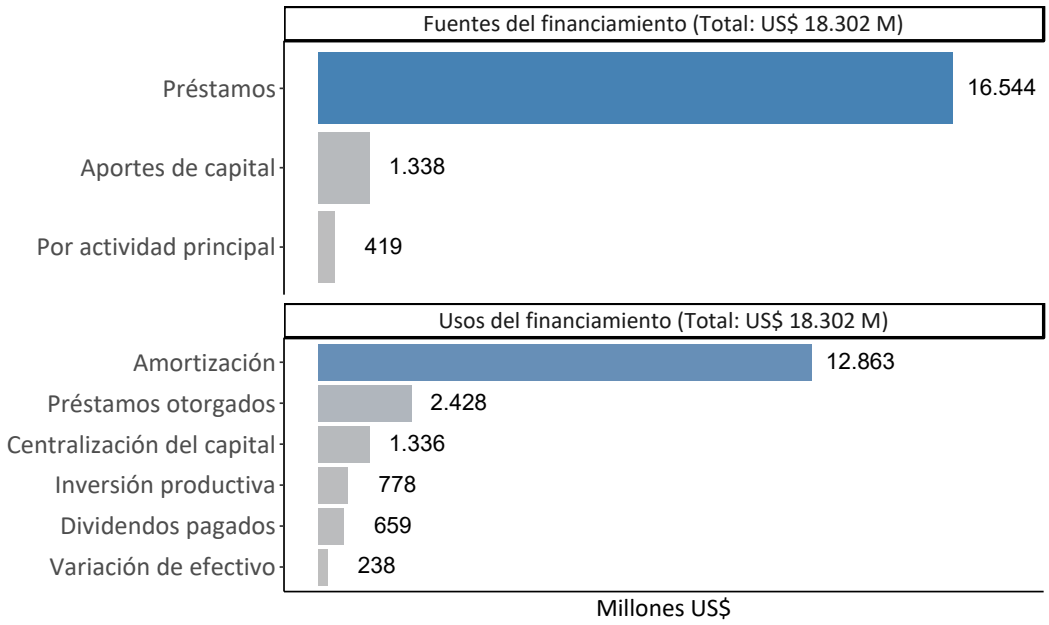
A través del flujo de caja de las firmas podemos observar las fuentes y usos del financiamiento. Particularmente, los préstamos en Bunge resultaron ser la principal fuente de financiamiento. En el período 2003-2012, estos sumaron US$ 16.544 millones al aportar el 90% de las fuentes (Figura 5.35). En segundo lugar se ubicaron los aportes de capital realizados por el socio controlante, los cuales sumaron US$ 1.338 millones (7%). Por detrás, provino el flujo de caja por el desarrollo de la actividad principal. Del otro extremo, los usos del financiamiento fueron liderados por las amortizaciones de los préstamos por US$ 12.863 millones, es decir, un 70%. Le siguieron en importancia, los préstamos otorgados a partes relacionadas por US$ 2.428 millones (13%), las compras de participaciones en empresas por 1.336 millones (7%), y la inversión productiva por 778 millones (4%). De

[35] Estos certificados poseen renta fija y se utilizan para financiar la actividad productiva.

esta forma, la obtención de liquidez en el corto plazo significó un elemento central de la actividad de financiamiento de Bunge. Por lo tanto, dado que la mayoría de los préstamos recibidos fueron saldados en un corto período de tiempo, los montos tanto de toma de préstamos como el de su cancelación, resultaron ser similares.

Cabe destacar que como vimos en la Figura anterior (5.34), la toma de deuda de Bunge se concentró en el período 2008-2011. Estos préstamos fueron enteramente financiados con partes relacionadas, los cuales se cancelaron en su mayor parte en el mismo año fiscal. Por ejemplo, en el año 2009, Bunge recibió préstamos de partes relacionadas por US$ 7.028 millones, los cuales fueron cancelados en el mismo año por US$ 7.003 millones.

Figura 5.35: Bunge Fertilizantes S.A.: fuentes y Usos del financiamiento en millones de US$ (2003-2012)

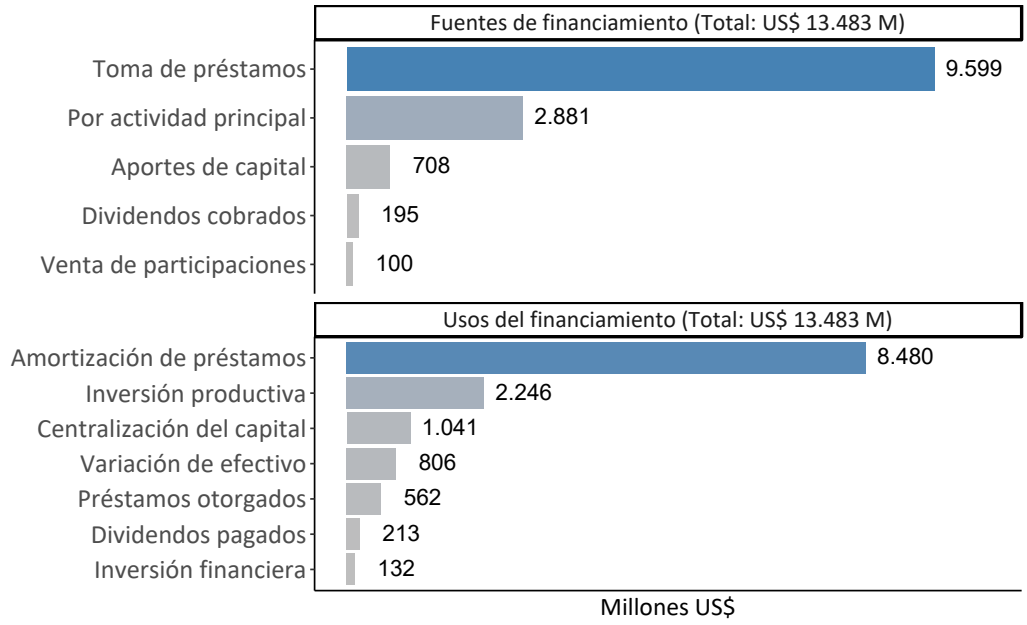


Fuente: Elaboración propia con datos contables de Bunge Fertilizantes S.A.

El endeudamiento del año 2008 financió partidas tales como préstamos otorgados y compras de mercadería a partes relacionadas. En los años 2009 y 2010, los préstamos significaron entradas en el corto plazo, dado que se amortizaron en el mismo año. En el año 2010, tanto el superávit de caja por la actividad principal, los préstamos recibidos, como los aportes de capital, financiaron los préstamos otorgados y el giro de utilidades al exterior. Por último, los préstamos del año 2011 financiaron parte del déficit de la actividad principal.

En general los préstamos intra-firma en Bunge permitieron financiar actividades especulativas, inversiones financieras y fuga de capitales. Particularmente, esta última asumió mecanismos comerciales como las compras de materias primas a partes relacionadas en guaridas fiscales. Ergo, esta actividad necesitó de financiamiento a corto plazo para la adquisición de dichas mercaderías.

Figura 5.36: Cargill Agrícola S.A.(2003-2017): fuentes y usos del financiamiento en millones de US$



Fuente: Elaboración propia con datos contables de Cargill Agrícola S.A.

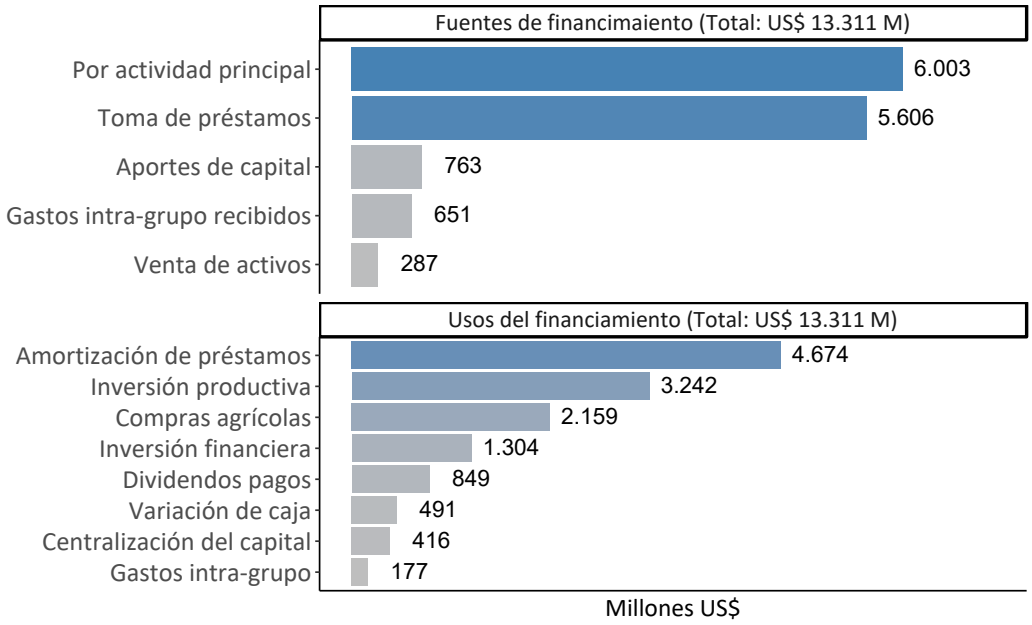
En segundo lugar, y al igual que Bunge, Cargill se apoyó en los pasivos financieros como su principal fuente de financiamiento (Figura 5.36). Estos ascendieron a US$ 9.599 millones en el período 2003-2017 (el 71% de las fuentes de financiamiento). Le siguieron en importancia el superávit por su actividad principal en US$ 2.881 millones (21%), y los aportes de capital del socio controlante en 708 millones (5%), etc. En el otro extremo, en los usos del financiamiento, la amortización de los préstamos ascendió a unos US$ 8.480 millones (es decir, el 63% de los mismos), la inversión productiva alcanzó los US$ 2.246 millones (16%), y la centralización del capital sumó unos 1.041 millones (8%).

Cargill solicitó préstamos principalmente en los años 2004, 2010-2011 y 2015-2016. En el año 2004, estos financiaron una variación positiva de caja (demanda de efectivo). En los años 2010-2011, los préstamos permitieron otorgar créditos a terceros y adquirir participaciones en empresas, aunque Cargill mencionó en 2010 que: "El endeudamiento total de la Compañía presentó un aumento del 35% con respecto al año anterior, básicamente en función de las inversiones realizadas durante el año" (Cargill Agrícola S.A., 2010, pág. 1). En el período 2012-2014, Cargill destinó pocos recursos al aumento de las capacidades productivas, y por ello también se endeudó con más mesura. La firma sufrió los embates de la crisis de las hipotecas y de los *commodities* a partir del año 2012. Particularmente, en este último año destinó escasos recursos al aumento de las capacidades productivas. Cargill mencionó en su balance de 2012 que: "El año 2012 fue marcado por incertidumbres globales y cambios importantes en la conducción de la economía en el país, factores que caracterizaron un escenario de negocios bastante volátil y un tímido crecimiento del 0,9% en el PIB" (Cargill Agrícola S.A., 2012, pág. 1). En tanto, durante los años 2015-2016,

los préstamos financiaron el pago de dividendos, y la adquisición de inversión financiera. Con respecto a la inversión productiva, y como veremos más adelante, la firma aumentó considerablemente sus capacidades productivas. Sin embargo, los préstamos tomados resultaron muy superiores a los fondos destinados a la inversión productiva.

La toma de deudas financieras de Cargill fue concentrada en períodos específicos (2010-2012 y 2015-2017), la cual aumentó la fuga de capitales y la inversión financiera. Particularmente en estos años la participación de las inversiones financieras aumentaron considerablemente en la composición de los activos (Véase Figura 5.39).

Figura 5.37: Raízen Energia S.A. (2010-2017): fuentes y usos del financiamiento en millones de US$



Fuente: Elaboración propia con datos contables de Raízen Energia S.A.

Por último, Raízen se financió principalmente por el desarrollo de su actividad operativa en el período 2010-2017 (US$ 6.003 millones y el 45% de las fuentes del financiamiento, Figura 5.37). Mientras los préstamos recibidos sumaron US$ 5.606 millones alcanzando el 42% de las fuentes de financiamiento. También deben destacarse los aportes de capital del socio controlante (763 millones) y la emisión de títulos de deuda (347 millones). Por otro lado, las amortizaciones a los préstamos ascendieron a los US$ 4.653 millones (contando los préstamos de terceros y con partes relacionadas, es decir el 34% de los usos del financiamiento), seguida de la inversión productiva por US$ 3.242 millones (24%).

Los mayores montos de toma de deuda se concentraron en los años 2013-2014. Estos alimentaron la adquisición de activos financieros y la fuga de capitales (dado que parte de estos préstamos fueron realizados intra-firma).

En resumen, el financiamiento resultó determinante en la estrategia de acumulación de la agro-industria en Brasil. A diferencia de las firmas en Argentina, los préstamos se concentraron en activos líquidos de carácter financiero y en fuga de capitales.

5.3.3 Inversión productiva

Los ciclos de inversión productiva de las empresas en Brasil resultaron rotundamente diferentes a los de las firmas argentinas. Los mayores niveles de inversión fueron registrados a partir del año 2008. Este fenómeno se pudo observar tanto en Bunge como en Cargill. Particularmente Cargill aumentó sus inversiones productivas en los años 2008-2009, dado que inició un proceso de progresivo aumento del valor agregado por medio de la construcción de plantas de procesamiento, así como el aumento de las capacidades productivas en la producción de biodisel[36]. Las inversiones siguieron siendo elevadas a pesar que Brasil ingresó, a partir del año 2014, en un ciclo de menor crecimiento, y una crisis política en ciernes [37]. Las inversiones se mantuvieron estables e incluso aumentaron hasta el año 2016. Gran parte de las inversiones realizadas revistieron el carácter de inversiones netas o nuevas, lo que le permitió aumentar las capacidades productivas y escalonar sus negocios hacia la industrialización.

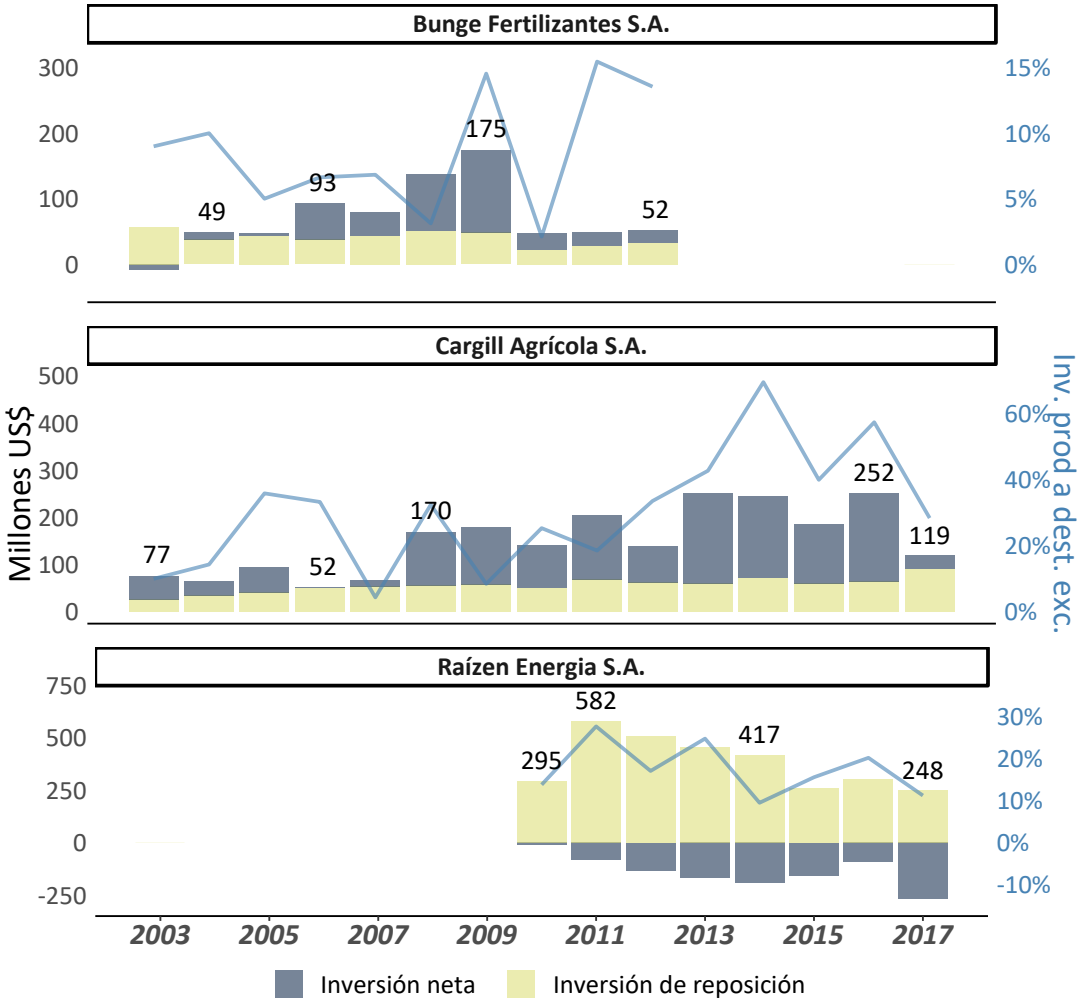
Para el año 2016, Cargill en Brasil mencionó que: "Iniciamos el año bajo la incertidumbre política presentada por la posibilidad de impeachment que se consolidó a lo largo de los primeros meses del año, alejando el mando ejecutivo del país a principios de mayo. A partir de ahí, un gobierno provisional asumió la gestión del poder ejecutivo trayendo consigo un equipo de profesionales, conocidos por sus habilidades técnicas, con la misión de organizar los problemas fiscales y reanimar las fuentes de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB). Este hecho impactó directamente la confianza de los agentes económicos, reflejando en la mejora de las expectativas. [...] la Compañía dio continuidad a las inversiones anunciadas para ampliar sus unidades en el país, así como en el lanzamiento de nuevos productos y servicios. Las inversiones en el área de logística avanzaron durante el año." (Cargill Agrícola S.A., 2016, pág. 1). Sin embargo, en el año 2017 las inversiones productivas se derrumbaron respecto a otrora. Esto se debió a un especial aumento de las incertidumbres que generaron tanto las reformas implementadas por el nuevo gobierno como las especulaciones electorales del año siguiente [38]. Además, la evolución de los pre-

[36] "Cerca de R$ 112 millones están siendo dirigidos en la ampliación de la fábrica de procesamiento de maíz del Complejo Industrial de Uberlândia, lo que ampliará en un 70% la capacidad de producción. También se inició la construcción de una unidad para procesamiento de soja en Primavera do Leste, prevista para entrar en operación en el primer semestre de 2009" (Cargill Agrícola S.A., 2008, pág 1).

[37] "En el mercado local, hubo un deterioro de las expectativas a lo largo del año. En enero de 2014, según el informe Focus - publicado por el Banco Central, la expectativa de crecimiento del PIB era del 1,95% y la previsión de inflación (IPCA) era del 5,97%. El año terminó con un crecimiento cercano al 0% e inflación del 6,4%, cerca del techo de la banda. Con ese escenario como base, el Real presentó una devaluación del 11,30% cerrando el año de 2014 cotizado a R $ 2,65. A pesar de este escenario, la Compañía presentó un óptimo desempeño en el año 2014, con un aumento del 26% en el beneficio neto consolidado, R $ 481 millones en 2014 ante R $ 382 millones en el año 2013. El endeudamiento total de la Compañía presentó una disminución de 6 % en relación al año anterior"(Cargill Agrícola S.A., 2014, pág 1).

[38] "El escenario económico local fue marcado por dos temas centrales en 2017. El primero se refiere a los esfuerzos del gobierno para aprobar la reforma de la previsión, aunque en una versión más atenuada que la inicialmente propuesta. El segundo tema se refiere al escenario electoral para 2018, en especial con respecto a las expectativas sobre los posibles candidatos" (Cargill Agrícola S.A., 2017, pág 1).

Figura 5.38: Empresas de la agro-industria en Brasil: inversión productiva en millones de US$ (eje principal, gráfico de barra); y su participación en el destino del excedente, en% (eje secundario, gráfico de línea) (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos contables.

cios internacionales tampoco ayudó a sostener las inversiones productivas, dado que en 2016 y 2017, estos decrecieron fuertemente.

Las inversiones productivas de Bunge resultaron superiores únicamente en los años 2008 y 2009. Esto tuvo que ver con el aumento de la rentabilidad de la firma (más particularmente durante el año 2008). Estas inversiones fueron de carácter de nuevas o netas durante dichos años. Sin embargo, la participación de las inversiones productivas en el destino del excedente fue extremadamente reducida. Esto se produjo ya que Bunge priorizó la fuga de capitales y las inversiones financieras por sobre las inversiones productivas. Dicho fenómeno se repitió pero en menor proporción en las demás empresas. Tanto Cargill como Raízen detentaron una reducida participación de las inversiones productivas sobre el destino del excedente. En Cargill, dicha proporción decayó fuertemente durante los años 2007-2009, momento en que concentró las mayores fugas de capitales. Esto nos habla de las prioridades de las firmas dado que estas buscaron priorizar los demás destinos del

excedente por sobre las inversiones productivas.

Por otro lado, Raízen realizó únicamente inversiones de reposición, mientras las inversiones netas resultaron ser negativas. Es decir, las inversiones productivas realizadas por la firma no alcanzaron a cubrir las amortizaciones o depreciación de sus bienes de uso. Además, estas inversiones productivas fueron decreciendo a lo largo del tiempo. Dicho destino del excedente alcanzó los US$ 582 millones en 2011, mientras ascendieron a los US$ 248 millones en 2017.

En suma, si bien ciertas empresas realizaron cuantiosas inversiones que permitieron incrementar las capacidades productivas, la participación que tuvo ésta en el destino del excedente fue reducida. Por lo general estas inversiones no fueron sostenidas a lo largo del tiempo con la excepción de Cargill. Mientras que en Raízen, las inversiones ni siquiera alcanzaron a cubrir los niveles de depreciación.

5.3.4 Inversión financiera e ingresos financieros

Las empresas de la agro-industria en Brasil solieron mostrar una elevada respuesta en la liquidez de sus activos al momento de adquirir endeudamientos. Por ejemplo, la firma Bunge, incrementó su endeudamiento fuertemente en el año 2005, como correlato se incrementaron las inversiones permanentes, es decir, en participaciones en empresas (véase Figura 5.40). En tanto, nuevamente el endeudamiento volvió a aumentar en los años 2008 y 2009. En el primero de estos años, este endeudamiento fue utilizado para la adquisición de bienes de cambio. En los años 2007-2008, Bunge realizó compras a una empresa vinculada en guaridas fiscales por US$ 1.059 millones y US$ 2.542 millones, respectivamente. Por lo tanto, el endeudamiento financió la fuga de capitales. En tanto, en el año 2009, los activos de Bunge se prepararon para su enajenación a Vale[39], es por ello que aumentó considerablemente la inversión para la venta (Véase Figura 5.39). En el mismo año, aumentó el endeudamiento corriente y no corriente, parte del primero se utilizó para seguir sosteniendo las compras a empresas relacionadas, en tanto, el segundo fue utilizado para la compra de bienes de uso. Finalmente, el nivel de endeudamiento volvió a aumentar en el año 2011. Como correlato, se incrementó el rubro caja. Es decir, dicha liquidez no fue utilizada en el corto plazo.

En segundo lugar, Cargill aumentó su endeudamiento en los años 2005, 2010-2011 y 2015. En el año 2005 se produjo un incremento de la inversión en sociedades (Véase Figura 5.39). En el año 2010 aumentó considerablemente la participación de inversiones financieras, pasando a representar el 19% del total de activos. Además, a partir del año 2011, incrementó la participación del rubro caja. En el año 2015, el financiamiento se utilizó tanto para adquirir activos financieros como bienes de cambio. Además, en los años 2013 y 2014 (momentos de desendeudamiento), la proporción de bienes de uso se

[39] Como veremos más adelante, Bunge vendió su participación en Fosfertil a la empresa Vale.

Figura 5.39: Empresas de la agro-industria en Brasil: composición de los activos por rubro, en % (2003-2017)

Fuente: Elaboración propia con datos contables.

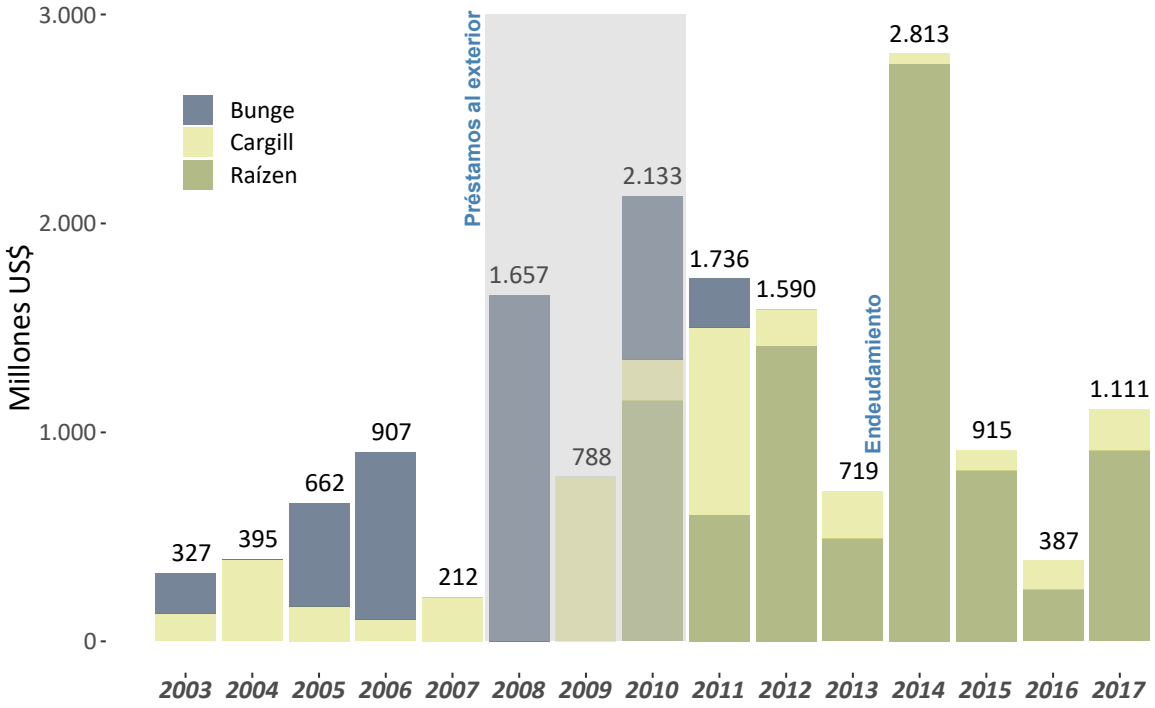
incrementó al igual que el rubro caja.

Por último, Raízen incrementó su endeudamiento a partir del año 2011. Como consecuencia, dicha liquidez fue reflejada en el rubro caja, aumentando su participación considerablemente (Véase Figura 5.39). En el año 2014, momento de mayor endeudamiento, la empresa llegó a poseer un 18% de sus activos en forma líquida. Además, Raízen ostentó una considerable proporción de inversión financiera. Incluso en momentos en los cuales el rubro caja se redujo, como en el año 2015, la inversión financiera se incrementó al alcanzar el 14% de los activos. Por lo tanto, únicamente considerando el año 2014, y al sumar el rubro caja con la inversión financiera, la liquidez de la empresa ascendió al 28% del total de activos. Por otro lado, cabe resaltar que luego de reducirse la participación del rubro caja, la participación de las inversiones en sociedades se incrementaron como contrapartida. De esta forma, la inversión en sociedades alcanzaron un 31% del total de activos en el año 2017.

En comparación con las empresas de Argentina, el tipo de liquidez de las empresas de Brasil resultó muy distinta. Mientras en las primeras se destacaron los activos líquidos correspondientes a créditos corrientes y bienes de cambio, en las segundas la liquidez de los activos resultó ser aún mayor, al reflejarse sobre los rubros de caja y/o las inversiones financieras.

En este sentido, la inversión financiera de las empresas en Brasil fue más elevada que las firmas de Argentina, tanto en términos relativos como absolutos (véase Figura 5.40).

Figura 5.40: Empresas de la agro-industria en Brasil: inversión financiera en millones de US$ (eje principal, gráfico de línea); inversión financiera sobre destino del excedente (eje secundario, gráfico de línea) (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos contables.

En primer lugar, dentro de la inversión financiera contamos con el destacado papel de la centralización del capital. Bunge adquirió una empresa del mismo grupo en el año 2005, e incrementó su inversión financiera en dicho año. Para el año 2006, la misma invirtió US$ 802 millones en el aumento de participación de Fosfértil. Por otro lado, Cargill compró Seara Alimentos en 2004, en tanto, en 2011 adquirió tanto una planta de Unilever Brasil Ltda., como un *Joint - Venture* entre en Açúcar e Álcool S.A. por US$ 550 millones. En tercer lugar, se destacó Raízen con la adquisición de Tonon por US$ 286 millones en 2017.

En segundo lugar, Bunge realizó préstamos hacia partes relacionadas en guaridas fiscales. En los años 2008 y 2010, se concretaron préstamos por US$ 1.657 millones y 784 millones, respectivamente. Desde ya, en dicho período la casa matriz necesitó dotarse de liquidez. Lo mismo ocurrió en Cargill en el año 2009, momento en el cual la firma otorgó un préstamo a partes relacionadas por US$ 742 millones.

En tercer lugar, la compra de activos financieros (especialmente derivados) fue notoria en Cargill y Raízen. Particularmente, debido al fuerte endeudamiento que contrajo Raízen, la firma invirtió tanto en demanda de efectivo como en activos financieros, alcanzando una inversión financiera de US$ 1.174 millones en 2014. La firma Raízen concretó inversiones financieras gracias a la toma de deuda durante el período 2010-2014.

Estas inversiones financieras fueron sostenidas a lo largo del tiempo. Esto comprendió una gran diferencia con respecto a las empresas en Argentina, las cuales muchas veces

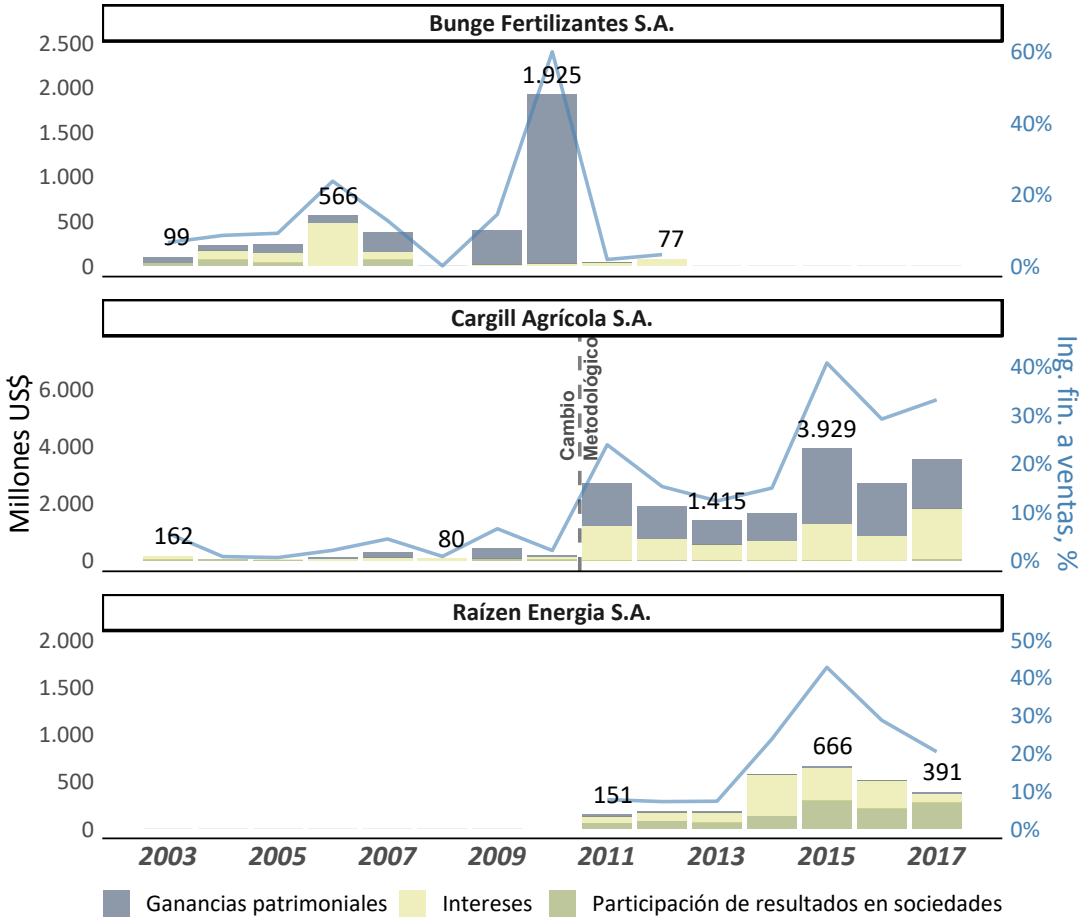
realizaron inversiones financieras de forma esporádica. De esta forma, la estrategia de acumulación en Brasil detentó un carácter más sólido en lo que se refiere a la especulación financiera, debido al propio régimen de acumulación brasilero.

Como resultado de las inversiones financieras, los ingresos financieros de las firmas en Brasil fueron abultados. Incluso estos resultaron ser cada vez más importantes a lo largo del tiempo (véase Figura 5.41). En el año 2011, Cargill reportó las inversiones financieras más elevadas. Al mismo tiempo, los ingresos financieros alcanzaron los US$ 2.691 millones. Aunque cabe aclarar que este salto en los ingresos financieros pudo deberse a cambios en los criterios metodológicos de la propia registración de los balances. Sin embargo, el nivel que alcanzaron los ingresos financieros en el año 2011 fue destacable. Para el año 2015, estos sumaron unos US$ 3.918 millones y representaron un nivel cercano al 40% de las ventas. El incremento de los ingresos financieros de Cargill en el año 2015, estuvo explicado por la devaluación del Real. Sin embargo, estos se sostuvieron en niveles elevados gracias al aumento de las tasas de intereses tras el *impeachment* durante el año 2016[40]. Particularmente los ingresos financieros superaron a los egresos a partir del año 2016. En el año 2017, el superávit financiero (ingresos financieros menos gastos financieros) resultó superior al resultado operativo de la compañía. Aunque cabe aclarar que en los años anteriores al año 2016, Cargill poseía egresos financieros superiores a los ingresos. De esta forma, la firma no obtuvo excedentes financieros propiamente dichos. Sin embargo, se quiere destacar que los flujos no son para nada despreciables. En este sentido, las empresas decidieron entrar en un juego financiero del cual en caso de no ingresar, se verían perjudicadas dada la mayor volatilidad del mercado de *commodities*. Por otro lado, gran parte de los egresos financieros fueron acaparados por los intereses perdidos por préstamos intra-firma, constituyéndose estos en fugas de capitales. Ergo, la fuga de capitales capturó gran parte de los ingresos financieros, los cuales resultaron en salidas al exterior. De no perjudicarse a Cargill Agrícola S.A. con dichos préstamos intra-firma, la firma detentaría superávits financieros en todos los años (es decir, los ingresos financieros hubiesen sido mayores a los egresos). Por lo general, los ingresos financieros en Cargill provinieron de ganancias patrimoniales e intereses de los activos líquidos.

En segundo lugar, los ingresos financieros de Raízen fueron incrementándose a medida que el endeudamiento financió la adquisición de activos líquidos. Estos alcanzaron su mayor nivel a partir del año 2015, representando cerca del 40% de la facturación (sin contar la facturación de las controladas). La firma obtuvo ingresos financieros por dos componentes bien marcados. Por un lado, los intereses y ganancias por la compra de activos financieros, y por otro lado, a través de la participación en los resultados de las sociedades controladas. Particularmente durante el año 2014 se incrementaron significativamente las

[40] "Se refiere esencialmente a aplicaciones financieras ejecutadas a partir de un comando de mesa de la disponibilidad financiera, con liquidez inmediata con el Banco Cargill en ambas fechas base" (Cargill Agrícola S.A., 2016, pág. 4)

Figura 5.41: Empresas de la agro-industria en Brasil: ingresos financieros en millones de US$ (eje primario, gráfico de barra); ingresos financieros sobre ventas, en % (eje secundario, gráfico de línea) (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos contables.

inversiones financieras, y como resultado, los ingresos financieros respondieron ante dichas inversiones[41]. Al igual que Cargill, Raízen obtuvo gran parte de su financiamiento a través de préstamos intra-firma provenientes de filiales en guaridas fiscales. Por lo tanto, los ingresos financieros fueron capturados por la fuga de capitales en el pago de intereses.

Por último, Bunge detentó ingresos significativos en el año 2006 por medio de intereses ganados que alcanzaron el 20% de las ventas, así como ganancias patrimoniales en el año 2009. Esto se explica por los activos líquidos que la firma mantuvo. Por otro lado, Bunge vendió Fosfértil en el año 2010 a la empresa Vale. En los balances contables mencionó que tras dicha venta, la firma obtuvo una ganancia patrimonial por US$ 1.901 millones. Desde ya, como se verá más abajo, en el mismo año, Bunge giró dichas ganancias patrimoniales a su controlante.

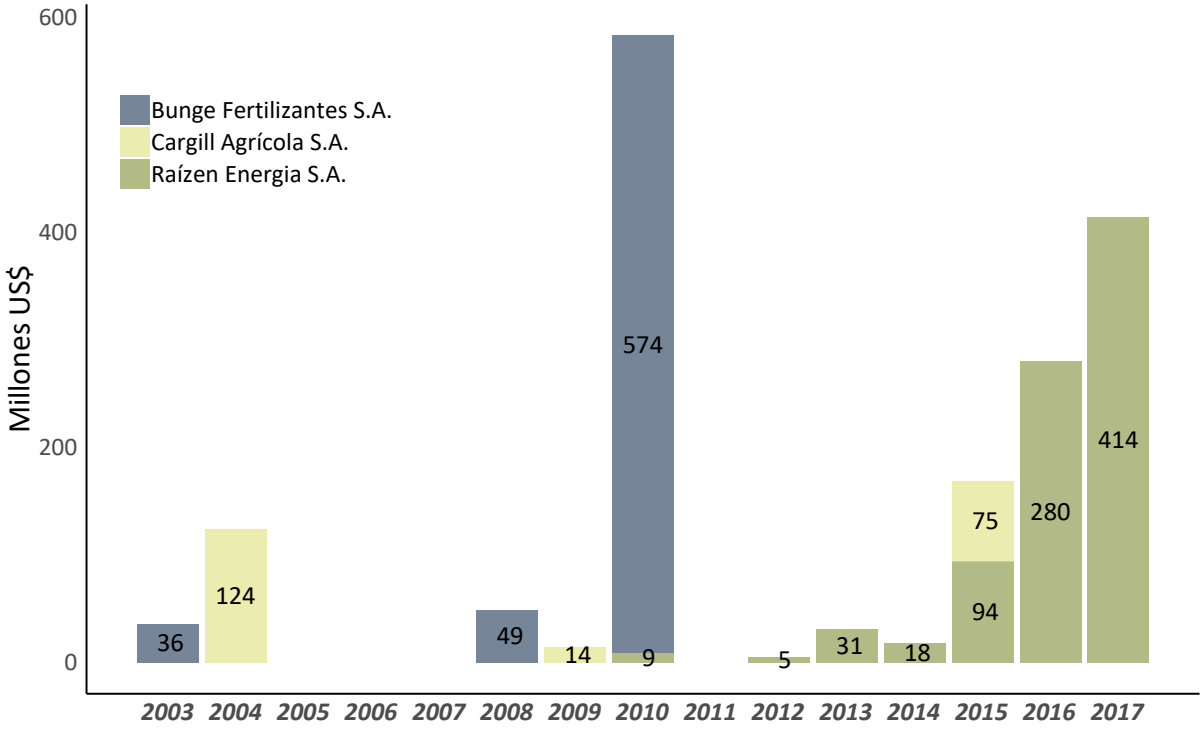
[41] La empresa menciona que con dichos activos intenta cubrir las variaciones de precios de los *commodities*: "Estas oscilaciones de precios pueden provocar cambios sustanciales en los ingresos de ventas de la Compañía. Para mitigar este riesgo, la Compañía monitorea permanentemente el mercado, buscando anticiparse a movimientos de precios" (Raízen Energia S.A., 2017, pág. 95).

En resumen, gran parte de los ingresos financieros sirvieron para dotar de liquidez a las firmas debido a las estrategias de fuga de capitales. En algunos casos, como en Raízen y Cargill, estos ingresos alimentaron la fuga de capitales destinadas al pago de intereses por los préstamos intra-firma. En el caso de Bunge, los ingresos financieros permitieron fugar capitales a través del giro de utilidades.

5.3.5 Fuga de capitales

5.3.5.1 Dividendos girados

Figura 5.42: Empresas de la agro-industria en Brasil: utilidades giradas en millones de US$ (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos contables.

Las empresas de Brasil, al igual que en Argentina, diversificaron sus mecanismos para fugar capitales hacia el exterior. El más visibles de ellos correspondió al giro de utilidades y dividendos (véase Figura 5.42). Cabe destacar, los giros de utilidades fueron destinados a las empresas controlantes, radicadas en los Países Bajos. La fuga de capitales por dividendos girados fue casi insignificante en lo que respecta a Cargill. Esta empresa remitió dividendos por US$ 134 millones en 2004, 14 millones en 2009, y 73 millones en el año 2015. En tanto, Bunge realizó giros por 36 millones en 2003, 49 millones en 2008 y 547 millones en 2010 [42]. Cabe destacar que Bunge en el año 2010 vendió sus participaciones a la

[42] En este último año a la distribución de dividendo se le sumaron ingentes reducciones de capital, que se constituyeron en salidas hacia la controlante inmediata.

empresa Vale, en consecuencia, decidió fugar dichos recursos al exterior. De esta forma, la necesidad de liquidez de la casa matriz fue solventada tras la venta de las participaciones en Fosfértil y su posterior fuga bajo el concepto de dividendos girados.

En este sentido, la fuga por dividendos pareciera a priori menos sostenida en el largo plazo respecto a la concretada por ciertas filiales de la Argentina. Esto no quita que no suelan remitir su excedente bajo otras formas. Como veremos más adelante, la fuga de capitales en las firmas estudiadas en Brasil fue realizada principalmente a través de mecanismos financieros.

En el caso de Raízen se pudo notar que la empresa adquirió una dinámica de crecientes giros al exterior a partir del año 2015. La empresa acumuló una mayor masa de excedente a partir de dicho año, y en consecuencia, decidió remitirla en forma de dividendos. Mientras en el año 2010 giró unos 9 millones, para el año 2017, estos se incrementaron a unos 414 millones.

5.3.5.2 Créditos y préstamos intra-firma

Por otra parte, la generación de derechos y obligaciones con empresas vinculadas en dominios extraterritoriales significó otro método efectivo de fuga de capitales hacia el exterior. Las empresas seleccionadas realizaron operaciones de préstamos desde y hacia empresas vinculadas en dominios extraterritoriales.

En primer lugar, Bunge obtuvo préstamos por US$ 256 millones provenientes de filiales en las Islas Bermudas en el año 2003. (Véase Figura 5.43). Entre estas filiales se destacaron préstamos de Bunge Finance Ltd. y Bunge Ltd por US$ 235 millones, con sus respectivos giros de intereses por 12 millones. En el año 2004, los préstamos alcanzaron unos US$ 281 millones, provenientes tanto de Bunge Limited (casa matriz) por 75 millones, como de Bunge Finance Ltd. por 166 millones. En dicho año, la filial en Brasil giró intereses a dichas empresas por US$ 11 millones (Véase Figura 5.44). En el año 2005 el stock de préstamos se incrementó a los US$ 1.319 millones. Entre las empresas en dominios extraterritoriales que aportaron esta liquidez se encuentraron: Bunge Finance Limited por 1.092 millones y Bunge Master Trust Ltd por 179 millones (cabe destacar que estos préstamos tuvieron carácter de no corrientes, sin embargo, para el año 2006 habían sido cancelados). En dicho año, se giraron intereses por US$ 47 millones a ambas filiales. Para el año 2006, se concretaron préstamos por parte de Bunge Master Trust Ltd por US$ 31 millones y de Bunge Trade Limited (Islas Caimán) por 21 millones, devengando intereses por 3 millones.

Avanzando temporalmente, en los años 2008 y 2009, los préstamos a Bunge Fertilizantes S.A. se incrementaron a los US$ 682 millones y 1.318 millones, respectivamente. En el año 2008 los préstamos estuvieron explicados por Bunge Master Trust Ltd, el cual aportó 621 millones. El monto restante provino tanto de Bunge Finance Limited por 33 millones como de Bunge limited por 27 millones. En el año 2009, se concretaron préstamos

provenientes de Bunge Finance Limited por US$ 604 millones, Bunge Master Trust Ltd por 325 millones y Bunge Europe Finance B.V. (Países Bajos) por 317 millones. Cabe resaltar que si bien los intereses pagados en el año 2008 fueron relativamente bajos, para el año 2009, Bunge abonó intereses por US$ 387 millones. De estos, 241 millones fueron a parar a Bunge Master Trust Ltd, y 143 millones a Bunge Finance Limited. En el 2011 se generaron pasivos con empresas vinculadas por préstamos por US$ 501 millones. Estos provinieron de un prefinanciamiento de exportaciones realizado por la filial en España denominada Bunge Ibérica Finance. En los años 2011 y 2012 se le abonó a dicha filial, intereses por US$ 73 millones.

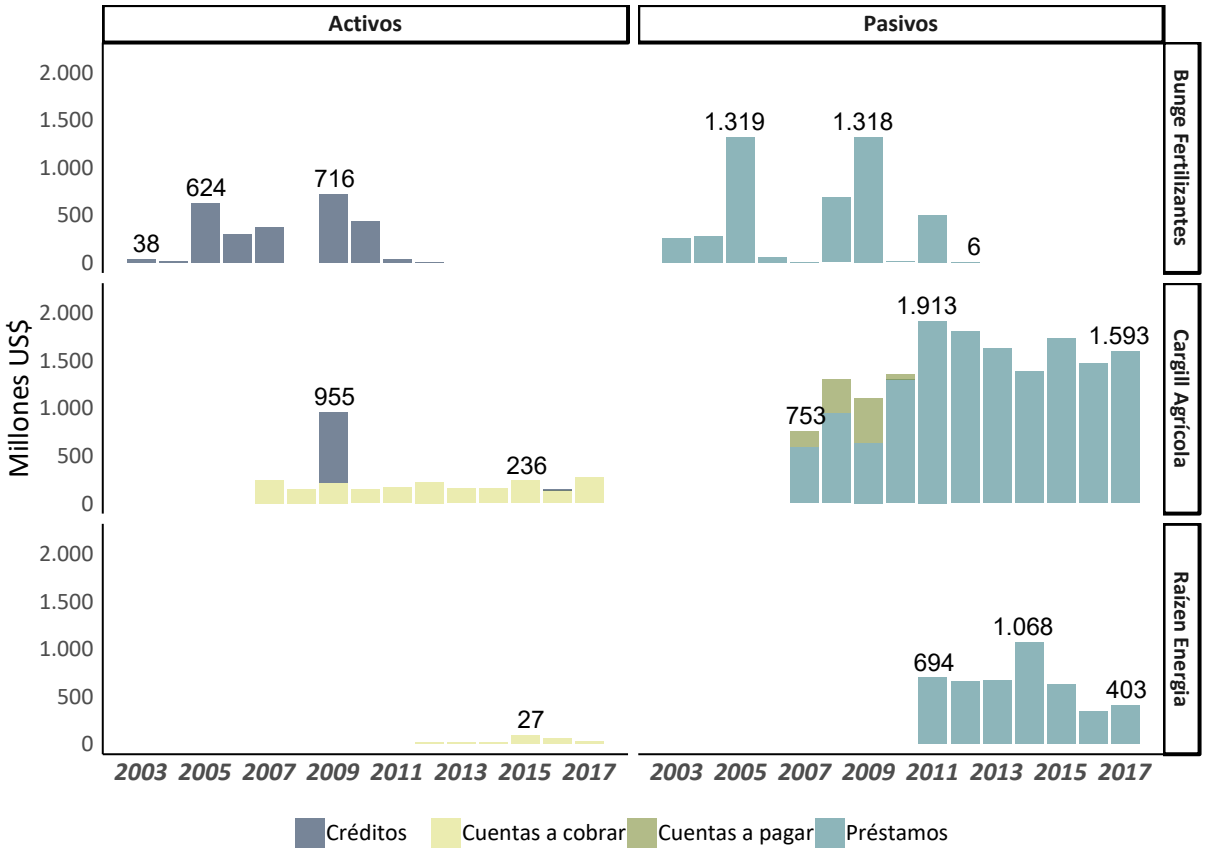
Por el lado de los activos, Bunge otorgó créditos a partes relacionadas en guaridas fiscales[43] (Véase Figura 5.43). En el año 2005 estos ascendieron a US$ 624 millones, los cuales se destacaron aquellos realizados hacia Koninklijke Bunge B.V. (Países Bajos) por 592 millones y hacia Bunge Limited por 32 millones. Por lo general, Bunge utilizó a las filiales en Países Bajos y en la Islas Bermudas para centralizar las fuentes de financiamientos. Ergo, al igual que Dreyfus en Argentina, Bunge se constituyó como financista. En el año siguiente, los créditos otorgados ascendieron a 300 millones de los cuales 296 millones fueron acaparados por Bunge Europe Finance B.V. (Países Bajos). En el año 2007, estos estuvieron explicados por los giros de divisas hacia Ceval International Ltd (Islas Caimán) por 372 millones. Para los años 2009 y 2010, los créditos otorgados ascendieron a 716 millones y 434 millones, explicados en su totalidad por Bunge Europe Finance B.V.

Bunge en Brasil obtuvo intereses gracias a sus préstamos. De estos ganó 90 millones por el pago de Bunge Europe Finance B.V. en 2009, 12 millones por Ceval International Ltd. en 2007 y 6 millones por Koninklijke Bunge B.V. En total, Bunge obtuvo intereses ganados por 112 millones, mientras abonó a las filiales en guaridas fiscales bajo mismo concepto unos 568 millones en igual período.

Con respecto a Cargill, al igual que en Argentina, la filial no suele mencionar las transacciones a nivel firma. Sin embargo, conocemos por sus menciones a las notas contables que la mayor parte de los pasivos fueron concretados a través de Cargill Eurofinance B.V. (Países Bajos). Estos pasivos se fueron incrementando a lo largo del tiempo. Mientras en el año 2007 estos ascendieron a US$ 243 millones, para el año 2016 alcanzaron los 1.488 millones (Véase Figura 5.43). El mayor salto se realizó en los años 2011 y 2012 cuando los pasivos por préstamos alcanzaron los 934 millones y 1.628 millones, respectivamente. En lo que respecta a los intereses perdidos, Cargill abonó por dicho concepto unos US$ 1.626 millones entre 2007 y 2017 (Véase Figura 5.44). Estos intereses, al igual que Bunge, se concentraron en el año 2009. En consecuencia, nos remite a pensar que los intereses otorgaron liquidez a la casa matriz tras la crisis internacional. Particularmente, Cargill

[43] Se desconoce por qué existe desacople en la información contable entre el flujo de caja y las notas de los activos con relacionadas. Mientras el primero menciona que existieron préstamos hacia partes relacionadas en 2008 y 2010, los últimos reflejan préstamos en casi todos los años.

Figura 5.43: Empresas de la agro-industria en Brasil: activos y pasivos con filiales en guaridas fiscales en millones de US$ (2003-2017)



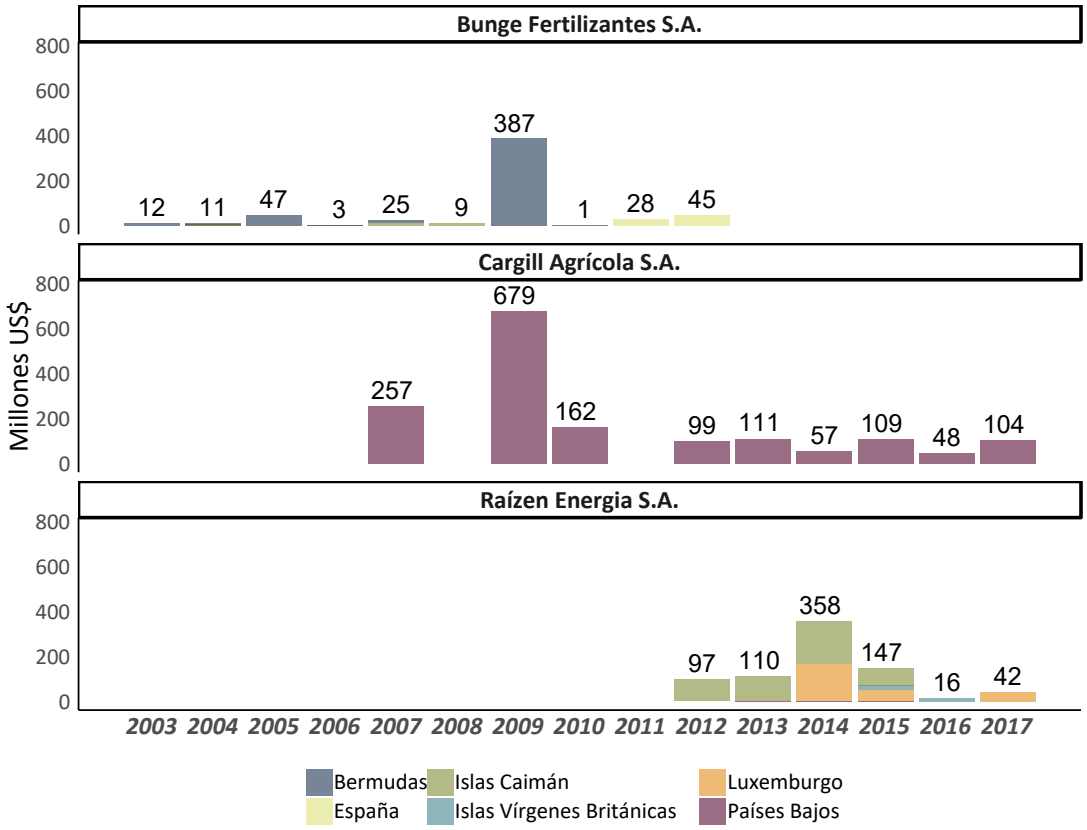
Fuente: Elaboración propia con datos contables

realizó préstamos en el año 2009 por unos US$ 742 millones a filiales en el exterior. Además, cabe destacar la existencia de cuentas por pagar entre 2007-2010, con un pico en el año 2008. Esto significó salidas de divisas por parte de Cargill fruto a compras de bienes a partes relacionadas. Nuevamente, el período en el cual se concretaron dichas compras respondieron a una lógica financiera de la casa matriz.

Por otro lado, Cargill financió sus ventas con créditos a partes relacionadas. Los créditos por ventas alcanzaron entre los US$ 119 millones y 236 millones (Véase Figura 5.43). En contraposición, el captor de dicho financiamiento fue Cargill Internacional S.A., filial radicada en Suiza. Además, debe destacarse que Cargill mantuvo activos líquidos con partes relacionadas. De esta forma, adquirió inversión financiera, la cual fue depositada principalmente en el Banco Cargill. Por ejemplo, hasta el año 2014, Cargill detentó inversiones financieras por alrededor de US$ 573 millones.

Finalmente, Raízen obtuvo pasivos tras asumir préstamos provenientes de empresas en dominios extraterritoriales (Véase Figura 5.43). En el año 2011, Raízen adquirió préstamos a pagar por US$ 694 millones de Raízen Cayman Limited (Islas Caimán). En el año 2012, los préstamos ascendieron a US$ 656 millones, provenientes de Raízen Energy Finance Limited (Islas Caimán) y Raízen Cayman Limited. En dicho año, Raízen comen-

Figura 5.44: Empresas de la agro-industria en Brasil: intereses perdidos hacia empresas en dominios extraterritoriales en millones de US$ (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos contables.

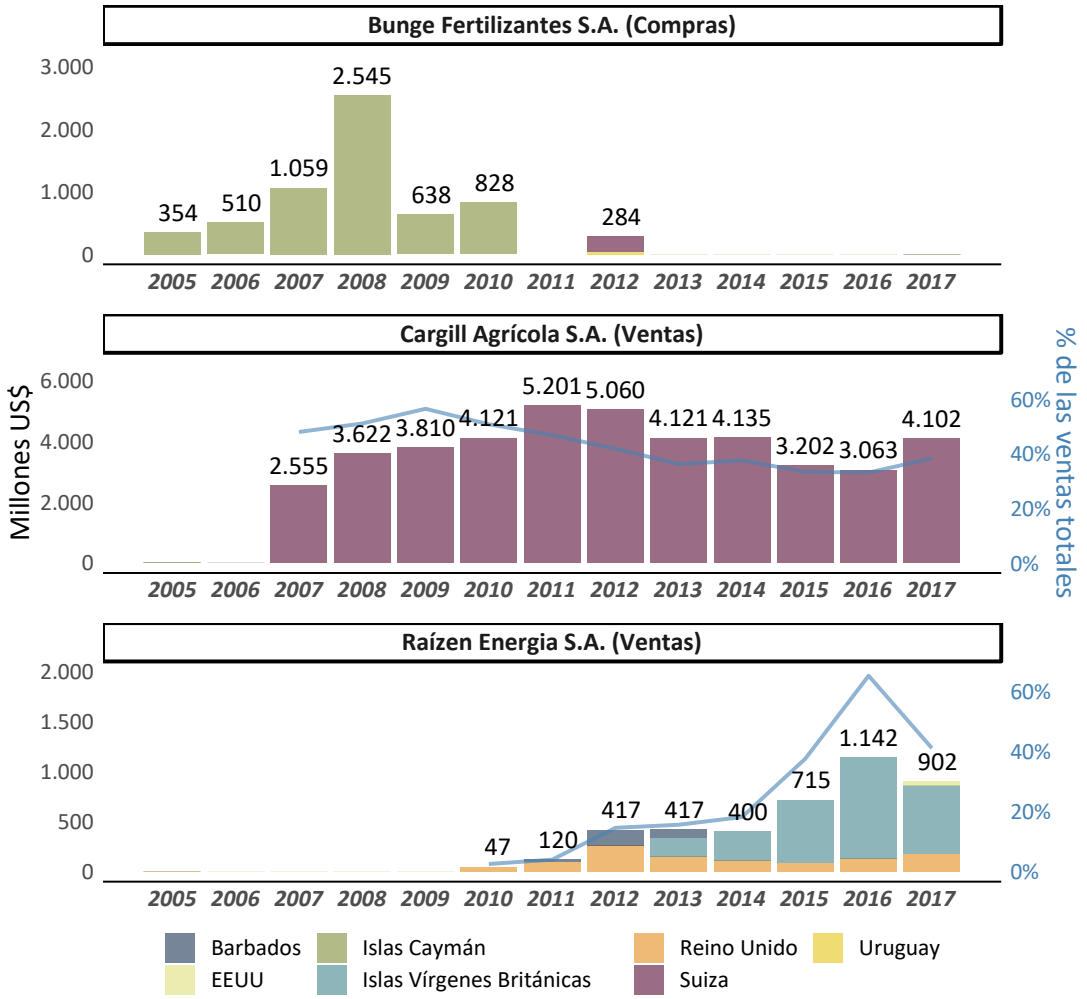
zó a abonar intereses por US$ 96 millones, los cuales en su totalidad fueron a parar a las Islas Caimán (Véase Figura 5.44), de estos, 62 millones fueron abonados a Raízen Energy Finance Limited y el resto a Raízen Cayman Limited. En el año 2013, los montos de préstamos se mantuvieron en el mismo nivel, con deudas hacia ambas filiales en las Islas Caimán. En 2013, los intereses pagados se elevaron a unos US$ 110 millones, de los cuales, 70 millones fueron absorbidos por Raízen Energy Finance Limited y el resto por Raízen Cayman Limited. En el año 2014, los préstamos aumentaron a US$ 1.068 millones, provenientes tanto de Raízen Energy Finance Limited y Raízen Luxembourg S.A. (Luxemburgo). Como consecuencia, los intereses también se incrementaron. Estos sumaron unos US$ 357 millones entre Raízen Energy Finance Limited y Raízen Luxembourg S.A.[44] Por último, en los años 2015 y 2016, los préstamos descendieron. En el año 2015, estos estuvieron explicados por Raízen Luxembourg S.A. y Raízen Energy Finance Limited. Para el año 2016 los préstamos fueron monopolizados por Raízen Fuels Finance S.A. (Luxemburgo) en 345 millones. En el año 2015 se devengaron intereses perdidos por US$ 148 millones hacia Raízen Energy Finance Limited, y Raízen Luxembourg S.A. Ade-

[44] Cabe destacar que tanto en el año 2013 como en el 2014, existieron préstamos menores llevados a cabo por Shell Finance B.V. En ambos años estos préstamos devengaron intereses por 2 millones en cada año.

más, se devengaron intereses perdidos por 19 millones a Raízen International Universal (Islas Vírgenes Británicas), sin embargo, se desconoce el motivo de la operación. En total, Raízen abonó intereses por 770 millones en el período 2012 y 2017.

5.3.5.3 Comercio con empresas vinculadas en dominios extraterritoriales

Figura 5.45: Empresas de la agro-industria en Brasil: Ventas o compras a filiales en guaridas fiscales en millones de US$ (eje primario, gráfico de barra); proporción de las ventas a empresas vinculadas en dominios extraterritoriales sobre el total, en % (eje secundario, gráfico de línea) (2005-2017).



Fuente: Elaboración propia con datos contables.

Por último, nos queda abordar el comercio exterior con empresas vinculadas. En este caso, tanto Cargill como Raízen destinaron gran parte de sus ventas al exterior. Este último mantuvo clientes en el exterior, siendo muchas de ellas ajenas al conglomerado. Entre estos últimos, Raízen realizó ventas a Wilmar Sugar Pte Ltd (Singapur) y Mitsubishi International Corporation (Japón) por el 19% y el 5,6% de su facturación, respectivamente.

Cargill mencionó en sus notas que la exportación hacia empresas vinculadas fueron destinadas a Cargill Internacional S.A. (Suiza). Estas ventas crecieron hasta el año 2011

(Véase Figura 5.45). De esta forma, estuvieron determinadas por la evolución de los precios de los *commodities* a nivel internacional. El monto máximo exportado en el 2011 alcanzó los US$ 5.201 millones, para luego pasar en el año 2016 a 3.063 millones. En tanto, la participación de las ventas a empresas relacionadas sobre el total de las mismas, alcanzó su máximo valor en el año 2009 para luego decaer. De esta forma, estas pasaron del 56% en 2009 al 33% en 2016.

Por otra parte, Raízen realizó ventas a distintas firmas en guaridas fiscales que a su vez formaron parte del grupo (véase Figura 5.45). Estas ventas se incrementaron considerablemente a lo largo del tiempo -pasaron de los US$ 47 millones en 2011 a US$ 1.142 millones en 2016-. En tanto, respecto al total de las ventas de Raízen, estas alcanzaron un 65% en 2016. Cabe destacar que aquí estamos contabilizando las ventas de Raízen sin sus controladas dado que estas son las filiales intermediarias que adquirieron las mercaderías que fueron vendidas desde Brasil. Es por ello, entre las empresas controladas en espacios extraterritoriales, se destacaron: Raízen Trading LLP (Reino Unido), Shell Western Supply (Barbados), y Raízen International Universal (Islas Vírgenes Británicas)[45]. Esta última filial en las Islas Vírgenes Británicas explicó el crecimiento de los últimos años.

Por otro lado, como se mencionó, Bunge no realizó exportaciones. Sin embargo, las compras de la firma a través de empresas vinculadas en guaridas fiscales resultaron ser considerables. Dichas compras se constituyeron en salidas de divisas, o mejor dicho, en fuga de capitales. En su mayoría, estas compras fueron realizadas a Bunge Fertilizantes International Ltd, empresa controlada por Bunge Fertilizantes S.A. y radicada en las Islas Caimán. No resulta casual que para el año 2008, las importaciones a través de dicha subsidiaria alcanzaron su punto más alto por unos US$ 2.545 millones. Estas compras formaron parte del giro de liquidez hacia la casa matriz debido a la crisis internacional. Posteriormente, en el año 2012, las adquisiciones de mercaderías arribaron de filiales en Suiza y Uruguay, denominadas Bunge S.A. y Bunge Agritrade S.A., respectivamente.

A través de COMTRADE podemos observar los años críticos en lo que respecta a la utilización de precios de transferencia por parte de las empresas multinacionales de Brasil (véase Figura 5.46[46]). Particularmente en el sector de la comercialización de Etanol, los precios de transferencia fueron elevados en el año 2015 al alcanzar US$ 245 millones[47]. A pesar de dicha particularidad, en ningún otro año estos obtuvieron un monto significativo. Por otro lado, el sector de oleaginosas (y al igual que Argentina), los precios de transferencias tuvieron su mayor significancia en el año 2008 por alrededor de US$ 2.000 millones. Mientras, las importaciones de la materia prima de fertilizantes reflejó un

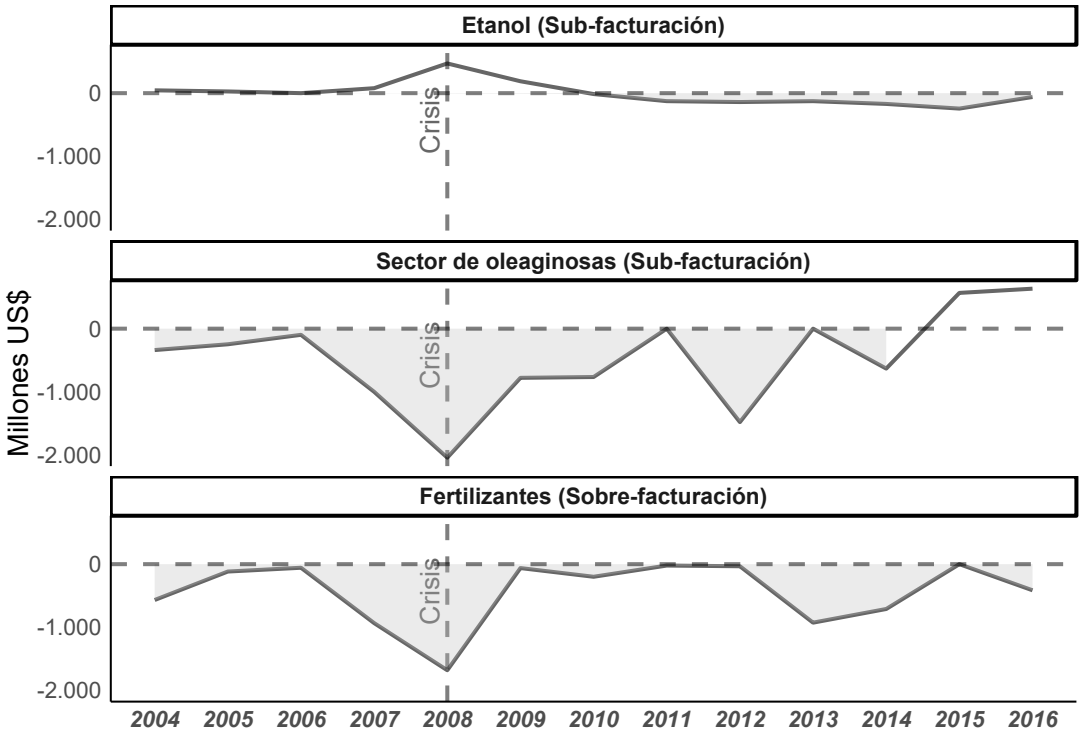
[45] Dicha empresa, se encuentra controlada por Raízen.

[46] Véase la nota al pie N° 20 para una explicación metodológica sobre el cálculo de la subfacturación a nivel sectorial.

[47] Dicho ejercicio consistió en sumar las exportaciones sectoriales de Brasil y restarlas a las importaciones sectoriales del resto del mundo arribadas desde Brasil. La diferencia entre ambas variables se considera un proxy de los precios de transferencias.

sobre-precio en la misma en el año 2008 por US$ 1.600 millones [48]. De esta forma, en el año 2008 existió un desequilibrio en los precios provocado por la crisis internacional, por el cual las empresas aprovecharon para realizar precios de transferencia en el comercio. Sin embargo, dado que no fueron denunciados por la agencia tributaria, no contamos con dichos montos a nivel firma.

Figura 5.46: Diversos sectores de la agro-industria en Brasil: subfacturación y sobrefacturación en millones de US$ (2004-2016)



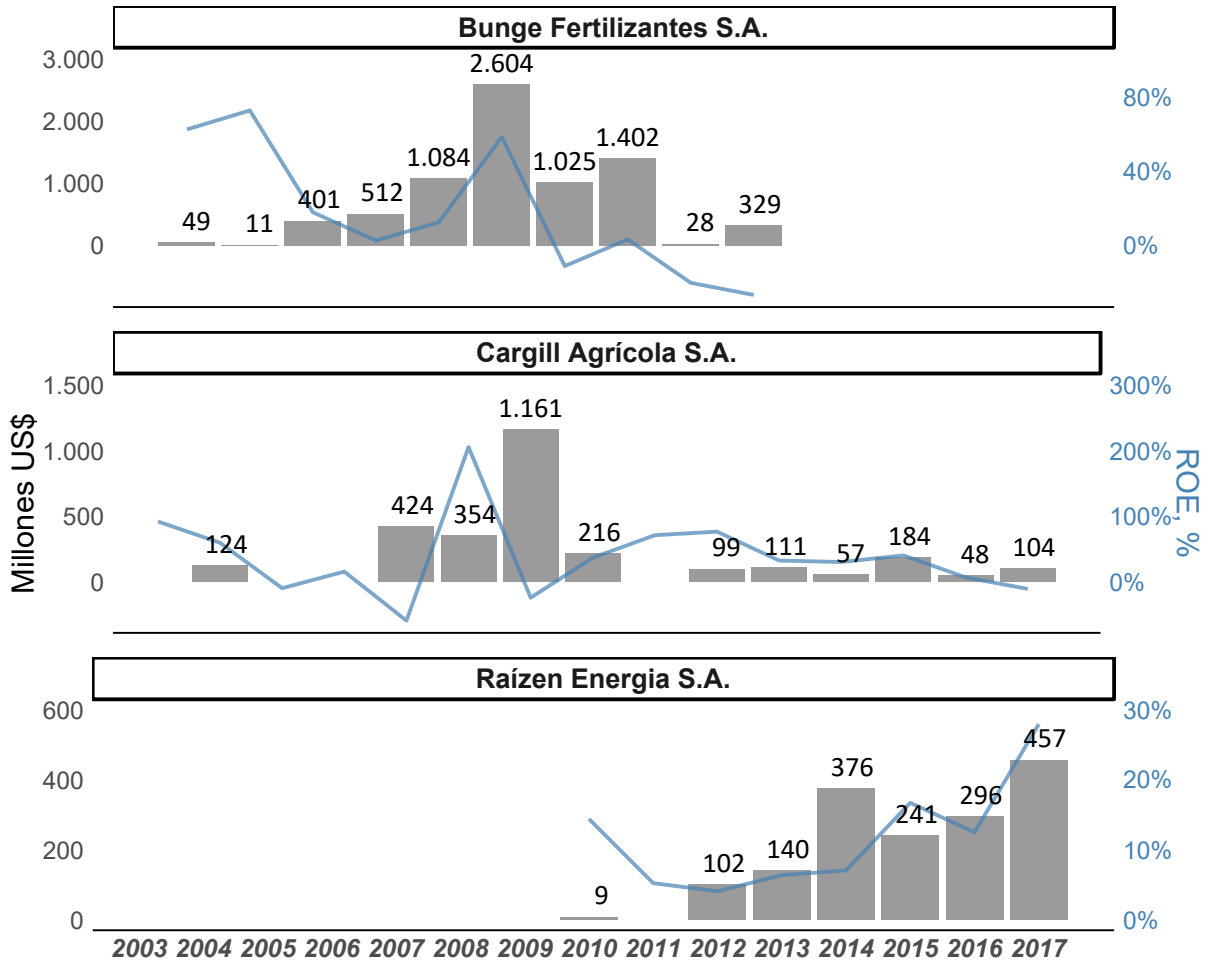
Fuente: Elaboración propia con datos de COMTRADE.

En conclusión, las firmas fueron activas participantes del comercio exterior y realizaron fugas a través de mecanismos comerciales. Los mayores montos de compras de Bunge coincidieron con una necesidad de girar excedente a las guaridas fiscales. En este sentido, el comercio intra-firma fue centralizado a través de filiales en dominios extraterritorial. Las ventas por parte de Cargill y Raízen también tuvieron como correlato a dichos destinos. Seguramente lo transferido en concepto de precio de transferencia a través de las ventas de *commodities* estuvo relacionado al excedente generado por las firmas. En el año 2008 los precios de los *commodities* ascendieron fuertemente, y por ello, probablemente dichos excedentes se hayan fugados al exterior a través de precio de transferencia en el comercio exterior.

[48] El cálculo de sobre-facturación es exactamente inverso al de sub-facturación.

5.3.5.4 Fuga de capitales: todo los componentes

Figura 5.47: Empresas de la agro-industria en Brasil: fuga de capitales por distintos componentes en millones US$ (eje primario, gráfico de barra); ROE en % (eje secundario, gráfico de línea) (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de balances contables.

La fuga de capitales en su conjunto fue determinada tanto por componentes comerciales, financieros como por dividendos girados (véase Figura 5.47). Respecto a la fuga por componentes comerciales, se observó un incremento significativo de las compras realizadas a empresas relacionadas en guaridas fiscales, principalmente durante el período 2007-2009. Dicho fenómeno se produjo tanto en Bunge como en Cargill. Ambas firmas mostraron una elevada rentabilidad en dichos años. Es decir, ante un aumento del excedente, las firmas optaron por fugarlo al exterior. En el año 2009, tanto Bunge como Cargill recibieron préstamos intra-firma, los cuales significaron el giro de sendos intereses perdidos. Estos préstamos elevaron sustancialmente la liquidez de las respectivas multinacionales. Por ejemplo, Cargill realizó un sustancial préstamo a partes relacionadas durante el año 2009, dado que la casa matriz se encontraba necesitada de liquidez. Es por ello, durante el año 2009, Cargill otorgó liquidez tanto a través del mencionado préstamo

otorgado como por medio de los intereses perdidos. De esta forma, la firma dotó a la casa matriz de la liquidez necesaria cuando la crisis internacional golpeó con más dureza en las finanzas de los países centrales. En consecuencia, la firma utilizó mecanismos financieros para permitir otorgar liquidez.

La mayor fuga de capitales durante el período 2007-2010 fue consecuencia tanto de un mayor nivel de rentabilidad -posibilitado por el alza de los precios de los *commodities*-, como por una necesidad de liquidez desde las casas matrices respecto a la crisis internacional. En este sentido, y al igual que en Argentina, la crisis internacional afectó la estrategia de acumulación general de las filiales en países en desarrollo. Esto relativizaría la importancia del conflicto del campo en Argentina, dado que todas las filiales en los años 2008-2009 giraron divisas al exterior, sin importar el país que se trate.

Por otro lado, Raízen combinó dos momentos en su fuga de capitales. En el período 2012-2015 aumentaron considerablemente los intereses pagados por préstamos a filiales en guaridas fiscales. Una vez terminado el ciclo de endeudamiento, los intereses perdidos decrecieron considerablemente. Como habíamos dicho, estos intereses perdidos capturaron gran parte de los ingresos financieros fruto de las inversiones financieras. Sin embargo, ante la baja de la fuga por componentes financieros, la firma sustituyó la misma con los respectivos giros de dividendos. A partir de 2015, la rentabilidad aumentó significativamente, como consecuencia, la firma elevó sustancialmente los giros de dividendos.

5.4 Conclusión

Las firmas de la agro-industria en Argentina y Brasil construyeron estrategias de acumulación disímiles. Si bien existieron especificidades en cada una de las firmas abordadas, podríamos diferenciar ciertas tendencias generales. En primer lugar, las empresas extranjeras del sector de la agro-industria de Argentina se endeudaron para financiar su capital de trabajo con entidades financieras tanto nacionales como internacionales. Como consecuencia, los préstamos financieros resultaron ser la principal fuente de financiamiento. A priori, parecería que dicho destino del financiamiento podría considerárselo sano en un régimen de acumulación que se encuentre basado en la producción por sobre la especulación. Sin embargo, el prefinanciamiento de las exportaciones alimentó ingentes ganancias patrimoniales a través de los bienes de cambio. Es por ello que la fuga de capitales en las firmas en Argentina fue nutrida por mecanismos comerciales.

En cambio, las firmas en Brasil se financiaron principalmente a través de préstamos intra-firma. Estos préstamos fueron muy abultados y de corto plazo. A diferencia del caso argentino, gran parte de dicha liquidez otorgada por los préstamos fue destinada a activos financieros. En este sentido, la inversión financiera en Brasil fue sostenida a lo largo del tiempo y abarcó gran parte del destino del excedente. En las firmas en Argentina la inversión financiera fue más selectiva y se concentró únicamente en los años que se

impusieron las restricciones cambiarias dado que no pudieron fugar sus excedentes. Como resultado, los ingresos financieros de las empresas en Brasil, resultaron ser más elevados -en términos relativos-, respecto a las firmas argentinas. Además, estos ingresos financieros alimentaron la fuga de capitales, es decir, gran parte de ellos fueron a parar a los pagos de los préstamos intra-firma. Estamos hablando que existió una estrecha vinculación entre el tipo de endeudamiento, el destino del mismo (muchas veces vinculado a la inversión financiera) y el tipo de fuga de capitales emprendida.

En la mayoría de los casos estudiados, la inversión productiva tuvo un papel relegado en el destino del excedente. Sin embargo, la inversión neta o nueva resultó en el tipo de inversión productiva con mayor peso bajo el período analizado. Las empresas en general aumentaron las capacidades productivas en forma considerable. De esta forma, la financiarización del capital no siempre debiera ser relacionada al estancamiento de las capacidades productivas. Aunque sin lugar a dudas, el excedente generado fue demasiado grande para ser destinado únicamente a la inversión productiva. La fuga de capitales resultó en un destino que permitió realizar gran parte de dicho excedente. En caso que las empresas hubieran reasignados los fondos destinados a la fuga de capitales hacia la inversión productiva, el aumento de las capacidades productivas hubiera sido considerable, al punto de obtener elevados volúmenes de sobre-producción y capacidad ociosa.

Como pudimos ver, la fuga de capitales respondió a la necesidad de financiamiento de las casas matrices en una etapa de crisis de los países centrales. Dicha fuga de capitales fue activada a través de diversos mecanismos, ya sean, financieros, comerciales así como en dividendos girados. El grado de independencia en la estrategia de acumulación por parte de las filiales en los países en desarrollo se puso en juego con la crisis financiera internacional. En este caso, las casas matrices incidieron sobre el destino del excedente de las filiales. La fuga de capitales debió ser prioritaria dado que las casas matrices necesitaron financiamiento. En este contexto, las firmas en Brasil priorizaron la utilización de mecanismos financieros así como comerciales. En cambio, las firmas en Argentina buscaron dinamizar la fuga de capitales a través de la distribución de dividendos así como por medio de mecanismos comerciales.

En todas las firmas estudiadas, ya sean argentinas o brasileras (con contadas excepciones), la fuga de capital resultó ser el destino prioritario. Este destino superó a los demás (tanto a la inversión financiera como a la inversión productiva). De esta forma, la inversión productiva y financiera estuvieron subordinadas al tipo de fuga de capital emprendida. Tanto el endeudamiento como la inversión financiera y productiva determinaron el devenir de la fuga. En primer lugar, esta fue alimentada por la liquidez provista y valorizada por la inversión financiera. En segundo lugar, la inversión productiva necesitó de financiamiento intra-firma, el cual nuevamente alimentó la fuga con intereses pagados. Por último, la inversión productiva compitió por los fondos destinados a la fuga de capitales en ciertas ocasiones. En el período en el cual la rentabilidad tocó su cima (2006-2008), las empresas

eligieron la fuga por sobre la inversión productiva, a pesar que estas poseían una mayor predisposición a incrementar sus capacidades.

En ambos casos, tanto en Argentina como en Brasil, el sector utilizó estructuras jurídicas en guaridas fiscales. Estos espacios extraterritoriales fueron un factor en común sin importar el régimen de acumulación, las estrategias emprendidas, o el tipo de mecanismo de fuga de capitales desarrollada (ya sea comercial, financiera, dividendos, etc.). Las relaciones de propiedad, comerciales, y financieras fueron reproducidas por medio de las cáscaras en guaridas fiscales. Estas fueron las encargadas tanto de absorber el excedente en forma de fuga de capitales, así como de volcar fondos hacia los países estudiados a través de préstamos. De esta forma, las guaridas fiscales determinaron el destino de los fondos y del excedente de las filiales en Argentina y Brasil.

Cuadros anexos

Cuadro Estructura corporativa de las empresas Aceiteras en Argentina

Subsidiaria		Controlante Inmediata			Última controlante	
Estructura	**Actividad**	**Estructura**	**Dirección**	**Actividad**	**Estructura**	**Jurisdicción**
Cargill S.A.C.I.	Comercialización de granos y fabricación de aceites vegetales.	**Cargill Limited Canadá**	300-240-Graham Avenue-Winnipeg-Manitoba- Canadá.	Comercialización, producción y distribución de productos y servicios agropecuarios y alimentos.	**Cargill Inc.**	Delaware
LDC Argentina S.A.	Comercialización de cereales, oleaginosas y otros commodities, Inversión, Prestación de servicios.	**Galba S.A.**	Haldenstrasse 37, 606, Luzern, Suiza.	Compañía Holding.	**Louis Dreyfus Company B.V.**	Países Bajos
Oleaginosa Moreno Hermanos S.A.C.I.F.I. y A.	Fábrica de aceites vegetales y subproductos oleaginosas.	**Glencore International A.G.**	Baarermattstrasse 3, Baar, Suiza.	Comercializadora de grano e inversora.	**Glencore A.G.**	Suiza
Noble Argentina S.A.	Comercialización y exportación de cereales, granos oleaginosa, subproductos y fertilizantes, y prestación de servicios relacionados.	**Stelmont Group Limited**	Offshore Incorporations Limited, P.O. BOX 957, Offshore Incorporations Centre, Road Town Tortola, Islas Vírgenes Británicas.	Sociedad de Inversión.	**Noble Agri Limited**	Bermuda
Nidera Argentina S.A.	Exportación de cereales y oleaginosas, producción y refinación de aceites vegetales, distribución de fertilizantes, agroquímicos y otros insumos agrícolas, producción y venta de semillas.	**Nidera Holding S.A.**	Av. des Baumettes 7 1020 Renens Waadt, Suiza	Fondos y sociedades de inversión y entidades financieras similares.	**Nidera B.V.**	Países Bajos
Bunge Argentina S.A.	Industrialización y comercialización de productos agrícolas. Comercialización de fertilizantes y agroquímicos. Explotación de instalaciones portuarias. Explotación de minas.	**Bunge Limited**	Clarendon House, Church Street, Halminton, Bermuda.	Holding	**Bunge Limited**	Bermuda

Fuente: Elaboración propia con datos de balances contables

Cuadro 2 Subsidiarias de Bunge (sin contar la estructura principal)

Subsidiaria					Control	
Empresa	**Actividad**	**Jurisdicción**	**%**	**Año**	**Empresa**	**Jurisdicción**
Terminal Bahia Blanca S.A.	Servicios portuarios	Argentina	75%	1993	**Bunge Argentina S.A.**	Argentina
Bunge Inversiones S.A.	Holding	Argentina	100%	2006	**Bunge Limited**	Bermudas
Guide S.A.	Servicios portuarios	Argentina	50%	S/D	**Bunge Inversiones S.A.**	Argentina
Terminal Quequén S.A.	Servicios portuarios	Argentina	23%	1992	**Bunge Inversiones S.A.**	Argentina
Terminal 6 S.A.	Servicios portuarios	Argentina	50%	1986	**Bunge Inversiones S.A.**	Argentina
Bunge Minera S.A.	Minas y cantera	Argentina	100%	2007	**Bunge Limited**	Bermudas
ProMaíz S.A.	Bio combustible	Argentina	50%	2013	**S/D**	S/D
Terminal de Fertilizantes Argentinos S.A.	Servicios portuarios	Argentina	75%	2014	**S/D**	S/D

Fuente: Elaboración propia a partir de los balances de Bunge Limited

Cuadro 3 Subsidiarias de Cargill (sin contar la estructura principal)

Subsidiaria				Control	
Empresa	**Actividad**	**%**	**Año**	**Empresa**	**Jurisdicción**
Proconsum S.A.	Financiera	95%	1980	**Cargill S.A.C.I.**	Argentina
Clivi S.A.	Comercio Exterior	95%	2000	**Cargill S.A.C.I.**	Argentina
Sucursal uruguay	Comercialización de granos	100%	S/D	**Cargill S.A.C.I.**	Argentina
Puerto Diamante S.A.	Almacenamiento y embarque.	98%	1992	**Cargill S.A.C.I.**	Argentina
Seara Argentina S.A.	Importadora	95%	S/D	**Cargill S.A.C.I.**	Argentina
Cargill Meats S.R.L.	Holding de Finexcor	95%	2004	**Cargill S.L.U.**	España
Finexcor	Frigorífico	90%	2005	**Cargill Meats S.R.L.**	Argentina
Southern Multinvest S.R.L.	Servicios financieros	95%	2004	**Cargill S.L.U.**	España
Glucovil Argentina S.A.	Molienda de maíz	30%	2009	**Corn Milling S.R.L. (*)**	Argentina
Black River Asset Management Argentina S.R.L.	Inversiones en bienes inmuebles y/o valores de todo tipo	S/D	S/D	**Black River Asset Management LLC (**)**	Delaware
Cargill Investments S.C.A.	Importación, exportación, actividades financieras	S/D	1996	**Cargill Financial Services Corporation**	EEUU
Carval Investors Argentina S.R.L.	Asesoramiento, consultoría de inversiones de todo tipo	S/D	2006	**CarVal Investors, LLC (**)**	EEUU
CR Asset management S.R.L.	Actividades financieras	S/D	2008	**Cargill Financial Services Corporation**	EEUU
Lacrosse Global Fund Services Argentina S.R.L.	Servicios de administración, realización de inversiones financieras	S/D	2006	**Lacrosse Global Fund Services (**)**	EEUU
Molisur S.A.	Molienda	S/D	2004	**Mosainc I y II**	Argentina
Mosaic de Argentina S.A.	Fabricación, elaboración, fraccionamiento, envase, comercialización, distribución, exportaciones e importaciones de fertilizantes	S/D	2004	**Mosainc I y II**	Argentina
Mosaic I de Argentina Holdings S.A.	Inversiones en sociedades	S/D	2004	**Cargill inc y Cargill Fertilizer, Inc**	Delaware
Mosaic II de Argentina Holdings S.A.	Inversiones en sociedades	S/D	2004	**Cargill inc y Cargill Fertilizer, Inc**	Delaware
VIG Capital S.R.L.	Actividades de inversión	S/D	1999	**Cargill Financial Services Corporation y Cargill Financial Services International Inc.**	Delaware

Fuente: Elaboración propia a partir de los balances de Balance contable de Cargill y Comisión Nacional de Defensa de la Competencia

Cuadro 4 Subsidiarias de Dreyfus (sin contar la estructura principal)

Subsidiaria					Control	
Empresa	**Actividad**	**Juridicción**	**%**	**Año**	**Empresa**	**Jurisdicción**
Loius Dreyfus Argener S.A.	Venta al por mayor de carnes rojas y derivados	Argentina	99%	1993	**LDC Argentina S.A.**	Argentina
Inversiones inmobiliarias de buenos Aires S.A.	Servicios inmobiliarios	Argentina	92%	2004	**LDC Argentina S.A.**	Argentina
LDC Semillas S.A.	Producción de semillas de cultivos agrícolas	Argentina	100%	2000	**LDC Argentina S.A.**	Argentina
Urugrain S.A.	Comercialización	Uruguay	100%	2000	**LDC Argentina S.A.**	Argentina
Urugrain Internacional	S/D	Islas Vírgenes Británicas	100%	S/D	**LDC Argentina S.A.**	Argentina
LD Financial Management Ltd.	Inversora	UK	100%	2005	**LDC Argentina S.A.**	Argentina
LDC Uruguay S.A.	Acopio	Uruguay	100%	S/D	**LDC Argentina S.A.**	Argentina
Lógico Paraguay S.A.	Transporte fluvial	Paraguay	100%	S/D	**LDC Argentina S.A.**	Argentina
LD Trade Finance Limited	Inversión financiero	UK	100%	S/D	**LDC Argentina S.A.**	Argentina

Fuente: Elaboración propia con datos del balance contable de Dreyfus

Cuadro 5 Subsidiarias de Nidera (sin contar la estructura principal)

Subsidiaria					Control	
Empresa	**Actividad**	**Juridicción**	**%**	**Año**	**Empresa**	**Jurisdicción**
Terminal Fertilizantes S.A.	Terminal portuaria	Argenitna	63%	1997	**Nidera Argentina S.A.**	Argentina
Aval Rural S.G.R.	Garantía recíprocas	Argenitna	50%	2005	**Nidera Argentina S.A.**	Argentina
Grainco Pampa S.A.	Acopio de Cereales	Argenitna	54%	1975	**Nidera Argentina S.A.**	Argentina
Terminal Quequén S.A.	Terminal portuaria	Argenitna	10,70%	1992	**Nidera Argentina S.A.**	Argentina
Terminal Bahía Blanca S.A.	Terminal portuaria	Argenitna	10%	1993	**Nidera Argentina S.A.**	Argentina
Paseo Colón 505 S.A.	Inversión en inmuebles	Argenitna	5%	2014	**Nidera Argentina S.A.**	Argentina

Fuente: Elaboración propia con datos del balance contable de Nidera

Cuadro 6 Subsidiarias de Glencore (sin contar la estructura principal)

Subsidiaria				Control	
Empresa	**Actividad**	**%**	**Año**	**Empresa**	**Jurisdicción**
Aridal S.A.	Comercialización de commodities	100%	1997	Oleaginosa Moreno Hermanos S.A.C.I.F.I.A.	Argentina
Lartirigoyen y Cia S.A.	Acopio de semillas	50%		Oleaginosa Moreno Hermanos S.A.C.I.F.I.A.	Argentina
Renova S.A.	Biocombustibles	18%	2006	Oleaginosa Moreno Hermanos S.A.C.I.F.I.A.	Argentina
Advanced Organic Materials S.A.	Elaboración de aceites y grasas vegetales	50%	2012	Oleaginosa Moreno Hermanos S.A.C.I.F.I.A.	Argentina
Suymar S.A.	Servicios inmobiliarios	50%	2002	Oleaginosa Moreno Hermanos S.A.C.I.F.I.A.	Argentina
Terminal Quequén S.A.	Elevadores de granos	10,7%	1992	Oleaginosa Moreno Hermanos S.A.C.I.F.I.A.	Argentina
Emulgrain S.A.	Producción de lectinas de aceites vegetales y derivados	25%	2012	Oleaginosa Moreno Hermanos S.A.C.I.F.I.A.	Argentina
Glencore Argentina S.A.	Comercialización de metales, minerales, productos químicos y fertilizantes.	S/D	S/D	Glencore International A.G.	Suiza
Glencore Cereales S.A.	Explotación de establecimientos agropecuarios, comercializadora de productos oleaginosas.	S/D	S/D	Glencore International A.G.	Suiza
Poysa Invesments S.A.	Actividades Financieras	S/D	1995	Glencore International A.G.	Suiza
Virgilio Manera S.A.	Elaboración e Industrialización de harinas y fideos	S/D	S/D	Glencore International A.G.	Suiza
Grainer S.A.	Importación y exportación de mercaderias y explotación de establecimientos agropecuarios	S/D	1995	Glencore International A.G.	Suiza
Menendez S.A.I.C.A.	Producción agropecuaria	S/D	2006	Glencore International A.G.	Suiza
Molinos Libres S.A.	Elaboración e Industrialización de oleaginosas y cereales	S/D	1996	S/D	S/D
Sulfacid	Industrialización de sustancias minerales	S/D	2005	Glencore Finance Ltd.	Bermuda
Minera Aguilar	Explotación de minas y canteras	S/D	2005	Glencore Finance Ltd.	Bermuda
Campo Naval S.G.R.	Aval garantías	S/D	2004	Plavax LTD	UK
Agropecuaria Catrilo S.A.	Explotación agropecuaria	S/D	1998	Plavax LTD	UK
Fernandez Candia S.A.	Almacenamiento y comercialización de granos	S/D	S/D	Plavax LTD	UK
Patagonia Pet S.A.	Fabricación y comercialización de alimentos para mascotas	S/D	2007	Plavax LTD	UK
Palo Colorado S.A.	Establecimiento agropecuario	S/D	2016	Plavax LTD	UK
Palma Horqueta S.A.	Establecimiento agropecuario	S/D	2004	Plavax LTD	UK
Hulytego S.A.I.C.	Fabricación y venta de telas	S/D	S/D	Plavax LTD	UK
Molinos Tassara S.A.	Producción de harina de trigo	S/D	2016	Plavax LTD	UK
Pampa Bio S.A.	Producción y comercialización de biodiesel	S/D	2011	Plavax LTD	UK
Biopex S.A.	Importación y venta de combustibles	S/D	2017	Plavax LTD	UK

Fuente: Elaboración propia con datos del balance contable de Nidera

Cuadro 8 Compras a filiales en guaridas fiscales en millones de US$

	jurisdicción	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bunge													
Bunge Uruguay S.A.	Uruguay				11								
Bunge Agritrade S.A.	Uruguay					257		112					
Bunge S.A.	Suiza							0,4					
Dreyfus													
Coinbra Int	Países Bajos	6	12	50	144	317	23						
Nethgrain	Países Bajos	10	64	132	59	27	211	255					
Urugrain	Uruguay			18	16								
LDT Ginebra	Suiza			3			6	23			61	61	36
LD Uruguay S.A.	Uruguay				6							2	
LD Africa	Sudáfrica					18							
LD Asia Pte. Ltd.	Singapure						66						
Nidera													
Concordia Agritrading Pte. Ltd.	Singapure				73	67	25	31		0,02			
Trasgran Shipping Pte.	Singapure							1					
Trasgran Shipping BV	Países Bajos							1					
Oleaginosa Moreno													
Glencore Grain B.V.	Países Bajos				5	0,4							

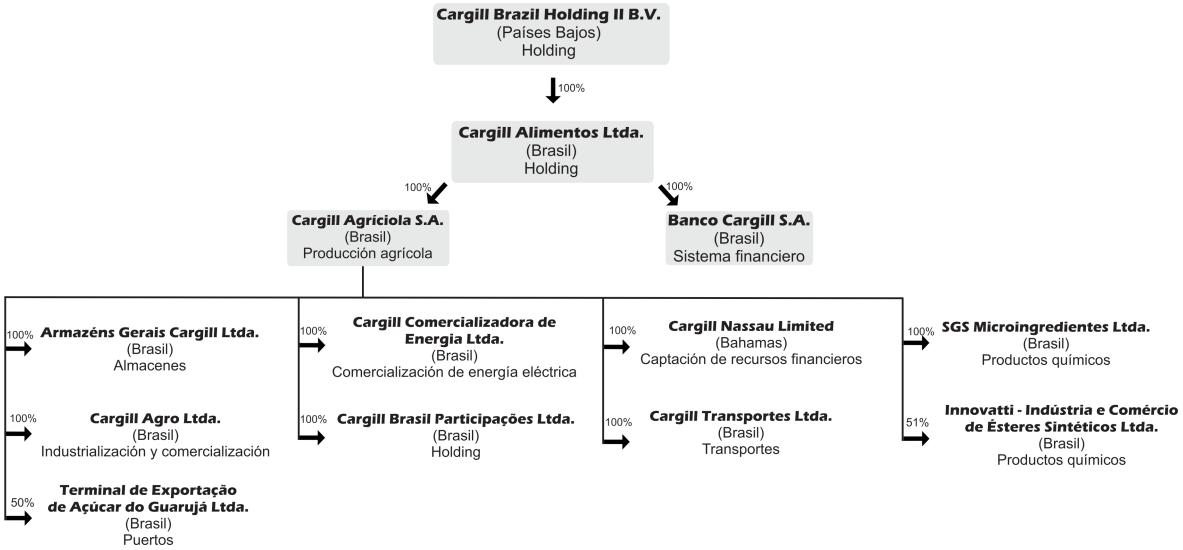
Fuente: Elaboración propia con datos del balance contable

Cuadro 9 Compra de dolares para la formación de activos en el exterior en millones de US$ por subsidiaria

Empresa	2001	2008	2009
LDC Argentina S.A.	249	293	16
Cargill Investments SCA	171	10	8
Cargill S.A Comercial e Indust.	163	7	20
Cargill Finantial Services International	12	-	-
Finexcor SRL	5	1	0,3
Glucovil Argentina	-	-	1
Black River Asset Management Argentina S.R.L.	-	0,3	-
Mosaic de Arg.	-	2	4
Cargill Trading S.A.	31	-	-
Bunge Arg. S.A	-	9	6
Bunge Ceval S.A.	412	-	-
Terminal Bahía Blanca S.A.	-	2	1
Nidera S.A.	804	4	-
Nidera Semilla S.A.	2	-	-
Aval Rural SGR	-	9	8
Oleaginosa Moreno Hnos.	7	20	4
Oleaginosa Oeste S.A.	12	-	-
Lartirigoyen y Cia. S.A.	0,3	4	1
Renova S.A.	-	-	4
Fernández Candia S.A.	-	1	-
Sucesión de Antonio Moreno S.A.C.	14	1	0,5
Noble Argentina S.A	-	12	-
Total	1.880	374	73

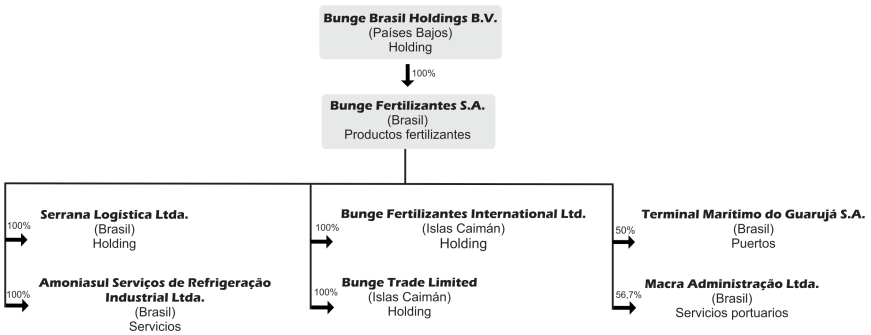
Fuente: Elaboración propia con datos de la Comisión Especial de la Cámara de Diputados (2005), filtración del año 2010, y boletín oficial segunda sección.

Figura 5.48: Cargill Agrícola S.A.: Estructura corporativa



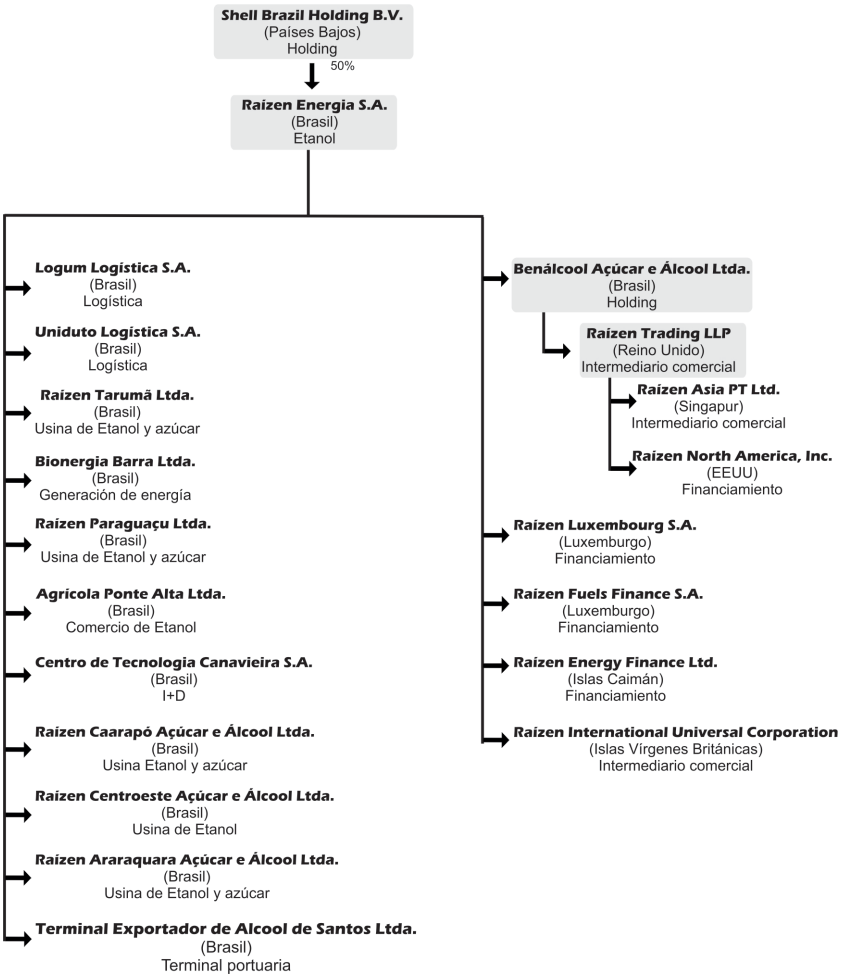
Fuente: Elaboración propia con datos de Cargill Agrícola S.A.

Figura 5.49: Bunge Fertilizantes S.A.: Estructura corporativa



Fuente: Elaboración propia a través de Bunge Fertilizantes S.A.

Figura 5.50: Estructura corporativa de Raízen Energia S.A.



Fuente: Elaboración propia con datos de Raízen Energia S.A.

Bibliografía

Azpiazu, D. & Schorr, M. (2010), *Hecho en Argentina: industria y economía, 1976-2007*, Siglo XXI Editores.

Basualdo, E. & Kulfas, M. (2000), 'Fuga de capitales y endeudamiento externo en la argentina', *Realidad económica, 173, 76-103* .

Bisang, R. (2007), 'El desarrollo agropecuario en las últimas décadas:¿ volver a creer?', *En: Crisis, recuperación y nuevos dilemas. La economía argentina, 2002-2007-LC/W. 165-2007-p. 187-260* .

Bunge Argentina S.A., f. a. (Varios Años -2001 a 2013-), 'Balance contable', *Inspección General de Justicia* .

Bunge Fertilizantes S.A., f. b. (Varios años -2004 a 2016-), 'Balance contable', *Estado de Sao Pablo - Diario Oficial* .

Bunge Limited, c. m. (2016), 'Balance contable', *Securities and Exchange Commission (EEUU)* .

Burgos, M. & Grondona, V. (2015), 'Fuga de capitales vi estimación de los precios de transferencias. el caso del complejo sojero.', *CEFIDAR* .

Cargill Agrícola S.A., f. b. (Varios años -2004 a 2016-), 'Balance contable', *Estado de Sao Pablo - Diario Oficial* .

Cargill S.A.C.I., f. a. (Varios Años -2003 a 2014-), 'Balance contable', *Inspección General de Justicia* .

Flacso (2005), *Fuga de divisas en La Argentina Informe Final*, Siglo XXI Editores.

Green, R. & Laurent, C. (1988), *El poder de Bunge & Born*, Nueva Información.

Gutman, G. & Lavarello, P. (2002), 'Transformaciones recientes de las industrias de la alimentación en argentina: transnacionalización, concentración y (des) encadenamientos tecnológicos', *Revista Interdisciplinaria de Estudios Agrarios* (17).

Junior, V. J. W. (2011), *Dinâmicas e estratégias das agroindústrias de soja no Brasil*, Vol. 4, Editora E-papers.

Lavarello, P. (2004), 'Estrategias empresariales y tecnológicas de las firmas multinacionales de las industrias agroalimentarias argentinas durante los años noventa', *Desarrollo económico* pp. 231–260.

LDC Argentina S.A., f. a. (Varios Años -2000 a 2015-), 'Balance contable', *Inspección General de Justicia* .

Marín, A. & Stubrin, L. (2017), 'Oportunidades y desafíos para convertirse en un innovador mundial en recursos naturales. el caso de las empresas de semillas en argentina', *Desarrollo económico* **56**(220), 471–497.

Moncaut, N. & Vázquez, D. (2017), 'El sendero de desarrollo chino y sus particularidades: incidencia e implicancias para los países sudamericanos', *Realidad Económica No 305* .

Nidera Argentina S.A., f. a. (Varios Años -2003 a 2015-), 'Balance contable', *Inspección General de Justicia* .

Noble Argentina S.A., f. a. (Varios Años -2005 a 2014-), 'Balance contable', *Inspección General de Justicia* .

Oleaginosa Moreno Hns. S.A.C.I.F. y A., f. a. (Varios Años -2007 a 2014-), 'Balance contable', *Inspección General de Justicia* .

Papers-Panamá (2017), 'Snow washing. canada is the world's newest tax haven.', *The Canada Paper. http://projects.thestar.com/panama-papers/canada-is-the-worlds-newest-tax-haven/* .

Pérez Barreda, N., Kofman, M. & Abraham, L. (2013), 'El capital extranjero en la transformación de la industria aceitera argentina de las últimas décadas (1970–2010)', *Jornadas de Economía Crítica* .

Pérez, C., Marín, A. & Navas-Alemán, L. (2014), 'El posible rol dinámico de las redes basadas en recursos naturales para las estrategias de desarrollo en américa latina', *INCLUSIVO* p. 347.

Perfil (2017), 'Glencore: el oro argentino controlado por sociedades offshore', *PARADISE PAPERS: http://www.perfil.com/paradisepapers/paradise-papers-glencore-el-oro-argentino-controlado-por-sociedades-offshore.phtml* .

Raízen Energia S.A., f. b. (Varios Años -2011 a 2017-), 'Balance contable', *Página web de la empresa* .

Saab, A. A. & Paula, R. d. A. (2008), 'O mercado de fertilizantes no brasil diagnósticos e propostas de políticas', *Revista de Política Agrícola* **17**(2), 5–24.

Sampaio, P. & de Almeida, M. (2012), 'El caso de la producción de etanol en brasil: un ejemplo para los países de américa latina', *Cuadernos de Geografía-Revista Colombiana de Geografía* **21**(1), 147–161.

Schvarzer, J. (1989), *Bunge & Born: Crecimiento y diversificación de un grupo económico*, number 330 (82), CISEA:.

Capítulo 6

La industria manufacturera en Argentina y Brasil

Introducción

En el presente capítulo discutiremos el desempeño de ciertas ramas de la industria manufactura de Brasil y de Argentina a través de la trayectoria empresarial de algunas de las firmas más importantes de las respectivas economías. Las empresas incluyen al sector de alimentos, bebidas y tabaco por medio de sociedades como AmBev (Brasil), Compañía Industrial Cervecera (Argentina), Souza Cruz (Brasil), Quickfood (Argentina); la siderurgia a través de Usiminas (Brasil) y Siderar (Argentina); la industria farmacéutica, química y petroquímica por medio de Bayer (Brasil), DuPont (Brasil) y Solvay (Argentina); la fabricación de electrodomésticos en empresas como Whirlpool (Brasil); y la industria forestal-celulosa a través de Arauco (Argentina). El comportamiento de las firmas respecto a las prácticas de endeudamiento, inversión productiva, inversión financiera, y fuga de capitales, nos permitirán entender cómo y por qué los sectores que las incluyen fueron claves para el desempeño productivo en el período 2003 - 2017.

Cabe adelantar que el comportamiento de cada firma estuvo condicionado por el régimen de acumulación en las respectivas economías y por el sector de actividad que involucró. En este sentido, las firmas en Brasil fueron más proclives (en términos relativos) a la fuga de capitales y a la inversión financiera. Este fenómeno se explica, en parte, por el tamaño de la economía en general y de las sociedades estudiadas en particular.

En ambos países, las Cadenas Globales de Valor (CGV) adquirieron un peso considerable debido a las relaciones con firmas del mismo conglomerado, correspondientes tanto al destino de la producción como al origen de las compras. En este sentido, podremos reflexionar sobre las implicancias en torno a los alcances y limitaciones que dichas CGV significaron para el desarrollo [1], dado que las prácticas intra-firma de las empresas aquí

[1] En general resaltan la especialización productiva bajo la ventajas comparativas con el fin de escalar a través del *upgrading* productivo (véase Fanelli 2011, Pérez 2010, Bisang 2011)

mencionadas obstaculizaron un desempeño virtuoso.

Por otro lado, tal vez no fuese novedoso para la academia descubrir el papel relegado de la inversión productiva al discutir las estrategias de acumulación de las firmas aquí tratadas[2]. Sin embargo, el análisis presente nos permitirá reflexionar sobre los mecanismos que poseen las filiales de multinacionales en el desvío del excedente hacia otros fines no productivos, así como también comprender cómo estos desvíos se relacionan entre sí de modo de potenciarse.

El presente capítulo estará estructurado de la siguiente forma: en la primera sección presentaremos a las empresas seleccionadas, tanto de Brasil como de Argentina y la importancia relativa en los respectivos mercados en los que compiten (es decir, la concentración del capital). En la segunda sección abordaremos las empresas de Brasil, discutiremos muy resumidamente el desempeño de la industria manufacturera en Brasil, y cómo afectó las CGV al comercio intra-firma y la participación del Valor Agregado (VA) en las ventas de las mismas. En segundo lugar discutiremos la estrategia de acumulación de las firmas brasileras, el papel de su endeudamiento, la fuga de capitales, la inversión financiera y la inversión productiva. En la tercera sección abordaremos las firmas argentinas, el desempeño general de la industria manufacturera, el rol de las CGV y la participación del VA en las ventas; para luego discutir su estrategia de acumulación y el destino del excedente. En la cuarta sección, haremos una reflexión final comparando los casos seleccionados.

6.1 Conociendo al capital en Brasil y Argentina

Las firmas seleccionadas detentaron una cuota de mercado considerable en la rama a la cual pertenecen. Tanto AmBev, Bayer, Usiminas, Whirlpool, Souza Cruz se consolidaron como firmas líderes en Brasil. Particularmente, AmBev y Souza Cruz ejercieron liderazgos extremadamente consolidados al concentrar el 68% y el 78% en el sector de bebidas y tabaco, respectivamente (véase Cuadro 6.1). La posición de las marcas de bebidas (Skol y Brahma, entre muchas otras) y cigarrillos (Dunhill, Free, Lucky Strike, Hollywood, Derby, Minister) fueron claves en la segmentación y consolidación de tales participaciones en el mercado. Bayer ocupó el primer puesto en el mercado de agroquímicos en Brasil, aunque detentó un puesto más relegado en la industria farmacéutica. La filial de DuPont en Brasil se consolidó en los segmentos de agroquímicos, y material de uso difundido de la industria química para otros sectores como la construcción, electrónicos y comunicaciones, transporte, etc., con una participación significativa del mercado. La empresa norteamericana Whirlpool se integró en la producción de la línea blanca, así como en la producción y comercialización de compresores, máquinas, equipamiento y piezas y componentes rela-

[2] A título ilustrativo los trabajos que vinculan la reticencia inversora en la Industria Manufacturera argentina durante la posconvertibilidad (Manzanelli 2016, Azpiazu & Manzanelli 2011, Cassini 2015, entre muchos otros).

cionados al sector. La siderúrgica Usiminas se integró en la producción de acero plano y en sectores de extracción de mineral de hierro.

Las empresas estudiadas mantuvieron firmas controladas en varios sectores relacionados, así como en diversos países. Es decir, algunas multinacionales utilizaron a la filial en Brasil como una puerta de entrada hacia otros países. En el caso de AmBev, la firma concentró gran parte de la elaboración y comercialización de bebidas alcohólicas en la región (Argentina, Canadá, Chile, Paraguay, Uruguay, etc.)[3]. En tanto Whirlpool controló sociedades en Argentina, Chile y China[4]; Souza Cruz[5] detentó un *joint venture* con el gobierno cubano en la industria tabacalera, mientras Usiminas mantuvo participaciones en distintas acerías a través de su *holding* en Dinamarca [6].

La estrategia de las multinacionales en general y las filiales de las mismas en particular, consistió en acaparar rentas en el mercado a través de la concentración y centralización del capital. Gran parte del mark-up (grado de monopolio) que pueden sostener las empresas se explica por el mark-share del mercado (Kalecki 1956). Dicha estrategia fue concretada por las multinacionales aquí estudiadas. En este sentido, la empresa AmBev se constituyó como parte de la fusión entre compañías de bebidas. En 1999 se fusionaron las empresas Brahma y Antarctica resultando en AmBev, mientras que en 2004 se fusionó con la belga Interbrew para dar lugar a InBev[7], quien actualmente resultó en su controlante[8]. AmBev se constituyó como un brazo tipo *holding* de la multinacional al controlar a otras filiales en Canadá, Centroamérica, y Sudamérica (Brasil, Argentina, Chile, Paraguay, Bolivia y Uruguay). En tanto, la multinacional InBev (controlante de AmBev) posee empresas cerveceras en EEUU, Europa y Asia. En el año 2008, InBev adquirió a la empresa norteamericana Anheuser-Busch por US$ 54 mil millones, conformando la empresa Anheuser-Busch InBev SA/NV (AB InBev) en Bélgica. En el año 2013, esta última adquirió la cervecería Modelo por US$ 20 mil millones, la principal cervecería de México. La empresa multinacional AB InBev se constituyó como la mayor productora de cerveza en el mundo. En Brasil, y a través de AmBev, la multinacional produce cerveza y gaseosas junto a una licencia con la marca Pepsi[9].

Por otro lado, la empresa de electrodomésticos Whirlpool ingresó a Brasil en el año

[3] Cervecería y Malteria Quilmes SAICA (Argentina); Cerveceria Boliviana Nacional S.A. (Bolivia); Arosuco Aromas e Sucos Ltda. (Brasil); CRBS S.A (Brasil); Cervejaria ZX S.A. (Brasil); Labatt Brewing Co. Ltd. (Canadá); Cerveceria Chile S.A. (Chile); Cervecería Nacional Dominicana S.A. (República Dominicana); Industrias Del Atlántico (Guatemala); Cervecería Nacional S. de R.L. (Panamá); Cerveceria Paraguaya S.A. (Paraguay); Cerveceria Y Malteria Payssandú S.A. (Uruguay), etc.

[4] Qingdao EECON Electronic Controls and Appliances CO. Ltd. (China); Beijing Embraco Snowflake Compressor Co. Ltd. (China); Whirlpool Argentina S.A. (Argentina); Whirlpool Chile Ltda. (Chile).

[5] Denominada Brascuba Cigarrillos, S.A. (Cuba)

[6] Denominada como Usiminas Europa A/S (Dinamarca)

[7] Se trató de una fusión por absorción. Es decir, la compañía belga absorbió los activos de AmBev y pasó a ser su controlante. A cambio Interbrew le cedió el control de la compañía canadiense Labatt.

[8] Más adelante veremos las compras de empresas que realizó AmBev.

[9] Datos proporcionados por los balances contables de AmBev e AB InBev en la Securities and Exchange Commission (SEC)

1958 en un *joint venture* denominado Brasmotor. A través del mismo fue creado Multibras S.A., con el fin de fabricar heladeras y lavarropas. Para 1997, Whirlpool adquirió la mayoría accionaria de las empresas Brasmotor y Multibras. A su vez, Brasmotor controla a Embraco, la principal empresa de fabricaciones de compresores en el mundo. Por último, en el año 2006, Whirlpool decidió fusionar a Embraco y Multibras (Barros et al. 2007). En términos generales, el sector a nivel mundial experimentó un proceso de centralización del capital durante las últimas décadas, por el cual Whirlpool se constituyó como el principal productor de línea blanca en el mundo, al concentrar el 10% del mercado (Milaneze & Rachid 2016).

Por otra parte, a partir del año 2014, el sector de los agroquímicos entró en un proceso de mega-adquisiciones y fusiones entre multinacionales de gran tamaño a nivel mundial. Esto se debe al contexto general de caída de precios de los *commodities*, los cuales se agravaron en el año 2015, principalmente en el sector agrícola (Veiga 2017). Como consecuencia, en el año 2016, Bayer adquirió a Monsanto por US$ 66 mil millones, mientras que en el año 2015 (y finalizada en el 2017) se desarrolló la fusión entre DuPont[10] y Dow Chemical, con la consecuente conformación de Dow DuPont Co.

Cuadro 6.1: Empresas seleccionadas de Brasil: sector de actividad y centralización y concentración del capital

Empresa	Sector	Cantidad de firmas controladas	Controladas en otros países	Participación en el mercado
AmBev	Producción y comercializar de cervezas, refrescos, y otras bebidas.	15	Canadá, Argentina, Chile, República Dominicana, Paraguay, Uruguay, etc.	68,2% (1er puesto)
Bayer S.A.	Producción y comercialización de medicamentos y agroquímico, etc.	5	-	18% Agroquímicos (1 er puesto); 4% en farmacéuticos (6 to puesto)
DuPont do Brasil S.A.	Producción y comercialización de químicos	2	-	7,3% Agroquímico (6 to puesto)
Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.	Producción siderúrgica y otras actividades relacionadas, como extracción de mineral de hierro	11	Dinamarca	35% Aceros planos (1 er puesto)
Whirlpool S.A.	Industrialización y comercialización de aparatos de uso doméstico.	10	China, Argentina y Chile	10,5% (1 er puesto) *
Souza Cruz S.A.	Producción y comercialización de cigarrillos y tabaco	2	Cuba	78,4% (1 er puesto)

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances contables, Milaneze & Rachid (2016), Vargas et al. (2010)

Por otro lado, las firmas seleccionadas de Argentina, se constituyen en líderes en sus respectivos mercados (véase Cuadro 6.2). Siderar acaparó la totalidad del mercado en la producción de acero plano. Esta última detentó participaciones accionarias en Usiminas

[10] Cabe resaltar que DuPont en el año 1999 adquirió a la empresa multinacional Pionner Hi-Bred .

(Brasil) y Hylsamex (México). En tanto, Solvay Indupa lideró la producción de PVC y Soda cáustica e incorporó empresas con actividad en Brasil. Respecto de la producción de bebidas, Compañía Industrial Cervecera (CIC) se posicionó en el mercado detrás de Quilmes (propiedad de AmBev), mientras por último, Quickfood lideró la comercialización de carnes envasadas como hamburguesas y salchichas.

Cuadro 6.2: Empresas seleccionadas de Argentina: sector de actividad y centralización y concentración del capital

Empresa	Sector	Cantidad de firmas controladas	Controladas en otros países	Participación en el mercado
Siderar	Siderurgia (Aceros planos)	2	participaciones en sociedades en México y Brasil	100%
Solvay Indupa	Química (Soda Cáustica y PVC)	2	Brasil	PVC: 60%; Soda Cáustica: 45%
CIC	Cervecera	4	-	19,2% (2do puesto)
Arauco	Celulosa, Maderera, Química y forestal	5	-	S/D
Quickfood	Frigorífico	-	-	Hamburguesas:54% (1er puesto); salchichas: 29,58% (1 ^{er} puesto)

Fuente: Elaboración propia en base a memorias de balances contables, Obligaciones Negociables y Comisión Nacional de Defensa de la Competencia

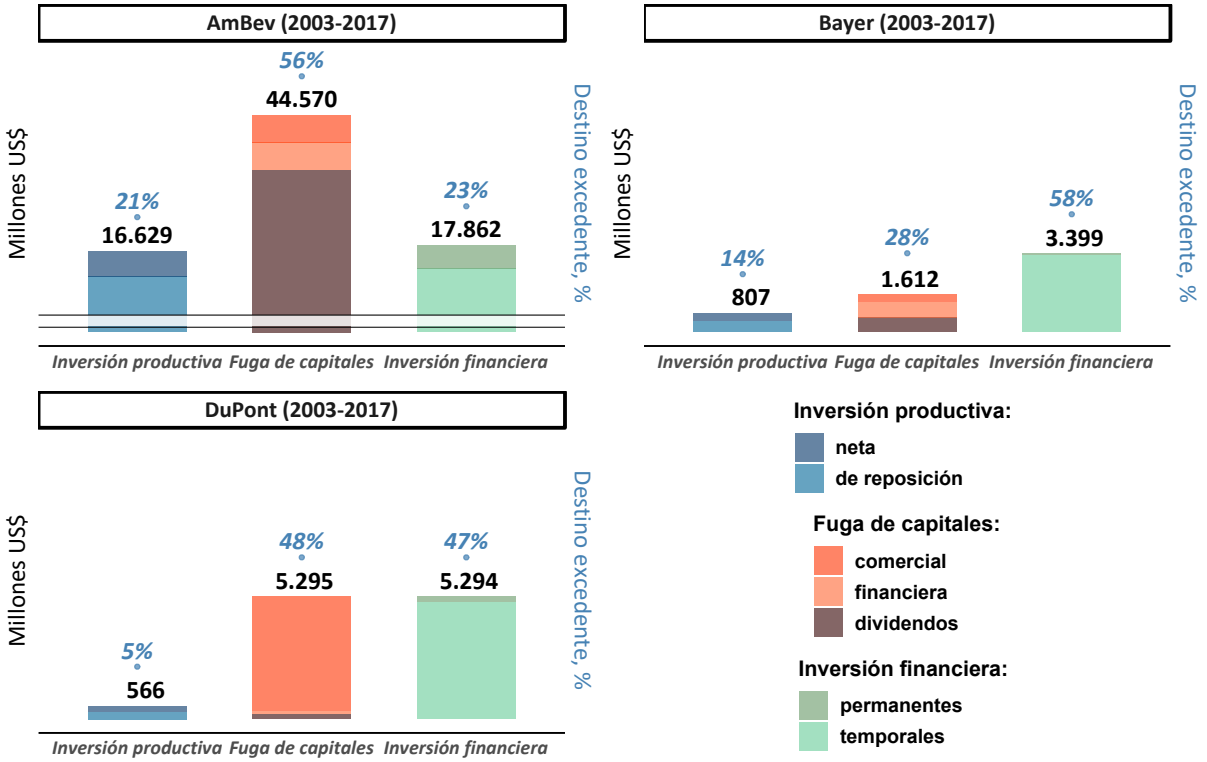
6.2 Presentación de los casos

Cada empresa analizada construyó una estrategia de acumulación particular. Algunas dieron mayor énfasis a la fuga de capitales, otras a la inversión financiera, pero muy pocas a la inversión productiva.

Las firmas estudiadas acumularon un elevado nivel de excedente. Sin embargo, la inversión productiva tuvo un papel relegado. En sus fases de ascenso dentro del ciclo, la inversión productiva mantuvo su participación sin asumir un rol dinamizador en el destino del excedente. Es decir, durante las etapas de auge, la fuga de capitales y la inversión financiera se incrementaron en mayor proporción. En tanto, durante las fases de descenso, la inversión productiva disminuyó más rápidamente que la fuga de capitales y la inversión financiera. En definitiva, la inversión productiva evolucionó de tal forma que permitió priorizar los demás destinos no productivos.

En el caso de Bayer la fuga de capitales se vio traccionada por la inversión financiera (véase Figura 6.1). Es por ello que gran parte de la fuga de capitales se produjo a través de mecanismos financieros como los intereses perdidos. La inversión financiera fue financiada por préstamos intra-firma, los cuales devengaron tales intereses. En tanto, la inversión financiera permitió capturar rentas financieras por medio de préstamos a los clientes por los productos vendidos. En este caso la actividad comercial de la empresa se transformó en una actividad financiera al capturar rentas financieras en la financiación de las mercaderías vendidas. Estos intereses ganados por los respectivos préstamos a los clientes se destinaron

Figura 6.1: Empresas brasileras: destino del excedente en inversión productiva, fuga de capitales, e inversión financiera en millones US$ (acumulados en el período 2003-2017)



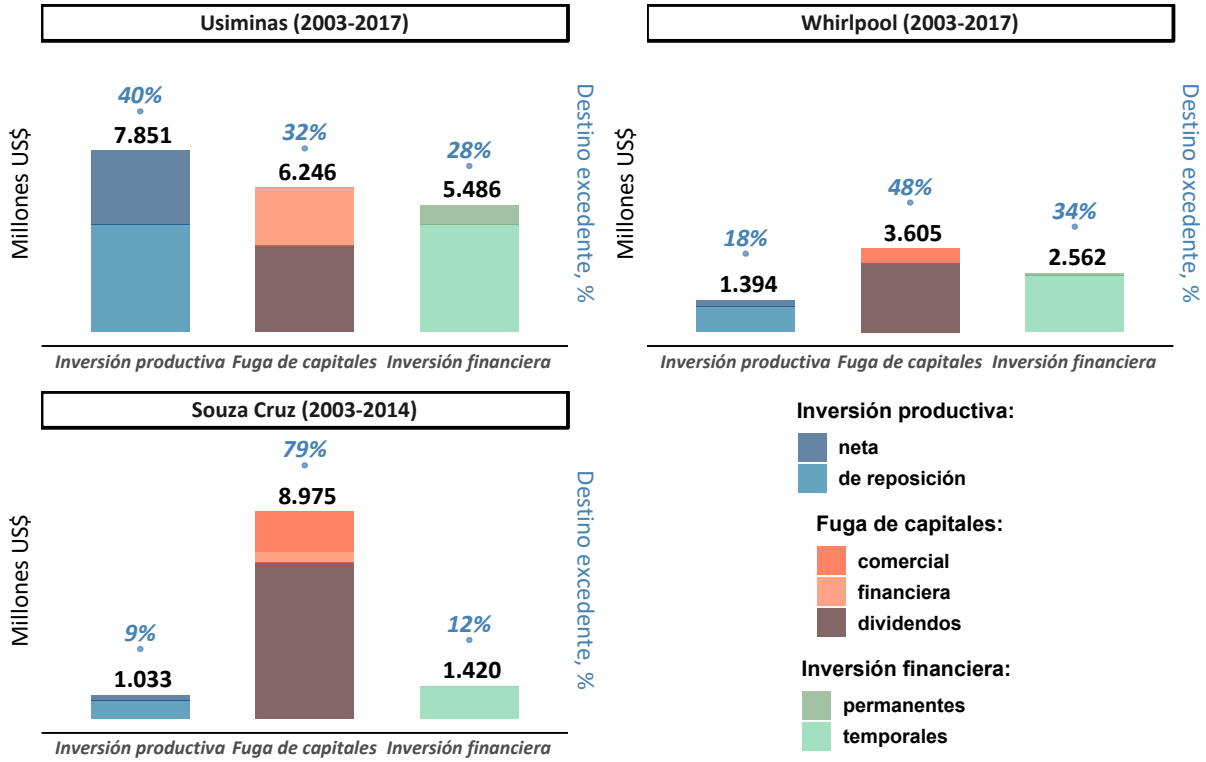
Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

al pago de los intereses perdidos de los préstamos intra-firma. De esta forma, se cerró un ciclo de valorización iniciado desde el endeudamiento, destinado a la inversión financiera para luego ser fugado.

Dentro de las firmas brasileras, Usiminas constituyó una excepción a la regla al otorgar cierta prioridad a la inversión productiva (véase Figura1.2). Sin embargo, estos niveles de inversión se llevaron a cabo a través del endeudamiento, y traccionaron ingentes recursos destinados a la fuga de capitales y a la inversión financiera. Usiminas atravesó un período de euforia por la inversión productiva que llevó a la misma a sufrir una crisis de sobre-acumulación. Como consecuencia, la firma tuvo que deshacerse de activos, así como también a detentar niveles de inversión negativos en términos productivos luego de transitada dicha euforia por el endeudamiento y la ampliación de las capacidades productivas. La fuga de capitales asumió un carácter financiero al encontrarse vinculada a la formación de activo en el exterior y al pago de intereses perdidos. Mientras tanto, la inversión financiera estuvo sostenida por elevados grados de liquidez ya que provino del endeudamiento. La fuga de capitales fruto de la remisión de dividendos fue elevada en el período previo a la puesta en marcha de las inversiones de modernización del capital. Esto se produjo por el elevado excedente acumulado en dichos años.

DuPont llevó adelante una estrategia vinculada a la fuga de capitales y la inversión financiera. El primer destino del excedente mencionado fue reflejado a través de meca-

Figura 6.2: Empresas brasileras: destino del excedente en inversión productiva, fuga de capitales, e inversión financiera en millones US$ (acumulados en el período 2003-2017)



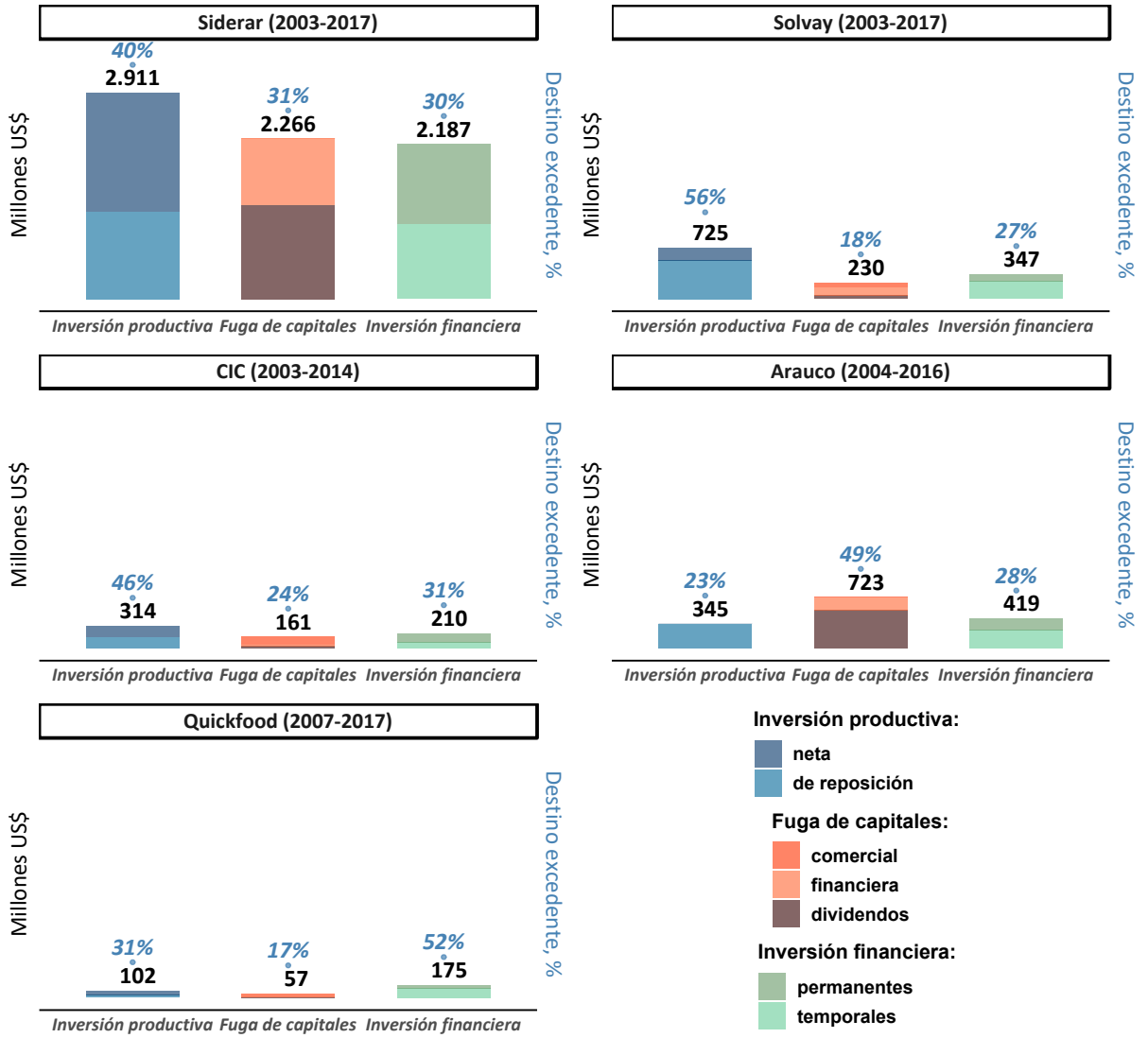
Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

nismos comerciales, mientras el segundo se ancló en inversiones en activos financieros de corto plazo. A priori, no se distinguió una fuerte conexión entre ambos destinos, más aún teniendo en cuenta que la inversión financiera fue realizada con fuerza a partir del año 2009, mientras las compras a las partes relacionadas en guaridas fiscales fueron concretadas durante todo el período analizado.

Tanto AmBev, Whirlpool como Souza Cruz detentaron una estrategia similar en cuanto al peso y el mecanismo utilizado para fugar capitales. En las tres sociedades, los dividendos provenientes de sociedades controladas nutrieron las salidas de capitales. En el caso de AmBev la centralización de capital y su internacionalización fue clave para capturar rentas de las inversiones permanentes. Incluso la misma llevó a cabo inversiones a lo largo y ancho del continente. En las respectivas tres firmas mencionadas, la concentración del mercado les permitió nutrirse de un excedente elevado que pudieron fugar. Además, en el caso de Whirlpool, el excedente se utilizó para otorgar financiamientos a partes relacionadas en otros países.

Por otro lado, en cuanto a las firmas argentinas, la inversión productiva tuvo un nivel superior a los demás destinos del excedente. Este hecho ocurrió en empresas como Siderar, Solvay y CIC. Sin embargo, la inversión neta fue notablemente superior únicamente en la firma siderúrgica. En las demás empresas, la inversión neta fue muy reducida o incluso inexistente, como en el caso de Arauco (véase Figura 6.3).

Figura 6.3: Empresas argentinas: destino del excedente en inversión productiva, fuga de capitales e inversión financiera en millones de US$ (acumulados en el período 2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

Por otro lado, respecto a la inversión financiera, existió una gran diferencia entre las firmas brasileras y las argentinas. En primer lugar, esta diferencia se pudo observar en el peso relativo, ya que las empresas brasileras buscaron destinar gran parte de sus excedentes a tales fines. En segundo lugar, existieron diferencias en la composición de la misma, fruto de una estrategia centrada en el destino de mayores esfuerzos a la centralización del capital. Esto nos habla de la importancia que asumieron las multinacionales radicadas en Argentina al centrarse en la concentración de los mercados nacionales y regionales.

Además existieron ciertas particularidades en las firmas argentinas que serían importantes resaltar. Por ejemplo, la firma CIC detentó una mayor preponderancia en la fuga de capitales a través de mecanismos comerciales, reflejo de su papel subordinado en la CGV dado que debió pagar servicios y licencias para operar terceras marcas.

Por otro lado, el destino del excedente asumió puntos destacables en Arauco y Quick-

food. En ambas firmas, la inversión productiva no resultó en el destino predilecto. Tanto la fuga de capitales respecto a la primera sociedad mencionada, como la inversión financiera en la segunda, fueron los destinos más abultados. El sector de actividad de Arauco, vinculada a la transformación de recursos naturales sin mayores complejidad tecnológica, en conjunto a un muy bajo nivel de inversión productiva, permitió a la sociedad acumular excedentes para ser fugados a su casa matriz. Por otro lado, Quickfood destinó gran parte de los fondos obtenidos por el endeudamiento para adquirir activos líquidos y otorgar préstamos a partes relacionadas.

En cuanto a la fuga de capitales, cabe destacar que en la Argentina sobresalieron los componentes vinculados con la distribución de dividendos. Sin embargo, a diferencia de las firmas en Brasil, la fuga incluyó ciertos mecanismos financieros relacionados a la formación de activos externos. Bajo dichos componentes tuvieron que mediar estructuras jurídicas del mismo conglomerado en guaridas fiscales, así como también instituciones financieras que apoyaron tales prácticas. Nuevamente la poca profundidad del mercado de capitales argentino llevó a que las firmas debieran fugar capitales para invertir en activos líquidos.

Por lo general, la centralización del capital ha sido el objetivo primordial de las firmas argentinas, al punto de utilizar la fuga de capitales y la liquidez de los activos tras las inversiones financieras para la expansión regional de las mismas. En este sentido, ha sido clave comprender la forma de interactuar que tuvieron los distintos destinos del excedente.

6.3 Industria manufacturera en Brasil

Durante el nuevo milenio, la industria manufacturera en Brasil fue consolidando los procesos de financiarización iniciados en la década de los 90'. En el período estudiado se presentaron tanto continuidades estructurales como diversos cambios en la tendencia de la evolución del nivel de actividad. El aumento de los precios de los *commodities* benefició a toda la industria en general y al nivel de producción en particular. Sin embargo, el crecimiento no resultó en condición suficiente para abrazar el desarrollo productivo.

En primer lugar, cabe señalar que a partir de la década de los 90', Brasil dio un vuelco hacia la desindustrialización y abandonó el régimen de acumulación de industrialización dirigida por el Estado (o de industrialización sustitutiva de importaciones), proceso que siguió vigente durante el nuevo milenio (Bonelli & Pessôa 2010).

La desindustrialización remite a la pérdida de peso de la industria manufacturera en la economía. A priori, dicho fenómeno podría considerárselo neutral, siempre y cuando se tenga en cuenta que los países desarrollados también atravesaron por el mismo fenómeno. Muchas veces se lo presenta como un reflejo natural dado que los consumidores optarían por adquirir bienes más complejos, fruto de la elasticidad ingreso. Sin embargo, este razonamiento microeconómico no encajó con el proceso transitado en países con niveles de ingresos muy inferiores a los países desarrollados (Tregenna 2013).

Esta dinámica de desindustrialización se produjo debido a la inserción en el comercio mundial que realizaron países como Brasil al haber optado por un sendero productivo con un característico rol como proveedor de materias primas e insumos de uso difundidos (Cassini et al. 2017). La reprimarización de la economía y la simplificación productiva en general fueron consecuencias de la desindustrialización en países en desarrollo durante la última globalización. Como resultado, la desindustrialización produjo una caída en la participación de las manufacturas en lo que respecta a la generación de empleo y el valor agregado general, dado que la inserción mundial de Brasil relegó el papel que poseía la industria manufacturera en comparación a otrora (Arend 2015).

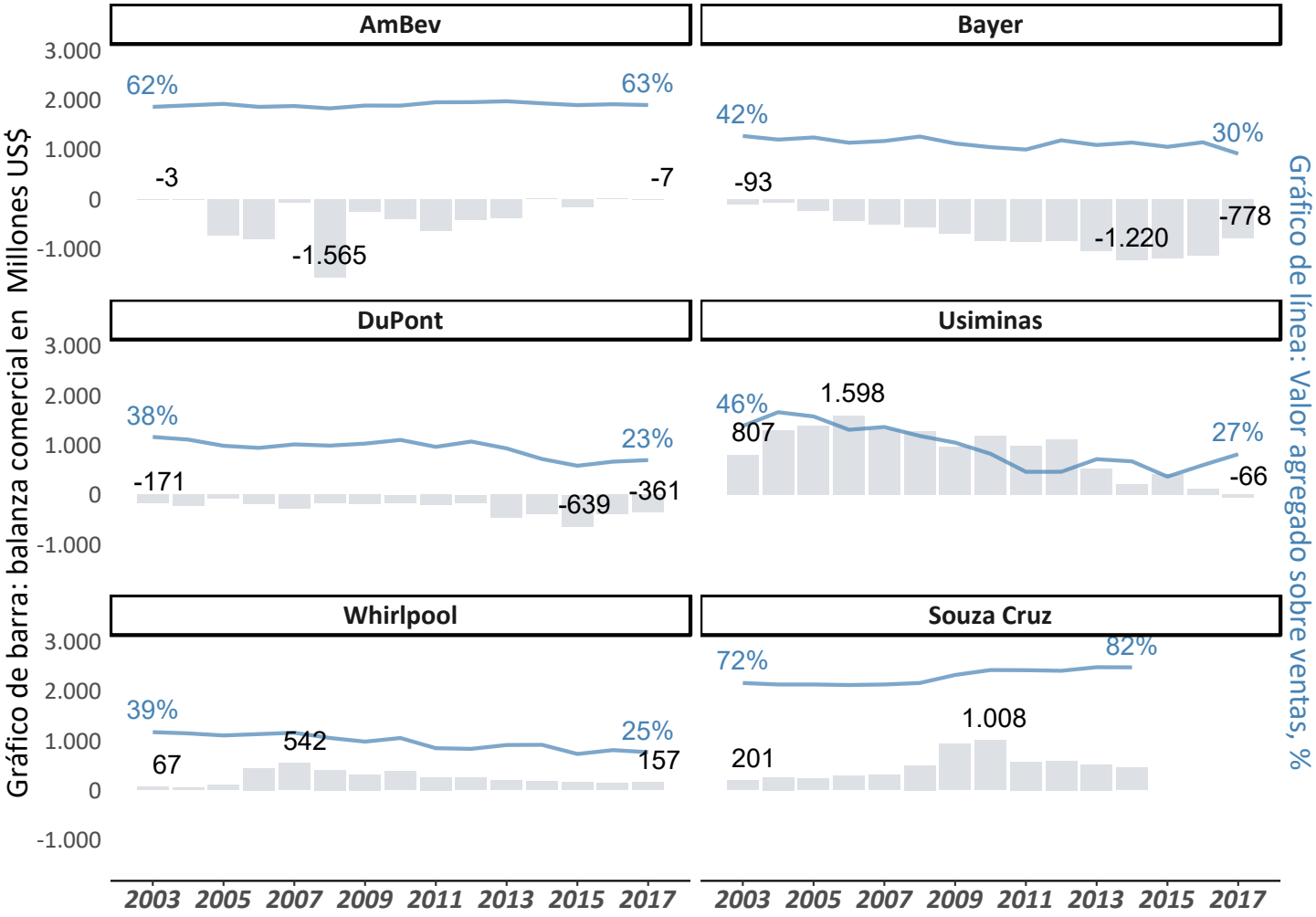
A su vez, la última globalización fue acompañada por una serie de políticas sostenidas a lo largo del tiempo que agravaron el proceso de desindustrialización. Entre ellas deberían destacarse la apertura comercial, las elevadas tasas de interés y la apreciación cambiaria. Estas provocaron la pérdida de competitividad de la industria manufacturera en general. Además, la apertura hacia las inversiones en forma indiscriminada conllevó a la entrada de IED dirigida hacia sectores distintos al sector industrial. El régimen de acumulación en general y las tasas de interés en particular, impidieron un óptimo dinamismo de la demanda interna.

Durante el último milenio, Brasil incrementó su comercio con China al punto de convertirse en su principal socio comercial. Sin embargo, esta relación perpetuó las viejas contradicciones productivas entre centro y periferia, dado que mientras el primero se especializó como proveedor de materias primas, el segundo lo hizo en bienes industriales cada vez más complejos. Sumado a tal magro desempeño, habría que agregarle la caída de la demanda externa de países del sudeste asiático en los últimos años analizados (Cano 2012). Por otra parte, al constituirse como una economía especializada en materias primas, la desindustrialización de Brasil podría explicarse por la denominada “enfermedad holandesa” (Oreiro & Feijó 2010).

En lo que refiere a las empresas abordadas en esta sección, se elaboró un índice que permitiría observar la pérdida de densidad productiva. Este mismo relaciona el Valor Agregado (VA) con las ventas (como proxy al Valor Bruto de Producción -VBP-). En caso que dicha relación entre VA y VBP decaiga, estaremos hablando de desindustrialización, evidenciados en procesos de tercerización, subcontratación, desintegración vertical u horizontal, etc. De esta forma, las tareas más simples en términos tecnológico serán mantenidas en las filiales de Brasil, mientras que las más complejas serían realizadas por la casa matriz. Así también, dicha estadística será acompañada por el saldo de la balanza comercial con partes relacionadas en el exterior de la empresa en cuestión. Esta última, nos permitirá comprender el papel que detentaron las CGV sobre la firma analizada. Nuevamente, al existir un saldo deficitario en términos comerciales, estaremos ante una relación subordinada en términos comerciales de la filial con la multinacional. Además, en caso que el saldo exportable sea positivo, y a su vez el mismo decaiga a lo largo del tiempo,

nos hablará de la poca sostenibilidad de su relación comercial con las demás filiales en el extranjero.

Figura 6.4: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Brasil: saldo comercial con partes relacionadas en millones US$; y relación entre el Valor Agregado y las ventas (eje secundario) en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

Como podemos ver en la Figura 6.4, tanto AmBev, Bayer, como DuPont, mantuvieron saldos comerciales deficitarios. Paradójicamente, el sector de bebidas obtuvo saldos comerciales deficitarios con partes relacionadas en el exterior a pesar de tratarse de una rama con poca complejidad tecno-productiva. Desde ya, este no sería un problema particular de AmBev, sino que se presentó en general en el sector (Cervieri Júnior et al. 2014). Como veremos más adelante, la explicación recayó en la utilización de redes comerciales con guaridas fiscales, las cuales influyeron en las CGV para capturar rentas a través de las transacciones intra-firma. Por otro lado, Bayer y DuPont, conjugaron tanto déficits comerciales como caídas en la relación entre VA y VBP. Esto significó mayores importaciones de bienes por cada unidad producida.

Por otro lado, tanto Usiminas, Whirlpool y Souza Cruz detentaron saldos comerciales

superavitarios. En los tres casos, estos saldos se redujeron sustancialmente. En los casos de Usiminas y Whirlpool, esta reducción vino acompañada de una caída en la relación entre VA y VBP. En ambas compañías tanto las mayores importaciones como las menores exportaciones hacia partes relacionadas en el exterior, fueron la explicación del cambio de tendencia. Souza Cruz se constituyó en la única sociedad en aumentar la relación entre VA y VBP. Sin embargo, hay que aclarar que su papel en las CGV estuvo subordinado a la exportación de tabaco sin ningún procesamiento.

Usiminas debió realizar ingentes inversiones productivas para no perder participación en el mercado externo, dado que priorizó la expansión de la demanda interna[11] . Estas inversiones encaradas por la empresa no lograron ser materializadas en una mejor performance en la cadena de valor. Como veremos más adelante, gran parte de este excedente fue destinado al sistema financiero, dado que la firma se endeudó en exceso para lograr dichos objetivos productivos. Parte de los malos resultados de Usiminas se explicaron por la apertura de las importaciones de bienes industriales con acero plano como insumo [12].

En el caso de Whirlpool[13], su menor densidad industrial se produjo en el marco del bajo dinamismo de la demanda interna reflejados en escasos niveles de inversión, y por ende, a partir de pérdidas en su participación en el comercio intra-firma. A su vez, en las memorias dejó en claro que su producción estuvo determinada por las políticas económicas y su grado de empuje en la demanda [14] . En el mismo sentido, para una explicación redundante de la dinámica industrial, AmBev mencionó que: "El consumo de cerveza, y los refrescos, están estrechamente vinculado a las condiciones económicas generales, por lo que los niveles de consumo tienden a aumentar durante los períodos de aumento del ingreso per cápita y a caer durante períodos de disminución del ingreso per cápita" (AmBev, 2017, pág. 8). En el mercado externo, Whirlpool remarcó la incidencia de la apreciación del Real como un problema para la exportación, así como el incremento de los precios de las materias

[11] "En respuesta al fuerte crecimiento de la siderurgia nacional en 2007, el Sistema Usiminas anunció el mayor y el más osado plan de inversión de la historia de la siderurgia en Brasil, en el que el Grupo invertirá 9.900 millones de dólares. Al alinearse con la Visión 2015, el plan incluye la expansión de la capacidad productiva en 6,2 millones de toneladas anuales de acero, lo que va a fortalecer la posición de liderazgo en el mercado interno y ampliar la estrategia de internacionalización y verticalización de los negocios" (Usiminas, 2007, pág. 1)

[12] "La cadena de valor del acero está particularmente expuesta a los competidores en el mercado mundial que a menudo son empresas estatales para las que la remuneración del negocio no es relevante. Se suma a ello la importación de productos con alto contenido de acero, que amenaza toda la cadena de valor de nuestro sistema industrial" (Usiminas, 2012, pág. 1).

[13] Cabe destacar que en el caso de Whirlpool, existen abultadas compras a una filial del mismo conglomerado pero que se encuentra en Brasil. Por lo tanto, no se contabilizó como una filial en el exterior. Sin embargo, esta podría realizar compras a una empresa del mismo conglomerado en Brasil de bienes que en definitiva provienen del exterior.

[14] "El año 2010 fue marcado por el fuerte crecimiento de la economía brasileña. Incluso con la política de ajuste monetario, llevando la tasa Selic del 8,75%, en enero, al 10,75% al final del año, la economía se mantuvo recalentada. El crecimiento del PIB de 2010 fue del 7,5%. El calentamiento económico también desencadenó una tendencia al alza de precios. La inflación medida por el IPCA cerró el año en el 5,9%, por encima del centro de la meta del 4,5%" (Whirlpool, 2010, pág. 1)

primas importadas [15].

En el caso del sector del tabaco, si bien Souza Cruz se constituyó en la principal empresa del sector en Brasil, el bajo contenido tecno-productivo de sus bienes se vio reflejado en la competencia desleal de cigarrillos baratos fruto de las falsificaciones de marcas[16]. Como consecuencia, la empresa reclamó la baja de impuestos al Estado [17]. En este sentido, la sociedad pretendió avanzar y acaparar rentas a costa del Estado, lo que evidenció su fragilidad de su CGV. En las memorias de Souza Cruz se pudo constatar la caída de su producción de cigarrillos de las 78 mil millones unidades en 2003 a 56 mil millones en 2014.

6.3.1 Estrategia de acumulación

Cada empresa activó un tipo de estrategia particular, teniendo en cuenta el financiamiento emprendido. El nivel de endeudamiento fue importante en ciertas sociedades como AmBev, Bayer y Usiminas. En las dos primeras, las deudas fueron cubiertas con partes relacionadas en el exterior, mientras que por el lado de la última firma mencionada, la deuda tomada se realizó a través de entidades financieras (véase Figura 6.5).

Particularmente, Bayer realizó un claro viraje en su estrategia de acumulación en el año 2013, dado que comenzó a endeudarse en términos corrientes (es decir, en el corto plazo). Esta deuda asumió un nivel creciente en el período 2013-2017 (véase Figura 6.5). La estrategia de Bayer para dicho período consistió en la financiación a corto plazo con el fin de destinar dichos fondos a la adquisición de activos líquidos. Como consecuencia, obtuvo una rentabilidad financiera para luego ser fugada en forma de pago de intereses a la respectiva filial que había otorgado los fondos. Es decir, la subsidiaria en Brasil cumplió una función de intermediario financiero con la filial en el exterior. Estamos hablando de fondos provenientes de filiales en Canadá, Bélgica y Países Bajos (Bayer Crop Science Canada; y Bayer CropScience Inc)[18]. El nivel de endeudamiento comprende una arista a destacar dado que la empresa presentó peligros de sobre-endeudamiento. En este punto,

[15] "En el escenario externo, se destacan i) la apreciación de lo Real en relación al dólar que alcanzó, en el último trimestre de 2010, su menor valor desde septiembre de 2008 (1,67 BRL / USD) y ii) la volatilidad en el precio de los commodities que utilizamos (principalmente acero, cobre y derivados de petróleo)"(Whirlpool, 2010, pág. 1).

[16] "El volumen del mercado ilegal en 2014 se estima en 33 mil millones de cigarrillos, lo que equivale a aproximadamente el 31% del mercado nacional. Estos productos se venden en Brasil con precios significativamente menores que los producidos por Souza Cruz, ya que los mismos no abonan impuestos" (Souza Cruz, 2014, p. 1).

[17] "A partir del 1 de enero de 2015, el precio mínimo al consumidor, introducido por el Gobierno Federal el 1 de mayo de 2012 (Ley 12.546 / 11), fue alterado a R$ 4,50 . La alta carga tributaria sobre cigarrillos sigue siendo el principal factor de estímulo a la comercialización informal del producto en Brasil, principalmente por la vía del contrabando oriundo del Paraguay" (Souza Cruz, 2014, p. 1).

[18] En concordancia con su estrategia de acumulación menciona que:"Los objetivos de la Compañía al administrar su capital son los de garantizar el aumento sustentable del valor de la Compañía para beneficio de sus accionistas mundiales a través de buena liquidez y credibilidad" (Bayer S.A., 2017, pág. 5).

la compañía necesitó nuevos fondos para poder refinanciar los préstamos obtenidos anteriormente. Además, ante la devaluación del año 2015, el riesgo cambiario se incrementó. Es por ello que la compañía debió cubrirse con contratos de futuro en dólares [19].

Por otro lado, AmBev tuvo dos períodos claros de endeudamiento (véase Figura 6.5). El primero de ellos comenzó en el período 2003-2006. El mismo fue traccionado con deudas provenientes de entidades financieras. El segundo período de endeudamiento abarcó los años 2008-2015, traccionado gracias a los fondos provistos por empresas relacionadas en el exterior[20]. El elevado peligro de endeudamiento en dólares de la compañía fue destacado en sus memorias: "La mayoría de nuestras ventas están en reales; sin embargo, una parte relevante de nuestra deuda está denominada en monedas extranjeras, incluidos los dólares estadounidenses. Por lo tanto, cualquier devaluación del Real en comparación con esas monedas extranjeras puede aumentar nuestros gastos financieros y costos operativos y podría afectar nuestra capacidad para cumplir con nuestras obligaciones en moneda extranjera." (AmBev, 2017, pág. 9). Las deudas con partes relacionadas fueron tributarias de empresas como Labatt (Canadá), Latin America South Investment S.L.(España), Jalua Spain S.L. (España), Maltería Uruguay, y Monthiers S.A. (Uruguay), Linthal S.A. (Uruguay), Dunvegan (Panamá), Aspen Equities Corporation (Bahamas)[21]. Estas sociedades se encontraban controladas por AmBev, y a excepción de Labatt, las demás funcionaron como sociedades *conduit* -o cáscaras vacías con fines comerciales y/o financieros-. De esta forma, las empresas controladas financiaron las operaciones de AmBev en Brasil.

En tanto, Usiminas comenzó un período de endeudamiento a partir del año 2008 con el fin de expandir su capacidad productiva y modernizar sus instalaciones (véase Figura 6.5). Gran parte de la deuda asumida se nominó en dólares, con vencimiento en el largo plazo a través de entidades financieras. La compañía destacó que: "en 2012, un gran ciclo de inversiones en la Siderurgia llegó a su fin. En los últimos cinco años, fueron cerca de R $ 11 mil millones invertidos en la modernización de nuestras unidades siderúrgicas y en el aumento de la capacidad de laminación y galvanización para la producción de aceros de mayor valor agregado" (Usiminas, 2012, pág. 1). Como consecuencia, a partir del año 2013, el endeudamiento comenzó a caer. Por un lado, el elevado nivel de endeudamiento puso en jaque a la compañía en los años venideros, dado que debió destinar gran parte de

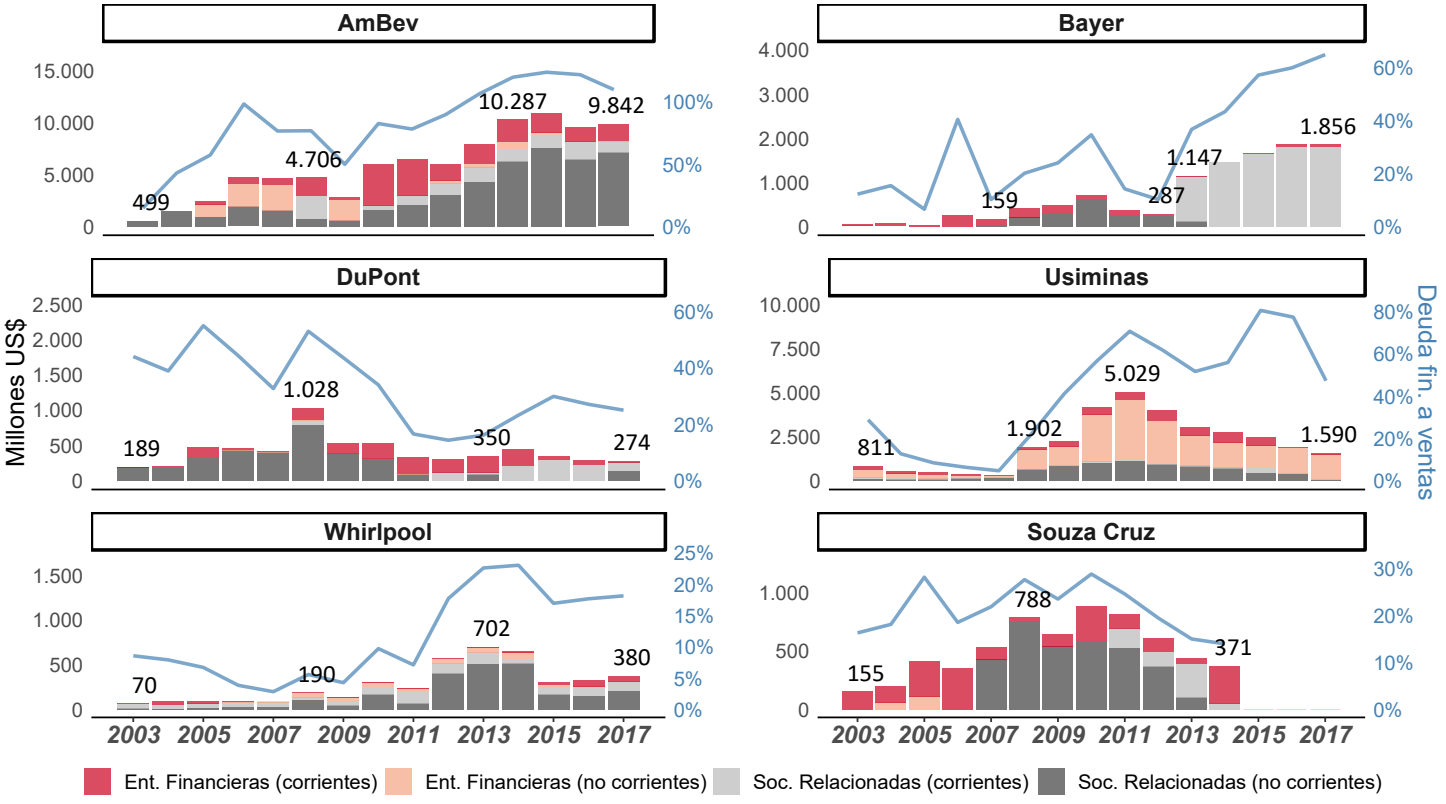
[19] Cabe aclarar que la adquisición de derivados financieros es común a todas las compañías, dado que durante la última etapa estudiada, el riesgo de mercado ascendió. Desde ya, esto tiene explicaciones políticas producto de la inestabilidad de las bases democráticas de Brasil. Particularmente Bayer menciona que: "La Compañía está expuesta al riesgo cambiario derivado de exposiciones de algunas monedas, básicamente con relación al dólar de Estados Unidos y al euro. Para administrar su riesgo cambiario derivado de operaciones comerciales futuras y de activos y pasivos reconocidos, la Compañía utiliza contratos a plazo negociados con los bancos locales" (Bayer S.A., 2017, pág. 5).

[20] El segundo periodo de endeudamiento es registrado como cuentas a pagar en el estado de situación patrimonial, pero como empréstitos en las notas sobre las partes relacionadas. En este sentido se quiere dejar constancia de dicho endeudamiento haciendo la salvedad que en el gráfico toma de deuda este endeudamiento no aparecerá dado que no es contabilizado como tal.

[21] Caben destacar préstamos de la subsidiaria Quilmes en Argentina. Si bien son menores para el tamaño de AmBev, no lo son para la propia contabilidad de la filial en Argentina.

sus fondos al pago de las deudas al punto que a partir de los años 2011-2012, la misma debió vender activos para financiar su desendeudamiento. Por lo tanto, el período entre 2012-2017 debe considerárselo como de desinversión. En este sentido, llama la atención en torno a las cercanías en los ciclos de alzas y bajas de la inversión productiva, fruto de las falsas expectativas de crecimiento. En el año 2011, Usiminas vendió participaciones que poseía en Ternium por mil millones de dólares[22]. Estas participaciones eran detentadas a través de Usiminas Europa, una sociedad tipo *holding* radicada en Dinamarca. A partir de dicho año, Usiminas Europa siguió vendiendo participaciones y reduciendo su capital para hacer frente a los acreedores. En total, Usiminas Europa vendió participaciones por US$ 2.270 millones[23].

Figura 6.5: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Brasil: stock de deuda financiera al 31/12 por origen y vencimiento en millones US$ (eje principal, gráfico de barra); y participación en las ventas (eje secundario, gráfico de línea) en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

De igual forma, en el ciclo de endeudamiento mencionado, Usiminas aumentó los préstamos con partes relacionadas (véase Figura 6.5). Estos préstamos provinieron de la sociedad denominada Usiminas Commercial, radicada en Islas Caimán. Desde ya, la misma se constituyó como una cáscara que actuó como *conduit* para financiar las actividades de Usiminas. Por ende, cabe destacar que parte del financiamiento de la ampliación de las

[22] Paradójicamente Ternium terminó ingresando en el grupo de control de Usiminas a los pocos meses.
[23] Este período de desinversión se transparentó en igual forma en las inversiones productivas.

capacidades productivas, resultó en un negocio financiero para la propia compañía, así como en fuga de capitales tras los giros de intereses perdidos.

Por último, en las restantes empresas estudiadas, comprendidas por DuPont, Whirlpool y Souza Cruz, el endeudamiento resultó ser escaso. Esto nos habla que por un lado, el excedente generado por las propias compañías resultó suficiente para financiar las actividades de las mismas. Aunque también, por otro lado, la deuda intra-firma resultó ser determinante en ciertos años (véase Figura 6.5).

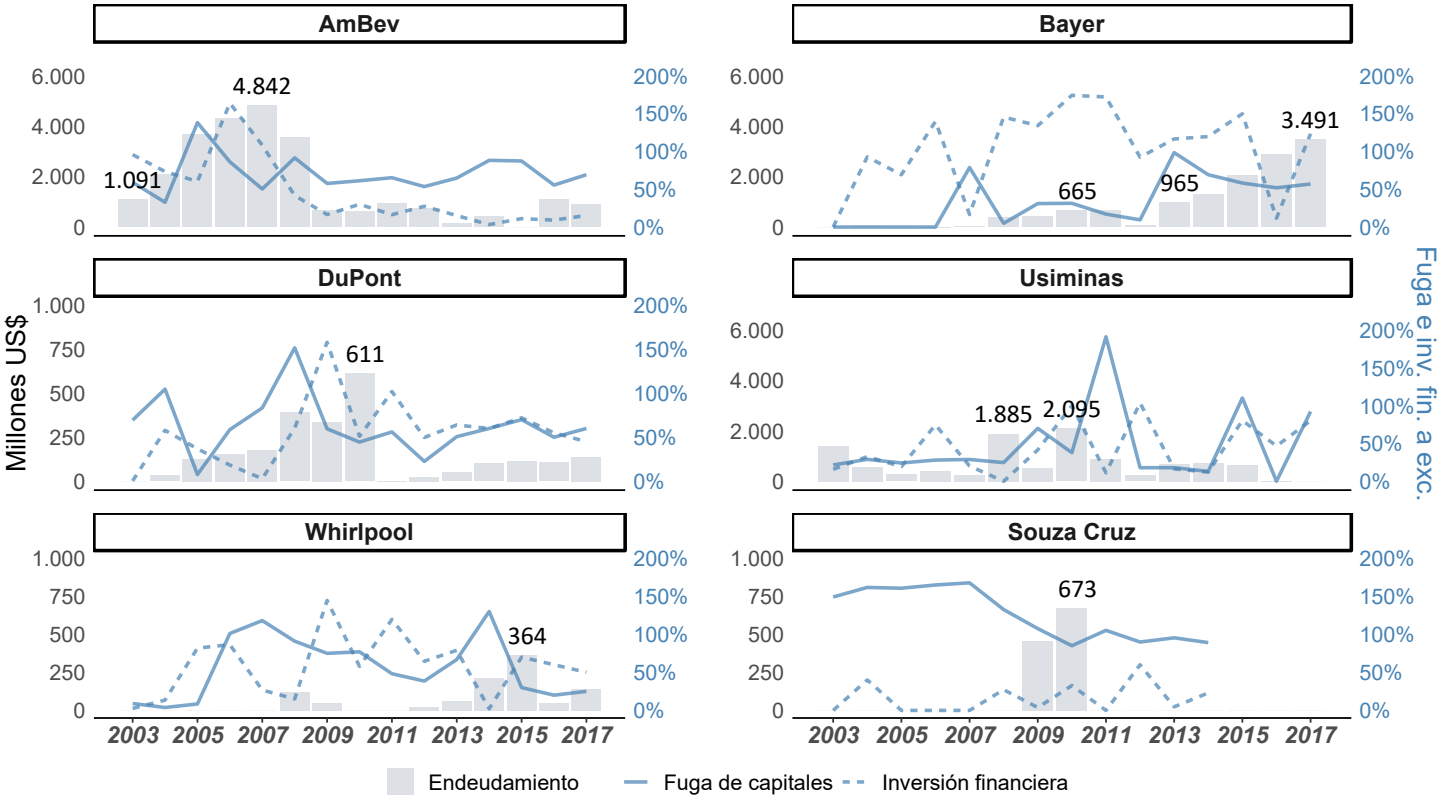
La empresa DuPont desarrolló una política de desendeudamiento. Aunque se destacaron deudas de sociedades relacionadas, expresadas con E.I. DuPont de Nemours (Delaware), DuPont Chemical and Energy (Delaware), Du Pont Nemours (Luxemburgo), Du Pont Engineering Products (Luxemburgo), así como con otras filiales en Países Bajos, Singapur, España, etc. La mayoría de dichos préstamos fueron aportados por sociedades en guaridas fiscales, utilizadas como *conduit*. Particularmente en los años 2005 y 2008, los préstamos se elevaron, los cuales provinieron de sociedades en Luxemburgo y Japón, respectivamente.

La firma Whirlpool elevó su endeudamiento en los años 2012-2013, provistos por sociedades controladas y radicadas en Brasil. Por otro lado, la sociedad Souza Cruz tomó préstamos en los años 2007-2010 a través de sociedades en los Países Bajos denominada Yolanda Netherlands B.V. Estos préstamos sirvieron para prefinanciar las exportaciones de la firma.

En las sociedades analizadas, el endeudamiento fue utilizado con fines no productivos en la mayoría de los casos (véase Figura 6.6). En AmBev, el financiamiento durante el período 2003-2008, fue utilizado para elevar la fuga de capitales así como la inversión financiera. La expansión de la sociedad en los primeros años analizados, le permitió concretar elevados niveles de inversión en torno tanto a la centralización del capital como en activos financieros propiamente dichos. Una vez que el endeudamiento se redujo, la inversión financiera decayó fuertemente. Por otro lado, el endeudamiento en Bayer fue utilizado para activar la inversión financiera en créditos otorgados a clientes de forma de captar intereses financieros. Al mismo tiempo, dichos préstamos fueron realizados a través de sociedades relacionadas, por ende resultaron en desembolsos por intereses perdidos. Durante los años 2005-2010, DuPont tomó deuda que resultó en una mayor fuga de capitales así como también en inversión financiera. Tanto Bayer como DuPont incrementaron la fuga de capitales durante la crisis de las economías occidentales con el fin de ofrecer mayor liquidez a la casa matriz. La inversión financiera de DuPont se mantuvo elevada luego del año 2009, la cual fue destinada a la adquisición de activos financieros en Brasil. En la empresa Usiminas, el endeudamiento fue destinado prioritariamente a la inversión productiva, sin embargo, durante años puntuales estos fondos se filtraron hacia la fuga de capitales y la inversión financiera. En Whirlpool, el endeudamiento resultó elevado durante los últimos años bajo análisis, y se utilizó para incrementar la liquidez en años

de menor capacidad de generación de excedentes. Sin embargo, estos fondos se utilizaron para sostener la fuga de capitales.

Figura 6.6: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Brasil: toma de deudas en millones US$ (eje principal, gráfico de barra); e inversión financiera y fuga de capitales sobre el excedente (eje secundario, gráfico de línea) en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

La composición de activos resultó un reflejo de las prioridades que tuvo la estrategia de acumulación de las firmas seleccionadas (véase Figura 6.7). AmBev centró su acumulación en la centralización de capitales bajo el renglón de inversiones permanentes. En tanto, Bayer detentó un continuo incremento en las cuentas a cobrar fruto de los préstamos comerciales que otorgó a sus clientes. Mientras que tanto DuPont[24] y Whirlpool, acapararon una elevada participación de las inversiones financieras, así como de créditos otorgados a partes relacionadas. De ahí que las cuentas a cobrar y las inversiones financieras fuesen elevadas.

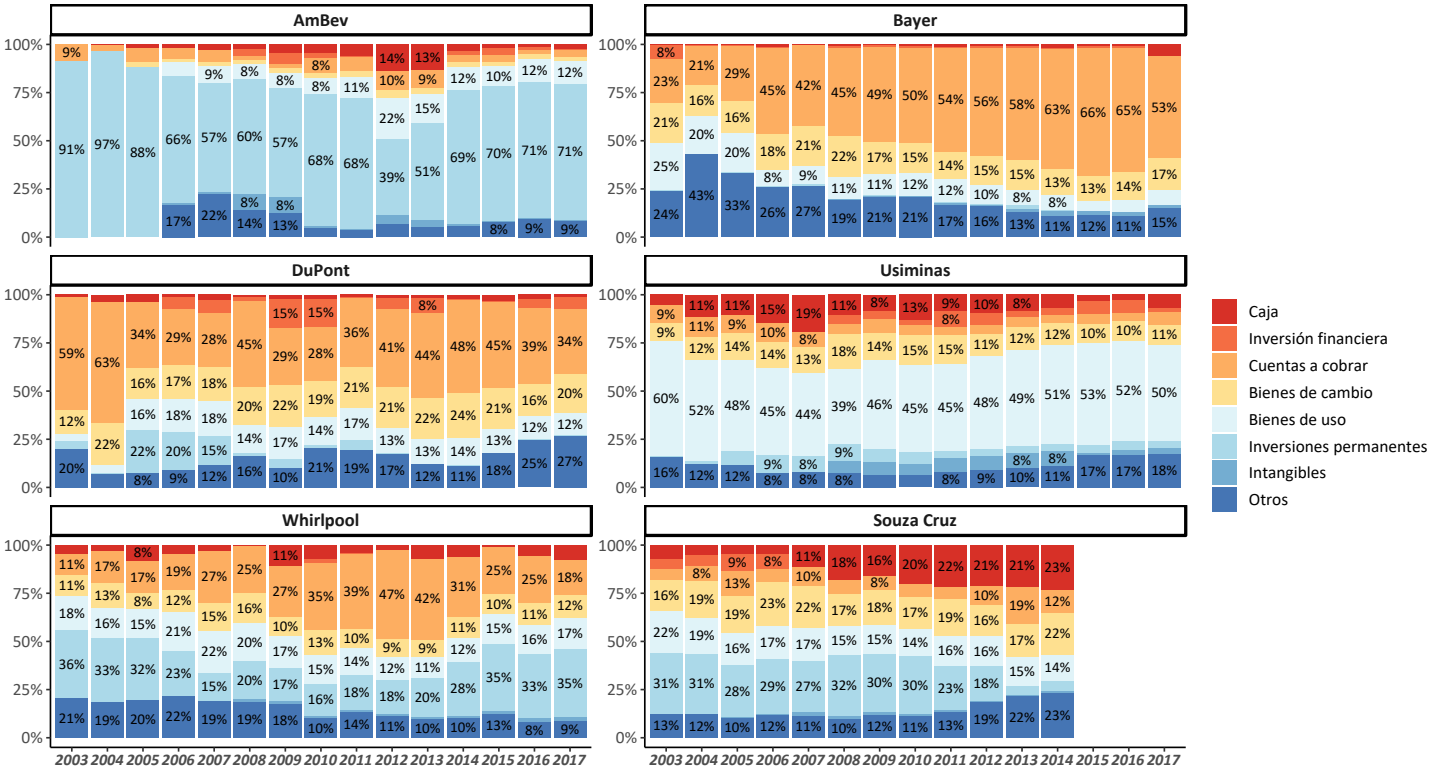
Usiminas amplió el peso de los bienes de uso (es decir, las plantas y fábricas siderúrgicas) en base al endeudamiento. Además, la tenencia de efectivo en caja alcanzó una gravitación creciente fruto de la mayor liquidez que significó un elevado nivel de endeudamiento. De igual forma, Souza Cruz[25] aumentó su peso de liquidez en caja, sin embargo,

[24] En el año 2009 aumentaron sustancialmente la participación de la inversión financiera fruto de la colocación de certificados de depósitos. En dicho año aumentaron el endeudamiento y la inversión financiera.

[25] En el año 2013, cayó la participación de inversiones permanentes de Souza Cruz dado que se aprobó

la misma fue financiada con su propio excedente. Es por ello que la firma detentó una elevada fuga de capitales.

Figura 6.7: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Brasil: composición de activos, en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

Las firmas como Usiminas, AmBev, Whirlpool, y Souza Cruz, adquirieron un elevado componente de inversiones permanentes en sus activos. Estas garantizaron mayores niveles de liquidez por los dividendos cobrados en concepto de renta de la propiedad. Así también, Whirlpool, Bayer y DuPont detentaron elevadas tasas de inversiones financieras que permitieron obtener ingresos financieros, y dotaron la liquidez necesaria para llevar a cabo su estrategia de acumulación. En tanto, DuPont y Usiminas sostuvieron un gran peso de su cartera en activos tales como bienes de cambio, los cuales les permitieron obtener ganancias patrimoniales por la apreciación de su valor.

En este sentido, la estrategia de acumulación de las empresas analizadas permitió la captura de rentas financieras a través de activos financieros (así como otros no financieros). La estrategia que desarrollaron las firmas consistió en obtener ganancias en el corto plazo con el fin de adquirir la liquidez suficiente para sustentar la fuga de capitales. Cabe destacar, el escaso peso de los bienes de uso en la composición de los activos.

una reducción de participación de la controlada Yolanda Participações S.A., lo cual redundó en un aumento de los dividendos recibidos por la sociedad. Esta empresa poseía las participaciones de Brascuba -joint venture entre la multinacional y el gobierno cubano-, la cuales pasaron a encontrarse en manos de la controlante de Souza Cruz en Países Bajos.

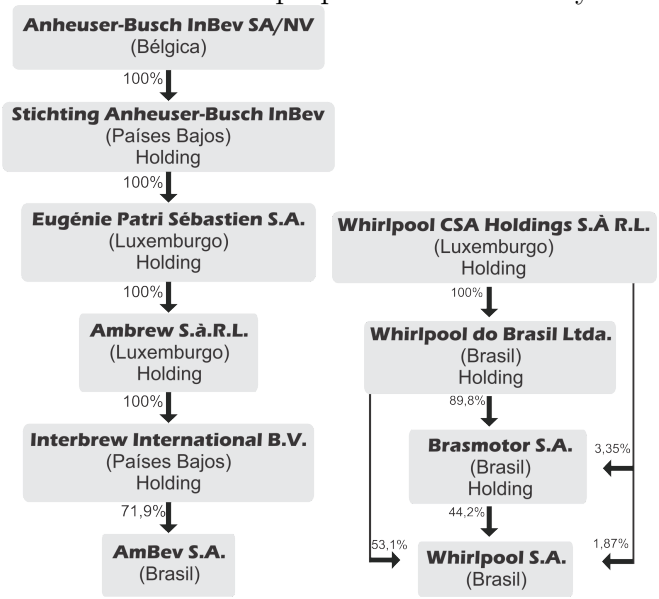
6.3.2 Fuga de capitales

6.3.2.1 Estructura de control

Las empresas estudiadas estructuraron sus relaciones de propiedad en base a un fuerte vínculo con sociedades en guaridas fiscales. La importancia de esta condición radicó en los abultados capitales distribuidos hacia sus controlantes. Las rentas monopólicas u oligopólicas que obtuvieron en los mercados internos, fueron redistribuidas hacia el exterior. En este sentido, la ubicación de las estructuras de control no tuvo relación con el origen del capital respecto al momento de creación de las multinacionales, ni tampoco con el comercio exterior habitual de las propias CGV en las cuales las empresas se emplazaron.

En el primer caso a mencionar incluimos a la compañía Whirlpool S.A. El control de la misma estuvo mediado por una serie de sociedades de tipo *holding*, es decir, personas jurídicas constituidas como cáscaras vacías con el único fin de poseer participaciones en otras firmas. El control directo se constituyó en manos de Whirlpool do Brasil Ltda. y Brasmotor S.A., ambas radicadas en Brasil. Por supuesto estas firmas actuaron como *holding*, en consecuencia toda redistribución de dividendos ascendió hasta alcanzar una firma en guarida fiscal. A partir de allí la multinacional dispuso de dichos capitales y los pudo dirigir hacia los destinos más conveniente. El control de las dos sociedades *holding* mencionadas estuvo bajo el ala de Whirlpool CSA Holdings S.à.r.l. radicada en Luxemburgo, conocida guarida fiscal (véase Figura 6.8).

Figura 6.8: Estructura de propiedad de AmBev y Whirlpool



Fuente: Elaboración propia con datos de Balances contables.

La sociedad AmBev contó con el control de una serie de estructuras *holding* en Países Bajos y Luxemburgo, siendo el último controlante la sociedad AB InBev en Bélgica (véase Figura 6.8). El control inmediato fue constituido a través de Interbrew International B.V.

en Países Bajos. Los dividendos girados por AmBev en Brasil debieron atravesar dichas estructuras en guaridas fiscales para retornar a la casa matriz en Bélgica. En la misma línea, Souza Cruz permaneció bajo la órbita de British-American Tobacco International (Holdings) B.V., radicada en los Países Bajos. Esta última estructura controló el 75,3% de Souza Cruz hasta el año 2015, momento en el cual la sociedad controlante adquirió el resto del paquete accionario en flotación y retiró a la misma de la cotización bursátil.

Por otro lado, tanto Bayer S.A. como DuPont do Brasil S.A. permanecieron bajo el control de estructuras radicadas en España. Sobre la primera, estuvo explicada por Bayer Hispania S.L., la misma detentó actividad industrial y no abarcó la actividad de tipo *holding*[26]. Mientras tanto, DuPont do Brasil S.A. estuvo controlada por DuPont Holdco Spain III S.L. Dicha estructura se especializó en la intermediación financiera y el mantenimiento de participaciones en filiales.

Por último, Usiminas comprendió la asociación entre diversas multinacionales. El grupo de control estuvo dividido principalmente entre Nippon Steel (de origen japonés) y el grupo Techint (de origen italo-argentino)[27]. La primer multinacional mencionada, controló a Usiminas a través de Nippon Usiminas Co. Ltd. y Nippon Steel & Sumitomo Metal Corporation, ambas radicadas en Japón[28]. La complejidad en el control accionario se presentó por la segunda multinacional mencionada. El control de la mismas fue ejercido, en parte, por Ternium Investments S.A.R.L. (radicada en Luxemburgo) con el 28% del paquete accionario de Usiminas. El ingreso de Ternium-Techint en Usiminas se produjo en el año 2012[29], al desembolsar US$ 2.200 millones[30]. El consejo de administración, agrupado en 8 representantes, se dividió entre Techint (3), Nippon Steel (3) y los trabajadores (2). Dado que no existe una primera minoría clara, se han presentado infinidades de conflictos entre Techint y Nippon Steel por el control de la compañía (Conista Comercial 2018).

6.3.2.2 Componentes de la fuga: el excedente es a la fuga lo que la fuga es al excedente

La fuga de capitales resultó prioritaria para las firmas analizadas. Las empresas conformaron mercados oligopólicos, los cuales acapararon grandes excedentes. Por lo general, la obtención y captación de excedentes tuvo como consecuencia el giro de dividendos ha-

[26] Se desconoce la explicación a dicha elección de control, así como se hizo imposible conocer la estructura controlante de dicha sociedad en España, dado que podría esconder una cáscara en una guarida fiscal.

[27] Aunque también debe mencionarse que el grupo de control cuenta con la participación de los empleados tanto en forma directa, así como a través Previdência Usiminas. Sin embargo, dicha participación es minoritaria y únicamente alcanza el 4,84%.

[28] El grupo Nippon posee el 31,45% del control accionario, al cual habría que sumarle otros 0,95% que se encuentran por fuera de las acciones en el acuerdo de accionistas que no forman parte del grupo de control.

[29] Con anterioridad a dicho año, el grupo de control se encontraba concentrado por Nippon Steel. Mientras el grupo económico local, Camargo Corrêa, detentaba el 8,7% del paquete accionario.

[30] Ternium debió financiar la compra con un préstamo sindicado de US$ 700 millones.

cia las estructuras controlantes, gran parte de los mismos fueron dirigidos hacia guaridas fiscales. Esto nos remite, en primer lugar, estudiar el comportamiento de las empresas en momentos de auge del excedente. La etapa estudiada posee una elevada riqueza en la comprensión en torno al grado de contribución al desarrollo económico de los países periféricos en momentos de auge en los niveles de generación de excedentes. Aunque el correlato de dicho incremento estuvo dado por la fuga de capitales. Este juego entre el excedente y la fuga se visualizó a través del nivel de rentabilidad (véase Figura 6.9). En empresas como AmBev, Bayer, DuPont, Whirlpool y Souza Cruz, el ratio se incrementó a lo largo del tiempo, acto seguido el monto de fuga de capitales también lo hizo. Particularmente Usiminas detentó un elevado ratio hasta el momento de iniciar su ciclo de endeudamiento, que al final de cuentas, terminó financiando algunos años de fuga de capitales. Cabe destacar, la firma fugó capitales a través de giros de dividendos al presentar una elevada rentabilidad. En cambio, cuando la misma decayó, lo propio ocurrió con los dividendos girados.

Las particularidades de la fuga de capital en cada empresa, y en cada momento de la etapa analizada, comprendió un elemento central sobre el tipo de estrategia de acumulación. Entendiendo a la fuga de capitales como el fin último de las empresas y el resultado de la estrategia de acumulación. Así como la financiación o auto-financiación resultaría en la punta de lanza -en conjunto a la composición de los activos- sobre la estrategia de acumulación, la fuga de capitales comprendería el principal objetivo de las filiales.

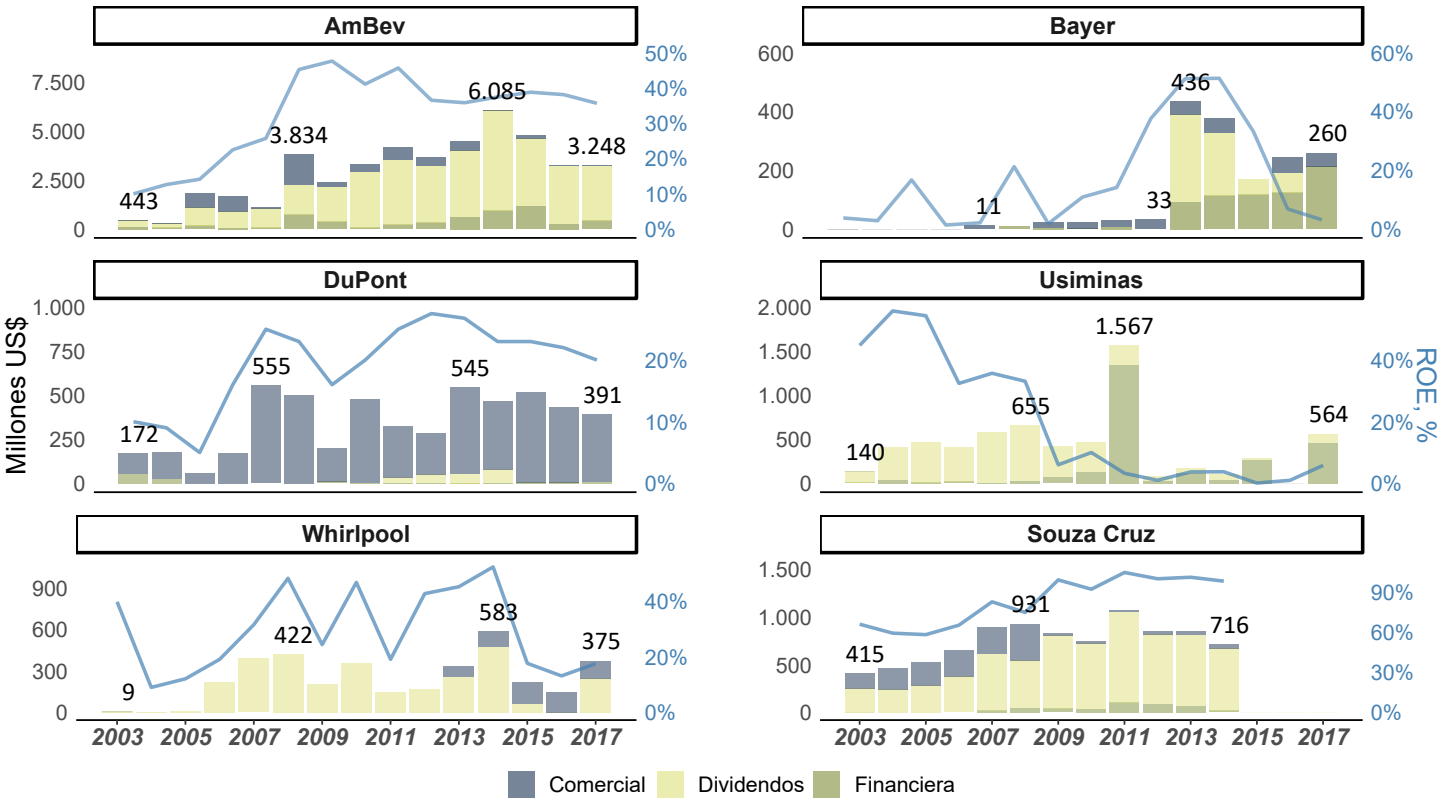
En primer lugar, AmBev articuló mecanismos de giros de utilidades a sus controlantes en dominios extraterritoriales (véase Figura 6.9). Estos giros fueron crecientes al tiempo que el excedente se incrementó. En este sentido, AmBev mencionó que: “Nuestros estatutos establecen un dividendo mínimo obligatorio del 40% de nuestro ingreso anual neto ajustado” (AmBev, 2017, pág. 100). Al accionista se le dispensó la promesa de recibir una renta financiera en relación a una proporción del excedente. Por otro lado, la fuga de capitales se nutrió de otros componentes en períodos particulares, este fue el caso de los años 2005-2008 y 2014-2015. La fuga de capitales en el año 2008 se incrementó dado que el excedente también lo hizo. Esta asumió, en partes semejantes, la forma de compras de bienes a empresas en guaridas fiscales, dividendos en concepto de renta de la propiedad, y aspectos financieros en concepto de intereses perdidos. Respecto a las compras a sociedades en guaridas fiscales, se destacaron transacciones con cáscaras como Monthiers S.A. (Uruguay), Dunvegan (Panamá), Fratelli Vita Limited (Islas Caimán), Ambrew (Luxemburgo), etc. En tanto, el pago de intereses se sostuvo fruto a la toma de deudas con sociedades tales como Ambrew (Luxemburgo), Taurus Investments (Islas Caimán), Fratelli Vita Limited (Islas Caimán), Monthiers S.A. (Uruguay), Linthal S.A. (Uruguay), Jalua Spain S.L. (España), Aspen Equities Corporation (Bahamas), Dunvegan (Panamá), etc. En el año 2008, las compras provinieron de Ambrew (Luxemburgo), mientras que los intereses perdidos lo hicieron hacia Fratelli Vita Limited (Islas Caimán),

AmBev International Finance Co. Ltd. (Islas Caimán), Monthiers S.A. (Uruguay), y Taurus Investments (Islas Caimán). Estamos hablando que en años específicos en los cuales la multinacional decidió dinamizar la fuga de capitales, esta debió diversificarla. Por otra parte, la fuga de capitales asumió su máximo histórico en los años 2014-2015, momento de mucha tensión política[31]. En estos años, el componente de fuga por intereses perdidos aumentó considerablemente, los cuales se dirigieron tanto a Dunvegan (Panamá), como a Monthiers S.A. (Uruguay). En los años 2017 y 2016, la rentabilidad cayó levemente, así como la fuga de capitales en concepto de distribución de dividendos.

Como habíamos anticipado, Bayer comenzó tardíamente en activar su estrategia de acumulación. En este caso podemos ver que la fuga de capitales se realizó a través de compras a sociedades en guaridas fiscales hasta el año 2012, para luego diversificarse en intereses perdidos y giros de utilidades (véase Figura 6.9). La fuga de capitales creció exponencialmente al momento de incrementarse el excedente -reflejado en el ratio del ROE- durante los años 2012-2015. Más precisamente en el año 2013, la fuga aumentó a su mayor nivel por unos US$ 436 millones. Parte de los dividendos girados en dicho año correspondieron a una reducción de capital por US$ 216 millones más unos US$ 80 millones por dividendos. En el año 2014, remitió dividendos por US$ 211 millones. Esto en parte confirmó la particular situación política del año 2014, ya que las multinacionales previeron un cambio de tendencia en el escenario político y económico de Brasil. En el año 2013, el aumento del endeudamiento fue la contracara de gran parte de la fuga de capitales, el cual permitió destinar dichos fondos con el fin de capturar rentas y obtener mayores excedentes. El endeudamiento fue destinado al aumento de la inversión financiera a través de préstamos a clientes. A su vez, dicho endeudamiento provino de sociedades relacionadas en el exterior, por lo tanto, significó salidas por intereses perdidos. Dado que el endeudamiento fue creciente, los intereses también se constituyeron en una carga cada vez más pesada. En este sentido, el sobre-endeudamiento de la filial Bayer en Brasil, como la caída de actividad en los años 2016-2017, provocaron que el excedente de la empresa decaiga. Sin embargo, en el año 2017, los intereses perdidos fueron dirigidos a una filial de Bayer en Países Bajos por US$ 120 millones y por 67 millones a la casa matriz en Alemania. Nuevamente cabe resaltar que los intereses perdidos se expresaron en la captura de rentas financieras sobre los intereses ganados por los préstamos a los

[31] "Además, Brasil enfrentó una serie de dificultades económicas y políticas en 2015. Estas adversidades incluyeron el aumento de las tasas de desempleo, la disminución de la confianza de los consumidores y las empresas, la disminución de la producción industrial, un déficit en las cuentas primarias de Brasil, la reducción del producto interno bruto, el aumento de la inflación por encima de los límites máximos recientemente observados, aumentando las incertidumbres con respecto a las decisiones del Congreso y la significativa devaluación de lo real. Además, la crisis política en los últimos meses podría empeorar las condiciones económicas en Brasil, lo que podría afectar adversamente nuestros resultados de operación y condición financiera. Todos estos factores contribuyeron a la pérdida de la calificación de grado de inversión de Brasil y una recesión económica. También es difícil evaluar el impacto que el escenario político brasileño tendrá en la economía brasileña, y como resultado de nuestras operaciones futuras y resultados financieros" (AmBev, 2015, pág. 8).

Figura 6.9: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Brasil: fuga de capitales por componentes en millones de US$ (eje principal, gráfico de barra); y rentabilidad ROE (eje secundario, gráfico de línea) en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

clientes. Por otra parte, la sociedad realizó compras a sociedades en guaridas fiscales a lo largo del período analizado. Se trató de compras a Bayer Consumer Care (Suiza) por valores cercanos a los US$ 50 millones[32].

En el caso de DuPont, la estrategia de acumulación comprendió la salida de rentas hacia partes relacionadas con las cuales la sociedad articuló un extenso mecanismo de comercio intra-firma (véase Figura 6.9). Estas compras se tornaron crecientes en la medida en que el excedente se vio incrementado. La fuga de capitales en la firma detentó un claro componente comercial dado que proliferaron compras a sociedades en guaridas fiscales. Entre las sociedades vendedoras a la filial en Brasil, se destacaron E.I. DuPont de Nemours (Delaware), DuPont International Operations Sarl (Suiza), DuPont de Nemours B.V. (Países Bajos), DuPont Agricultural Caribe Industries (Islas Bermudas), DuPont de Nemours SARL (Luxemburgo), DuPont Company Pte. Ltd. (Singapur)[33]. Además, DuPont realizó algunas ventas en las cuales no reflejó el verdadero valor de las mismas. Es

[32] Cabe resaltar que Bayer Consumer Care no se trata de una cáscara y brinda productos y servicios vinculados al cuidado de la salud. Se incluyó a la misma dado que puede resultar en un posible giro de rentas hacia dicho destino.

[33] Cabe destacar que algunas de las firmas mencionadas no se tratan de cáscaras propiamente dichas. Sin embargo, su radicación no es casualidad, dado que dicha lista menciona a todas las firmas con las cuales DuPont en Brasil realiza transacciones de compras.

por ello que se computaron como precio de transferencia sobre transacciones de ventas. Es decir, en el propio balance, DuPont listó ventas con partes relacionadas e inmediatamente declaró el costo de producción de los bienes vendidos. En algunos casos se produjeron diferencias cuando el costo de producción resultó ser sumamente mayor al valor vendido. Por ejemplo, en el año 2008, DuPont en Brasil vendió bienes y servicios a E.I. DuPont de Nemours (Delaware) por US$ 19 millones cuando estos costaron US$ 181 millones. Estas diferencias en dichos años no fueron casuales y respondieron a la necesidad que tuvo la casa matriz en proveerse de liquidez[34]. Por otra parte, recibió financiamiento de partes relacionadas en años puntuales (años 2007-2008), financiamiento que se destinó a la fuga de capitales por las compras realizadas y los costos de los precios de transferencia. Los giros de dividendos se concentraron en los años 2011-2014. En dicho período el excedente aumentó por lo que la empresa decidió fugarlos. Esto confirma la regla, en momentos de aumentos abruptos del excedente, las multinacionales solieron diversificar los mecanismos de la fuga de capitales. Al igual que las anteriores sociedades, DuPont vio menguar su excedente en los últimos años del período analizado, y por ende, la fuga de capitales decreció.

En el caso de Usiminas, tanto el excedente como la fuga se mantuvieron en niveles elevados durante los primeros años analizados (véase Figura 6.9). El período de endeudamiento se inició a partir del año 2008 y abrió un nuevo capítulo en el proceso de fuga de la compañía. El excedente decayó fruto de la sobre-acumulación de la firma y el sobre-endeudamiento[35]. Para el año 2012, la misma dejó de remitir dividendos a sus accionistas dado que el excedente se redujo. En los años siguientes la distribución de dividendos fue relativamente escasa dado que el excedente no se recuperó. A pesar de esto, la sociedad fugó capitales bajo el concepto de formación de activos en el exterior. La fuga fue particularmente alta en el año 2011, explicada por la formación de activos en el exterior. El balance de Usiminas mencionó la adquisición de activos financieros en el exterior. Cabe destacar que en dicho período, la firma se encontró en un ciclo de endeudamiento, ergo, la formación de activos en el exterior fue financiada de dicha forma. En el año 2017, la firma realizó actividades de formación de activos en el extranjero por medio de una sociedad radicada en las Islas Caimán[36]. Por otra parte, los pagos por intereses perdidos fueron

[34] Aunque la casa matriz declara: "A pesar de la recesión económica mundial y las condiciones adversas en los mercados de capital globales, la gerencia cree que la capacidad de la compañía para generar efectivo de las operaciones, junto con las iniciativas de reducción de costos y el acceso a los mercados de capital, será adecuada para cumplir con los requisitos de efectivo anticipados para financiar capital de trabajo, gastos, pagos de dividendos, vencimientos de deuda y otras necesidades de efectivo" (DuPont, Casa Matriz, 2008, pág.35). A su vez advierte la necesidad de liquidez y su usos: "La compañía busca mantener un balance sólido y, devolver el exceso de efectivo a los accionistas, a menos que la oportunidad de invertir para crecer sea convincente"(DuPont, Casa Matriz, 2008, pág.35).

[35] "El escenario de la siderurgia mundial siguió siendo negativo. La situación de relativa sobreoferta de aceros persiste y las estimaciones más recientes de la Organización para la cooperación económica y el desarrollo - la OCDE indica cerca de 540 millones de toneladas en capacidad excedente de la producción mundial de acero" (Usiminas, 2012, pág. 4).

[36] Se trata de Usiminas Commercial (Islas Caimán), la cual realizó un deposito para pagar Eurobonos.

la tercera forma que adquirió la fuga de capitales en la firma. Dichos fondos estuvieron vinculados al proceso de endeudamiento y al pago a partes relacionadas por las obligaciones financieras. Estos intereses fueron a parar a sociedades controladas radicadas en la Isla Caimán (Usiminas Commercial y Cosipa Commercial). De esta forma, mientras en el período previo al ciclo de endeudamiento, la fuga de capitales asumió la forma de dividendos distribuidos por el abultado excedente manejado por la firma, luego del mismo, la fuga de capitales se reflejó en componentes financieros, ya sea en formación de activos externos o en pago de intereses perdidos a sociedades en guaridas fiscales.

La fuga de capitales de Whirlpool asumió la forma de distribución de dividendos. Esta fuga resultó en un reflejo de la evolución del excedente representado por su rentabilidad (véase Figura 6.9). Como se mencionó anteriormente, dichos fondos fueron captados por estructuras en guaridas fiscales que detentaron el control del conglomerado. Al igual que otras firmas, la compañía obtuvo mayores ratios de rentabilidad en los año 2008 y 2014, como consecuencia, se lograron concretar los mayores niveles de fuga. En el año 2008, la fuga de capitales fue explicada por la necesidad de financiamiento de la casa matriz en un contexto de crisis internacional [37]. Aún así, la firma obtuvo un excedente considerable para dicho año, en parte explicado por políticas implementada por el Estado nacional en torno a reducir los impuestos en los bienes en línea blanca con el fin de aumentar la demanda (Milaneze & Rachid 2016). La fuga de capitales del año 2014 fue explicada por el desempeño de la crisis política nacional dado que las empresas decidieron dejar de invertir en activos productivos y financieros para volcarlos hacia el exterior [38]. Por otra parte, durante los últimos años analizados aumentó la fuga por compras a empresas en guaridas fiscales (más precisamente de Embraco Luxemburgo). Dicho fenómeno se produjo en un momento de caída del excedente durante los años 2015-2017.

Por último, Souza Cruz aumentó la fuga de capitales a razón del incremento del excedente (véase Figura 6.9). La fuga de capitales tuvo como principal componente la distribución de dividendos. El grado de monopolio en el sector se pudo cotejar debido al excedente obtenido y dirigido al exterior. La propia empresa mencionó la importancia de la fuga de capitales en el excedente: “La remuneración total los accionistas por cuenta de los beneficios obtenidos en el ejercicio de 2014 totalizó el 97,2% del beneficio neto consolidado del ejercicio de 2014.” (Souza Cruz, 2014, pág. 1). A su vez, las compras fueron una

[37] “La actual crisis financiera mundial ha endurecido los mercados de crédito y reducido los niveles de liquidez. Una menor disponibilidad de crédito puede aumentar los costos de endeudamiento. Algunos de nuestros proveedores están experimentando serios problemas financieros debido a la reducción del acceso al crédito y menores ingresos” (Whirlpool, Casa Matríz, 2008, pág. 6).

[38] “El año 2014 fue marcado por la alta volatilidad económica y política a raíz de varios acontecimientos, entre ellos, la Copa del Mundo y las elecciones, lo que alteró la estacionalidad del mercado de línea blanca. La previsión de crecimiento económico para el año es irrisoria, con constantes revisiones bajistas a lo largo del año. El ambiente fue poco favorable a la expansión más expresiva del consumo, ante la desaceleración en la masa real de ingresos, inflación elevada, mercado de crédito débil y confianza del consumidor a nivel históricamente bajo. Ante la alta inflacionaria, el Banco Central elevó la tasa Selic en un 1,25% a lo largo del año, cerrando en el 11,75%” (Whirlpool, 2014, pág. 3).

importante cadena de tracción en el período 2003-2008. Nuevamente destacamos la diversificación del la fuga en los años en los cuales el excedente se incrementó. Dichas compras fueron realizadas a la controlante de Souza Cruz. A su vez se destacaron compras en el período 2014-2012 a la última controlante en Reino Unido (tales como servicios pagados por trabajos de informática). Por otra parte, en el período 2007-2014 se concretaron pagos de intereses. Como se puede ver en la Figura 6.9, la firma se endeudó fuertemente en los años 2007-2008 y 2011 con partes relacionadas en el exterior. Dicho financiamiento se destinó a la prefinanciación de exportaciones. Estos pasivos provinieron de Yolanda Netherlands B.V. (Países Bajos), controlante de la sociedad. Ergo, la sociedad controlante centralizó todos los componentes de fuga de capitales, así como las rentas oligopólicas y financieras de la compañía.

6.3.3 Inversión financiera

La inversión financiera en sus distintos componentes resultó elevada en las empresas seleccionadas. Esta parte del destino del excedente fue notablemente dinámica en ciertos períodos de acumulación. La inversión financiera estuvo vinculada a la búsqueda de una rentabilidad en el corto plazo. Más aún, cuando entendemos que la fuga de capitales requirió de elevados niveles de liquidez para ser ejecutada. Aún así cabe destacar que el excedente capturado fue considerable, el cual se diversificó en el mantenimiento de una elevada liquidez. La jerarquía que obtuvo cada componente en el excedente fue sumamente valiosa para entender la estrategia de acumulación.

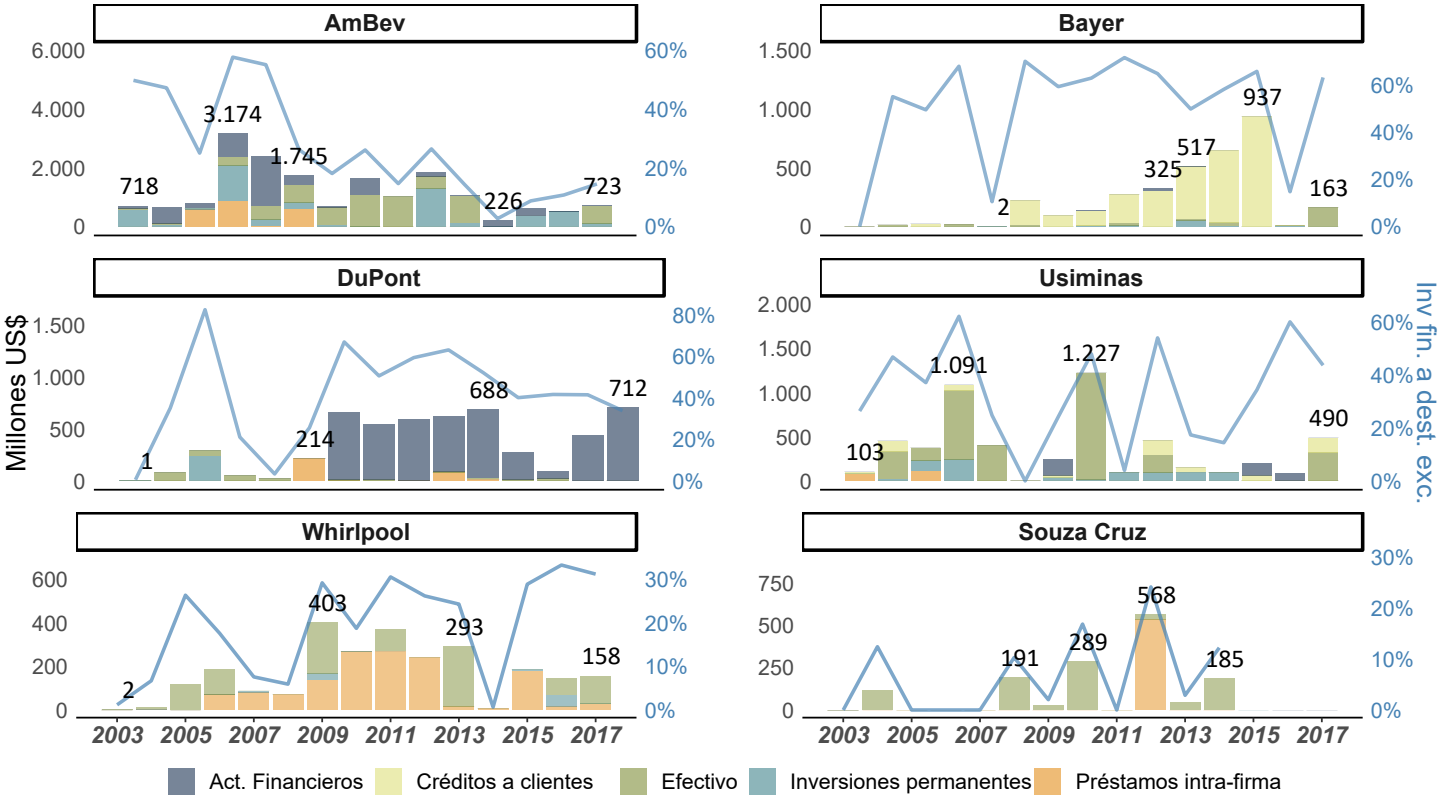
Empezando por AmBev, la inversión financiera de la empresa resultó ser sumamente dinámica en los primeros años estudiados (véase Figura 6.10). Como habíamos visto, la liquidez hasta los años 2007-2008 fue financiada a través de endeudamiento. En la Figura 6.10 podemos ver el monto en dólares de cada componente de la inversión financiera, y en el gráfico de línea, la proporción de la totalidad de la misma en el destino del excedente[39]. Durante el período 2003-2007, AmBev adquirió activos financieros. Estos estuvieron explicados, en parte, por las adquisiciones de acciones propias (con el fin de repuntar el precio de la acción de AmBev en el mercado de valores). La intensión detrás de dicha transacción se debió a la defensa del precio de la misma en momentos de menor dinamismo. La compañía volvió a intervenir en el mercado en los años 2014-2015. Por otra parte, la firma en su afán por conquistar el mercado a través de la centralización del capital, destinó gran parte de su excedente a las inversiones permanentes. La firma comenzó su internacionalización y la compra de cervecerías en otros países distintos a Brasil[40]. La

[39] Es decir,

$$\text{Inversión financiera sobre destino del excedente} = \frac{\text{Inversión financiera}_t}{(\text{fuga de capitales}+\text{inversión productiva}+\text{Inversión financiera})_t}$$

[40] En el año 2003 adquirió la cervecería Quilmes (Argentina), Embotelladora Rivera (Argentina),

Figura 6.10: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Brasil: Inversión financiera por componentes en millones US$ (eje principal, gráfico de barra); e inversión financiera sobre los distintos destinos del excedente (eje secundario, gráfico de línea) en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.
Nota: El destino del excedente comprende la suma de la fuga de capitales, la inversión financiera y la inversión productiva.

demanda de efectivo fue constante para AmBev, lo cual habla del manejo del excedente en su forma más liquida. Esta estuvo financiada por endeudamiento en un primer período. Por último, AmBev otorgó préstamos a partes relacionadas en el período 2006-2009. Desde ya estos préstamos fueron explicados por el momento de mayor fragilidad financiera de los países centrales. Estos tuvieron como destino a Monthiers S.A. (Uruguay), Aspen Equities Corporation (Bahamas), Dunvegan (Panamá), Jalua Spain S.L. (España), Fratelli Vita (Islas Caimán). Finalmente, en el período 2014-2017, la inversión financiera de AmBev

Cervecería Suramericana (Ecuador). Cabe destacar que el control de estas inversiones lo suele detentar a través de cáscaras de tipo *holding* en guaridas fiscales. Es así que Dunvegan S.A. (Panamá), detentó un tercio de la participación de Quilmes. Para el año 2017, las acciones de Quilmes se encontraban en manos de Latin America South Investment, S.L. (España), sociedad tipo *holding* controlada por AmBev. En el año 2004, tras la fusión con InBev, AmBev absorbió a Labatt Breweries (Canadá), en 2007 adquiere a Cervejarias Cintra Indústria e Comércio Ltda. (Brasil), en 2012 a Careceria Nacional Dominicana S.A. (República Dominicana), en 2015 a Mill Street Brewery (Canadá) y Wäls Brewery (Brasil), Beertech Bebidas e Comestíveis Ltda. (Brasil), Banks Holdings Company (Barbados), mientras en el año 2016 adquirió a Mark Anthony (Canadá), Archibald Microbrasserie (Canadá), Cachoeiras de Macacu Bebidas Ltda (Brasil).

fue especialmente baja. El excedente decayó, y como consecuencia, la firma priorizó la fuga de capitales.

La empresa Bayer destinó fondos al otorgamiento de préstamos a clientes (véase Figura 6.10). Dichos préstamos fueron abultados en términos absolutos a partir del 2008, pero crecieron con fuerza a partir del año 2013, momento de mayor endeudamiento de la firma. La ganancia financiera de dichos préstamos a los clientes evolucionó de acuerdo a la tasa de referencia del mercado[41]. Es decir, la firma obtuvo tasas reales positiva en base a la evolución de la tasa de interés del mercado. Esto le proporcionó ganancias en el corto plazo suficientemente altas para abonar los intereses por los préstamos intra-firma. O mejor dicho, las ganancias financieras obtenidas por Bayer en Brasil por los préstamos a clientes fueron capturadas por sociedades relacionadas en el exterior ya que estas habían financiado dicho destino. En los años 2016-2017, los movimientos de préstamos a clientes no resultaron ser visibles en el balance dado que estos cayeron. Por el cuadro político y económico general de Brasil en los años 2016-2017, el riesgo de morosidad subió, por lo tanto, la firma decidió no renovar el financiamiento a los clientes. Sin embargo, la sociedad se siguió financiando con firmas relacionadas en el exterior. Esto quiere decir que la burbuja financiera creada por Bayer se rompió, y los financiamientos intra-firma en los años 2016-2017 buscaron otorgar liquidez a la misma dado los abultados pagos por intereses y capital.

DuPont destinó fondos a la incorporación de Pioneer en Brasil durante el año 2005 (véase Figura 6.10). Además, la firma otorgó préstamos en el año 2008 a su casa matriz por la falta de financiamiento internacional. A partir del año 2009, los balances destacaron un salto en la adquisición de activos financieros. Al punto que la inversión financiera retomó un nuevo ciclo a partir de dicho año. Estos activos financieros fueron financiados en el corto plazo por los propios rescates de las inversiones. Cabe destacar que en los años 2008-2010, la firma recibió financiamientos que se destinaron a la fuga y a la inversiones financieras. En el período 2014-2016, la inversión financiera decayó por problemas de liquidez dado que el excedente también lo hizo. Sin embargo, la importancia de la inversión financiera se mantuvo como proporción del destino del excedente. Aunque nuevamente en este período, la empresa priorizó la fuga de capitales y relegó parte de la inversión financiera, y en gran medida, a la inversión productiva.

En el caso de Usiminas, la inversión financiera estuvo traccionada por el endeudamiento de la firma. Particularmente en el período 2004-2007, la demanda de efectivo fue elevada. Parte de la misma fue explicada por un leve endeudamiento y por un elevado excedente que le permitió acumular liquidez. Este fenómeno se pudo reflejar en la Figura 6.7. El

[41] "Las cuentas por cobrar son descontadas por los intereses mediante la valoración del valor presente, calculado sobre la base de una tasa de referencia de intereses, que sigue la tendencia del indicador SELIC, y que se aproxima de forma realista a las diversas tasas de las ventas a plazo aplicadas cada una de las divisiones de la Compañía. Esta tasa al 31 de diciembre de 2016 correspondía a aproximadamente el 13,65% a.a. (31 de diciembre de 2015 - 14,25% a.a)" (Bayer S.A., 2016, pág. 2).

efectivo en caja acumuló un 20% de los activos en el año 2007. En tanto, en el período 2008-2012 la inversión financiera resultó ser elevada a pesar de haber ingresado en un ciclo de endeudamiento para incrementar las capacidades productivas. En este último período la demanda de efectivo estuvo traccionada por elevadas tasas de endeudamiento. Esto nos habla de la estrechez entre la inversión financiera, la fuga de capitales y los ciclos de inversión productiva. Entre las inversiones permanentes se destacaron la adquisición de la siderurgia Cosipa en el año 2005, así como la internacionalización de la firma a través de Usiminas Europa (Dinamarca) como vehículo para la compra de participaciones en otras siderurgias de la región europea[42]. Finalmente, entre los préstamos otorgados durante los años 2003 y 2005, se destacaron montos menores dirigidos a una firma controlada, denominada Usiminas International (Luxemburgo).

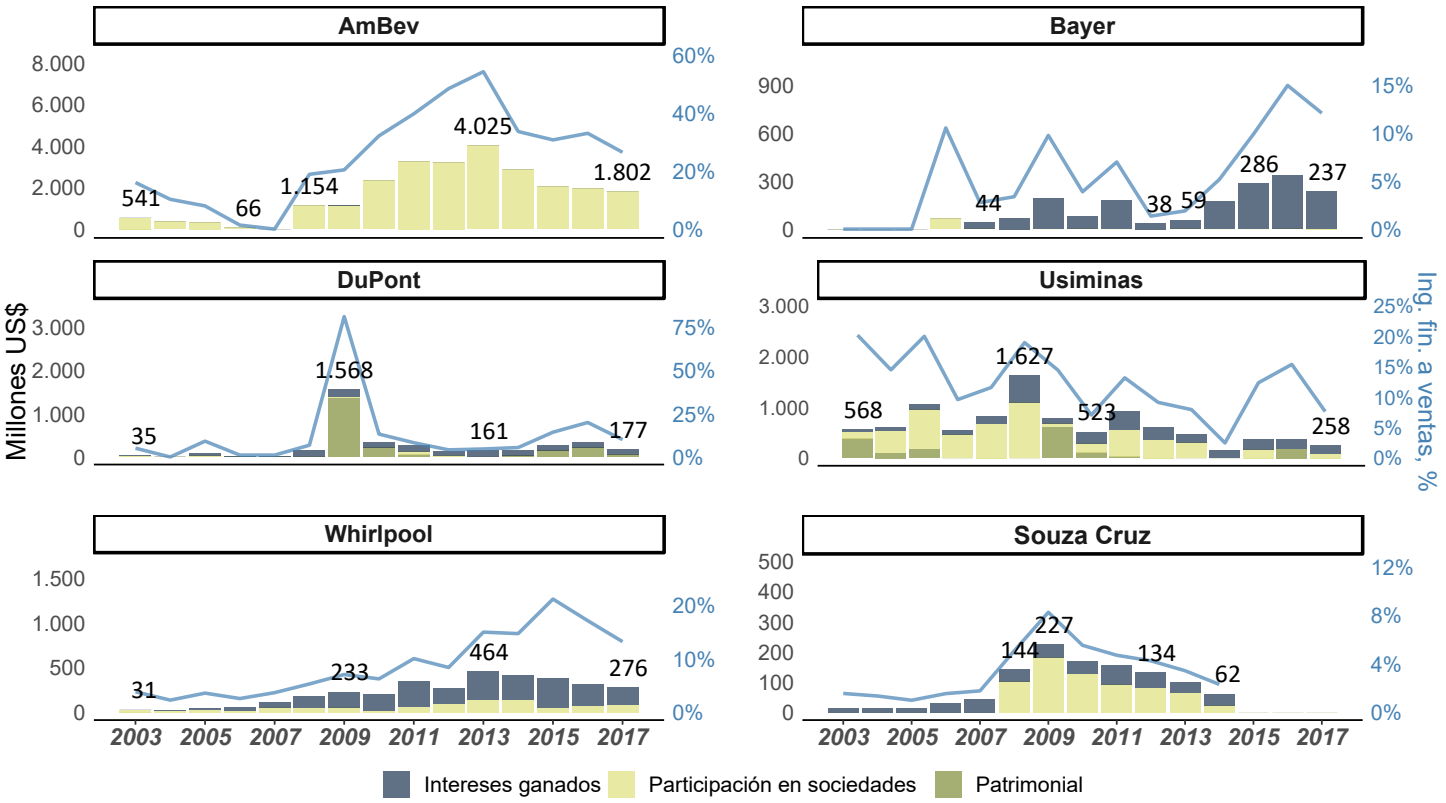
En el caso de Whirlpool, los préstamos intra-firma resultaron sumamente notorios, más precisamente en el período 2006-2012 (véase Figura 6.10). La filial en Brasil fue utilizada como oferente de liquidez a diversas filiales del mismo conglomerado en distintas partes del planeta. Las filiales a las cuales Whirlpool les otorgó financiamiento detentaban actividades productivas, entre las que se destacaron: Whirlpool Canada Holding Company (Canadá), Whirlpool China Investment Co. Ltd. (China), Embarco (Luxemburgo), Whirlpool Corporation (Casa Matriz, EEUU), Embraco Slovakia s.r.o. (Eslovaquia), etc. Whirlpool jugó un papel como financista de la propia multinacional, al destinar su excedente para financiar el desarrollo productivo de otras filiales. Estos préstamos pueden ser observados en la Figura 6.7, dado que las cuentas a cobrar aumentaron su peso en la composición del activo. Por otra parte, se destacaron la demanda de efectivo en diversos años. Dicha liquidez fue acumulada con el fin de ser destinada al financiamiento productivo de partes relacionadas en el exterior. Es visible que los años con mayores montos de demanda de efectivo fueron seguidos de préstamos intra-firma.

Por último, Souza Cruz realizó inversiones financieras en años puntuales vinculados a la demanda de efectivo (véase Figura 6.10). Esto se vio reflejado en la composición del activo en la Figura 6.7, la cual llevó a las partidas de caja a un 23% del total de los activos. Estas inversiones fueron auto-financiadas por el propio excedente generado por la firma y nos habla del volumen del mismo. Para el año 2012, la sociedad realizó un préstamo dirigido a partes relacionadas destinado a la controlada Yolanda Participações S.A. (Brasil).

Los ingresos financieros obtenidos fueron un reflejo de la inversión financiera y de su mantenimiento en la composición de los activos (véase Figura 6.11). En el caso de AmBev, los principales ingresos financieros provinieron de sus inversiones permanentes en empresas controladas, es decir, a través de la participación en los resultados de las controladas, entendiéndolos como ganancias por detentar posiciones accionarias en otras empresas. Gran parte de los dividendos recibidos fueron girados en concepto de fuga. Para

[42] Esto se ve reflejado en los aumentos de capital de Usiminas Europa a lo largo del período analizado

Figura 6.11: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Brasil: ingresos financieros por componentes en millones de US$ (eje principal, gráfico de barra); y su relación a las ventas (eje secundario, gráfico de línea) en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

la firma, las inversiones permanentes resultaron en una fuente de rentas financieras en el corto plazo que permitieron brindar la suficiente liquidez para ser fugadas al exterior. AmBev centralizó los dividendos girados y las ganancias en las sociedades controladas, para luego ser remitidas en concepto de fuga. Estos ingresos financieros representaron cerca del 60% de las ventas de la firma en ciertos años.

Al igual que AmBev, Usiminas articuló rentas financieras provenientes de las inversiones permanentes (véase Figura 6.11). Estos ingresos financieros representaron en torno al 20% de la facturación en el período 2003-2008, momento en el cual la firma remitió mayores dividendos a sus controlantes. En el período siguiente, la firma logró sostener la inversión financiera a pesar que el plan de incremento de las capacidades productivas se encontraba en marcha. Sin embargo, tras la venta de inversiones permanentes anteriormente mencionadas, las rentas financieras cayeron a menos del 10% de la facturación para el año 2014. En línea con Usiminas, las rentas financieras de Souza Cruz estuvieron relacionadas con las inversiones permanentes, las cuales brindaron liquidez para la fuga. En los años 2011-2013, la firma recibió dividendos de sus controladas, posteriormente fugadas al exterior.

En el caso de Bayer, la búsqueda de rentas financieras provino de los propios préstamos

a clientes por el cobro de intereses ganados (véase Figura 6.11). De esta forma, mientras la inversión financiera de la sociedad -integrada por préstamos a los clientes- fue financiada por los préstamos intra-firma, los ingresos financieros que arrojó dicha inversión fueron utilizados para abonar los intereses perdidos de los empréstitos provenientes de partes relacionadas en el exterior. La inversión financiera comprendió un ariete para captar rentas financieras que luego resultaron ser fugadas. En el caso de Whirlpool, las rentas financieras se vincularon con los préstamos intra-firma otorgados a firmas relacionadas. Estos ingresos por intereses ganados crecieron a lo largo de los años, y con más fuerza, en el período 2006-2012. Para el año 2015, estas rentas financieras representaron el 20% de la facturación.

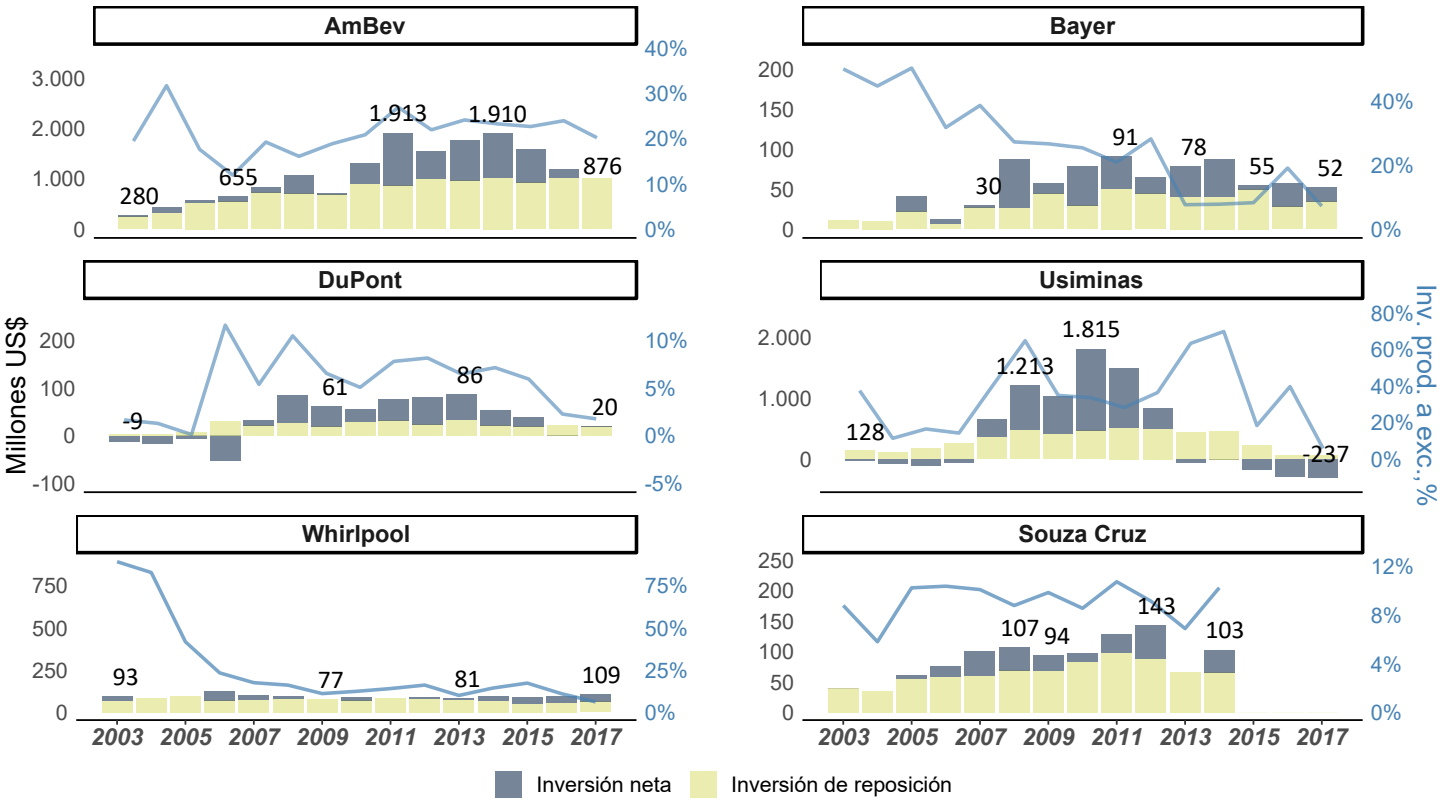
En el caso de DuPont, la inversión financiera habilitó rentas financieras a través de ganancias patrimoniales que devengaron los propios activos financieros (véase Figura 6.11). En este caso la relación entre fuga de capitales e inversión financiera no fue directa. La firma escogió como forma de inversión financiera a la adquisición de activos financieros, mientras la fuga se centró en aspectos comerciales (principalmente en compras a partes relacionadas en guaridas fiscales). Las rentas financieras capturadas crecieron con la inversión financiera en el año 2008-2009. Particularmente en el año 2009, la firma supo capturar rentas excepcionales que alcanzaron cerca del 75% de la facturación. Luego de dicho año, las rentas financieras se mantuvieron elevadas en comparación a otrora, pero en niveles menores a las del 2009. Para los años 2015-2016, momento en el cual se incrementó la tasa de interés, las rentas financieras también lo hicieron.

6.3.4 Inversión productiva

La inversión productiva se presentó relegada en las empresa bajo estudio (véase Figura 6.12). Estas alcanzaron entre un 10% a un 20% del destino del excedente, dependiendo a la empresa que se trate (a excepción de Usiminas). La importancia en el incremento de las capacidades productivas pasó a un segundo plano, dado que las estrategias de acumulación priorizaron la fuga de capitales y la inversión financiera. Aunque dado el incremento del excedente, en todas las sociedades estudiadas, la inversión productiva creció en términos absolutos en el período bajo estudio. El incremento del excedente demostró que la inversión productiva reaccionó y acompañó dicho proceso. Sin embargo, la discusión radica en la importancia relativa de dicho incremento, y en el desvío del excedente hacia otros fines. A su vez, en caso que la inversión productiva asumiera un peso relativo en el destino del excedente, debiéramos discutir su incidencia en el propio esquema de financiación al rededor de dicho comportamiento.

Si bien la inversión productiva de AmBev creció a lo largo del período 2003-2007, esta fue únicamente de reposición (véase Figura 6.12). En el período 2008-2015, se observó cierta importancia de la inversión neta o nueva. Aunque en dichos años, el destino relativo

Figura 6.12: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Brasil: inversión bruta fija y sus componentes en millones US$ (eje principal, gráfico de barra); y como relación del destino del excedente (eje secundario, gráfico de línea) en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.
Nota: El destino del excedente comprende la suma de la fuga de capitales, la inversión financiera y la inversión productiva.

del excedente se mantuvo constante en torno al 20%[43]. Especialmente en los años 2016-2017, la actividad económica cayó, y en consecuencia, la inversión neta se derrumbó. La situación política y económica se vio reflejada en los propios balances contables: "La reciente inestabilidad e incertidumbre en el escenario económico y político de Brasil puede afectar adversamente la demanda de nuestros productos, lo que a su vez puede impactar negativamente nuestras operaciones y resultados financieros" (AmBev, 2017, pág. 1)[44] . A pesar de la caída de la inversión productiva durante los años mencionados, el peso de la misma no se vio reducida. Únicamente en el año 2017, el peso relativo de la inversión productiva decayó, en consecuencia, la firma priorizó la fuga de capitales.

En el caso de Bayer, la inversión productiva aumentó hasta el año 2008 y se mantuvo

[43] "Las principales adquisiciones en el período refieren sustancialmente a la modernización, remodelación, y extensión de las líneas de producción con el fin de incrementar la capacidad productiva, así como la construcción de nuevas plantas. La principal planta en construcción está ubicada en el Estado de Pernambuco" (AmBev, 2011, pág. 44).

[44] "El presidente Temer y su gobierno han estado implicados en varias investigaciones de corrupción en curso y, no podemos predecir cómo estas acusaciones, o cualquier otra denuncia adicional que pueda surgir, afectará el apoyo popular del gobierno, su programa de reforma propuesto, la economía de Brasil, su política y la estabilidad social". (AmBev, 2017, pág. 1) .

constante. En tanto, el peso de la inversión productiva decayó a lo largo de toda la serie, lo cual respondió a la estrategia de acumulación, relegando a la misma y otorgando prioridad a la inversión financiera y a la fuga de capitales. Durante los años 2015-2017, la inversión productiva se redujo por el ciclo recesivo. En la multinacional DuPont ocurrió algo parecido. En el período 2003-2006, la inversión productiva fue muy baja dado que la empresa destinó gran parte de su excedente y financiamiento a la centralización del capital. A partir del año 2007 la inversión productiva se recuperó y alcanzó su mayor nivel en términos absolutos. Hasta los años 2013-2014, esta se mantuvo estable, sin embargo, en términos relativos, fue muy baja. En el período 2008-2013, la inversión productiva incrementó las capacidades productivas por su carácter de inversión nueva. A partir del año 2014, debido a la recesión, la inversión cayó, al igual que el peso relativo de la inversión productiva. Es decir, la empresa decidió sacrificar el reducido peso que poseía la misma para darle espacio a la inversión financiera y a la fuga de capitales.

Usiminas llevó a cabo un marcado ciclo de inversión productiva. En el período 2003-2007, la inversión fue baja tanto en términos absolutos como relativos, destacándose únicamente su carácter de reposición. En el período 2008-2012, la empresa llevó adelante un proceso de modernización y ampliación de las capacidades productivas. Por último, en el período 2013-2017, se destacó una reversión en la inversión, con años de inversión negativa para los años 2016-2017 (dado que la misma no alcanzó a cubrir la depreciación del capital). Durante el primer período, la empresa destacó la necesidad de llevar a cabo inversiones que amplíen su capacidad productiva dado que le era imposible cubrir la demanda en expansión[45]. Durante el segundo período la inversión productiva creció en términos absolutos y relativos. En los años 2009-2011, el monto de inversión llegó a su máximo histórico, sin embargo, en términos relativos la inversión productiva decayó fuertemente dado que durante dichos años, la firma incrementó rápidamente la inversión financiera y la fuga de capitales. En el período siguiente se llegó a un punto de sobre-acumulación y sobre-producción. La empresa comenzó a desinvertir y paralizar las plantas de producción[46].

Por otro lado, se pudieron observar escasos niveles de inversión productiva en las empresas Whirlpool y Souza Cruz. En el primer caso directamente no se logró visualizar un ciclo de inversión, siendo esta en mayor parte de reposición. Para el caso de la tabacalera, la inversión productiva no alcanzó ni siquiera el 10% del destino del excedente en todo el período bajo estudio, y si bien la mayor parte de la misma fue de reposición, los pocos niveles de inversión nueva pudieron ser observados a partir de los años 2007-2008.

[45] Véase la primer nota del capítulo.

[46] "Frente a este escenario, la Usina de Cubatão dejó de producir placas, pero mantuvo en actividad sus líneas de laminación en caliente y en frío, así como las operaciones relacionadas con su terminal portuaria. La línea de laminación de chapas gruesas continuó temporalmente suspendida. En mayo de 2015 la Administración de la Compañía también decidió paralizar las actividades de un alto horno en la Usina de Ipatinga - MG" (Usiminas, 2015, pág. 2).

A pesar de los incentivos en el sector de electrodomésticos, Whirlpool no reaccionó con mayores inversiones [47]. Los últimos años del período analizado pueden ser resumidos por las siguientes palabras de la multinacional Whirlpool: "La incertidumbre en el escenario político debido a las elecciones electorales intensificó la volatilidad del mercado, dado el impacto que el resultado de las elecciones podría causar en la política económica del país. El momento de preelección debe generar un período de ansiedad del mercado, anticipando los riesgos de cambios en las políticas fiscales y económicas" (Whirlpool, 2017, pág. 10).

En los balances de las firmas estudiadas se pudo visualizar el apoyo a las reformas neoliberales a pesar que estas acentuaron la recesión económica. Este punto de vista se encuentra acorde al régimen de acumulación vigente en Brasil [48]. La visión económica se refleja en la posición política cuando se trata de perpetuar una estrategia de acumulación basada en mecanismos financieros. En este caso, Whirlpool alertó sobre el peligro de un cambio de rumbo en la región ante la posibilidad en que López Obrador (en México) y Lula (reflejada en la figura de Haddad) ganen las elecciones: "El desafío común para la región sigue siendo la necesidad de ajustes fiscales. Además, 2018 será un año de elecciones políticas, con un verdadero potencial para candidatos que proclaman políticas no favorables al mercado, especialmente en países como Brasil y México" (Whirlpool, 2017, pág. 1).

6.4 Industria manufacturera argentina

A diferencia de Brasil, Argentina no atravesó un proceso de desindustrialización durante el nuevo milenio. Luego de la mega-devaluación del año 2002, los precios relativos cambiaron a favor de los sectores transables (Schorr et al. 2012). Entre ellos, la industria manufacturera en su conjunto fue uno de los grandes favorecidos. El sector industrial lideró el crecimiento en el período 2002-2007[49]. La explicación del crecimiento industrial se redujo a una política de dólar "alto" en conjunto a la aplicación de derechos de exportación en sectores claves.

La contracción del costo laboral fue un aliciente para la exportación de bienes industrializados. La demanda internacional, tras el ascenso de los países asiáticos, permitió dinamizar el crecimiento industrial. Por lo general, los beneficiados de dicho esquema de peso devaluado respecto al dólar, resultaron ser empresas transnacionales con orientación hacia el mercado externo (Santarcángelo & Perrone 2012). Estamos hablando de sectores

[47] "El sector de electrodomésticos creció de forma expresiva a lo largo del año 2012, fuertemente impulsado por los incentivos fiscales concedidos por el gobierno a la línea blanca a finales de 2011" Whirlpool, 2012, pág. 5.

[48] "En Brasil, las incertidumbres políticas sobre las aprobaciones de las reformas, en especial la de la previsión social, permanecen como principal riesgo al escenario de reanudación del crecimiento" (Usiminas, 2017, pág. 1)

[49] La tasa de crecimiento promedio de la economía en el período 2002-2007 fue de 8,8%, mientras que el sector industrial superó dicha marca al crecer en un 10,4% (Basualdo et al. 2017, pág. 86).

vinculados a la exportación de *commodities*. Además, la política de dólar "alto" significó un freno a la importación de bienes industrializados del exterior, y por ende, permitió la reindustrialización de sectores vinculados al mercado interno. Este último se vio favorecido por políticas estatales que buscaron recomponer el alicaído nivel salarial, así como por la renegociación tarifaria con las empresas de servicios públicos (Ley 25.561 de Emergencia Pública y Reforma del Régimen Cambiario). Bajo este marco, el crecimiento industrial fue explicado por una expansión del mercado de trabajo y la creación de pequeñas y medianas industrias (Stumpo et al. 2013).

Dentro de los límites de dicha industrialización se podrían entender la estrechez del fenómeno. En primer lugar, el proceso de crecimiento industrial no fue sostenible a lo largo del tiempo. Esto se debe a la carencia de una política sectorial específica para el mismo. Los pilares del crecimiento se basaron en la expansión de la demanda externa y en una política macroeconómica estable de dólar "alto". Esto significó la continuidad de la concepción neoliberal de "piloto automático" con arreglo en la política macroeconómica (Azpiazu & Schorr 2010). Aunque cabe destacar estudios que resaltan las políticas industriales y los aumentos de inversiones estatales, las cuales se fueron ampliando y profundizándose a lo largo del kirchnerismo (véase Lavarello & Sarabia 2017, Lavarello & Mancini 2017). En segundo lugar, el crecimiento no se reflejó en desarrollo industrial, los actores de peso que traccionaron la industria siguieron siendo los mismos. En este sentido, la extranjerización de la cúpula empresaria en general, y de la cúpula industrial en particular, fue consolidada durante el nuevo milenio. Particularmente durante los primeros años del período mencionado se produjo la entrada de las denominadas "multilatinas" (Schorr et al. 2013). En tercer lugar, el crecimiento de la demanda interna impulsó las importaciones. Una vez apreciada la moneda argentina respecto al dólar, los grandes motores del crecimiento se agotaron. Los sectores industriales de la electrónica, la industria automotriz y el sector energético, demandaron crecientes divisas para hacer frente al desintegrado tejido productivo argentino (Kulfas 2016). A este fenómeno se lo caracterizó como restricción externa, dado que los saldos exportables se redujeron fruto de la heterogénea estructura productiva de un país periférico como la Argentina (Mancini & Lavarello 2013).

En el período 2012-2017, la industria manufacturera no logró incrementar su producción[50]. Al fenómeno de restricción externa, deben sumarse la menor demanda asiática y brasilera (principales socios comerciales). Tras el ascenso del gobierno de Cambiemos, la política se transformó rotundamente: la devaluación de fines de 2015, la quita de retenciones, y la suba de tasas de interés, sumado a los diversos "tarifazos"[51] significaron un nuevo esquema de precios relativos a favor de los sectores vinculados a la agricultura, las finanzas y los servicios públicos, respectivamente (Basualdo et al. 2017). La menor de-

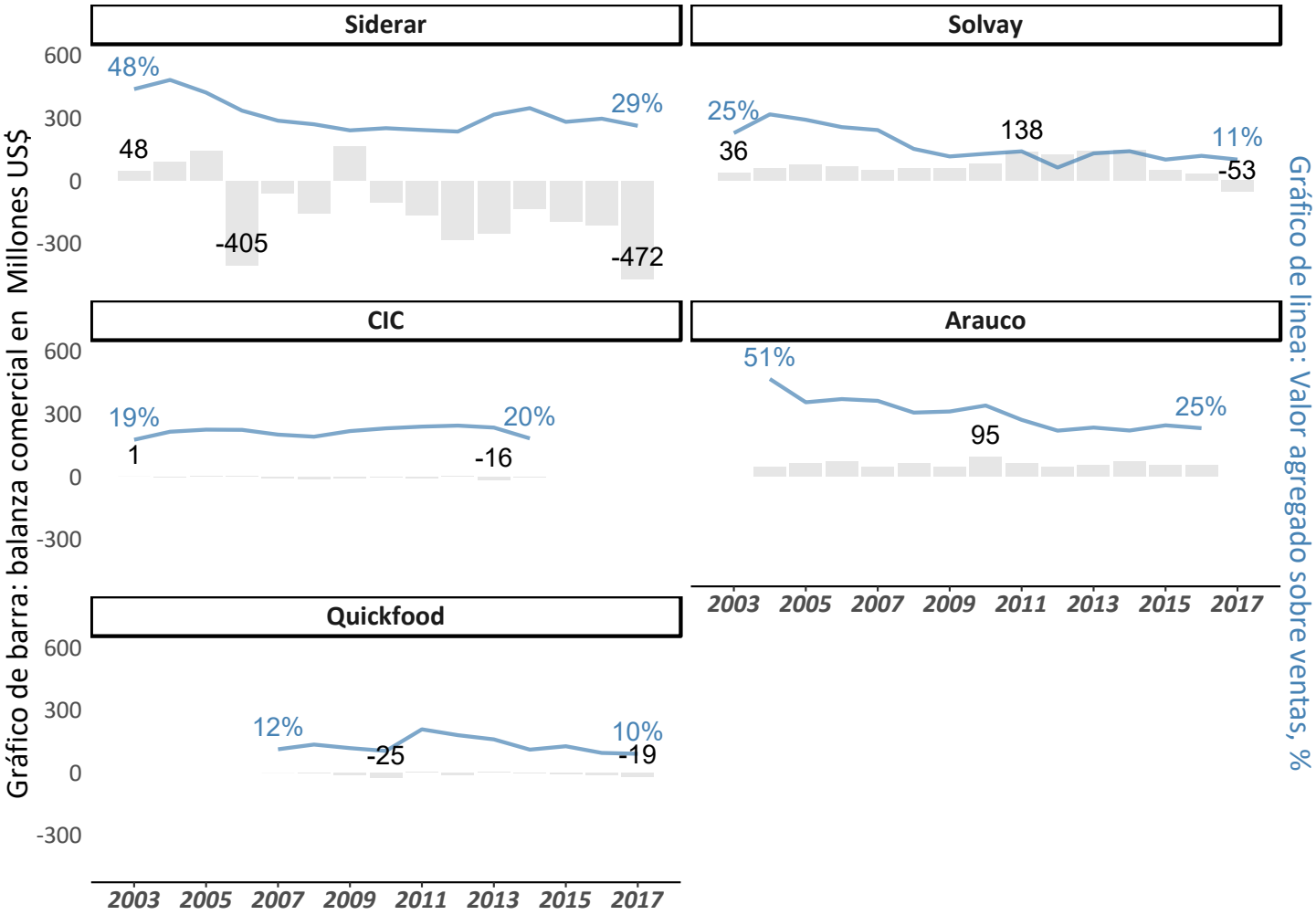
[50] Según datos del Ministerio de Hacienda (Presidencia de la Nación), el PBI en términos constantes cayó un -5% en el período 2012-2017.

[51] Los aumentos de tarifas se dieron principalmente en el sector eléctrico, gas y agua.

manda del mercado interno fruto de una política de redistribución regresiva del ingreso, sacudió la producción industrial. En particular Siderar mencionó que: "El consumo de acero en Argentina en el año 2016 disminuyó con respecto al consumo de acero registrado en 2015, debido en parte al efecto de un significativo rebalanceo de los precios relativos de la economía en un año de cambio en las políticas macroeconómicas"(Siderar, 2016, pág. 1).

Como se mencionó, uno de los grandes ganadores de la devaluación del año 2002 fueron los sectores transables. En este caso, la industria siderúrgica logró aumentar considerablemente sus saldos exportables, así como su tasa de rentabilidad (Santarcángelo & Stradda 2014, Herrera & Tavosnanka 2011, Santarcángelo & Perrone 2012).

Figura 6.13: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Argentina: saldo comercial con empresas relacionadas en millones US$; y relación entre VA y ventas (eje secundario) en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

Al observar la Figura 6.13, se pudieron contemplar los saldos comerciales con empresas relacionadas de Siderar, los cuales se mantuvieron superavitarios en el período 2003-2005. Sin embargo, esta situación no fue sostenida a lo largo del tiempo. La configuración de las

CGV entre el mismo conglomerado de empresas en distintos países, subordinó el papel de Siderar en Argentina, lo cual se reflejó en saldos comerciales deficitarios. Esto significó grandes salidas de divisas por parte de la economía argentina. Únicamente en el año 2009, podríamos observar entradas netas de divisas, debido a la considerable venta de bienes a su controlante radicada en España. Con el ascenso de Cambiemos, se profundizó el esquema deficitario, dado que las importaciones de Siderar se incrementaron considerablemente en el año 2017, en un contexto de endeudamiento y apertura comercial en conjunto con guerras comerciales y cierres de mercados a nivel mundial. En este sentido Siderar mencionó que: "No obstante, los gobiernos de los principales países productores de acero continúan tomando medidas con el fin de limitar importaciones de acero en condiciones de comercio desleal, que conlleva el riesgo de incentivar el desvío de los excesos de producción de acero hacia otros mercados consumidores, incluyendo el mercado argentino" (Siderar, pág. 12, 2017). Al parecer, el conglomerado pudo aprovechar esta situación al incrementar las importaciones de Siderar dado que Argentina mantuvo una relativa apertura comercial, por lo cual otras filiales en otras partes del planeta, despacharon dichos excedentes productivos. Además, como podemos ver, la relación entre el VA producido por la empresa respecto a las ventas, cayó a lo largo del período bajo estudio. En este sentido, si bien el sector resultó en un claro ganador durante los primeros años del nuevo milenio, dicho fenómeno no fue reflejado en un proceso de desarrollo productivo que le permitiera alcanzar un papel más decisivo en la CGV.

Esta situación no resultó diferente en las demás multinacionales analizadas de Argentina. La filial Solvay Indupa, productora de químicos, detentó una relación decreciente respecto al VA sobre las ventas a lo largo del período analizado. Sin embargo, en términos comerciales incrementó sus saldos exportables con partes relacionadas hasta el año 2014. Particularmente en el año 2017, este resultó deficitario explicado por el mismo esquema de aumento de importaciones en un contexto de apertura. En este sentido, podríamos relativizar su papel como exportador en la CGV de alcance regional, dado que la participación del VA decreció a lo largo del tiempo (véase Fernández Massi 2019). En tanto, en un contexto adverso para la industrialización bajo el gobierno de Cambiemos, la firma cambió su rol a importadora neta. Cabe destacar que la empresa realizó *lobby* en el gobierno argentino para cerrar el comercio internacional y resguardar su producción[52]. Desde ya si bien denunció "*dumping*" comercial fruto del ingreso de importaciones de la competencia, no tuvo la misma actitud al ingreso de importaciones del propio conglomerado.

Por otra parte, la multinacional de la celulosa Arauco, mostró un ratio decreciente en

[52] "Durante este año 2015 ha ingresado a la Argentina PVC Suspensión proveniente de los EE.UU. y de otros mercados a precios notoriamente más bajos que los vigentes en sus países de origen, lo cual representa claramente una política de "dumping". Esta práctica desleal de introducir al país producto a precios deliberadamente bajos es la causa principal del deterioro del margen bruto de la Sociedad, toda vez que se ha mantenido una política conservadora en materia de precios. Por esta razón se han iniciado las gestiones para que el estado argentino inicie una investigación de dumping para producto proveniente de EE.UU." (Solvay Indupa, pág. 11, 2015)

el VA sobre ventas a lo largo del tiempo. Al igual que Solvay, la firma mantuvo saldos comerciales superavitarios con las partes relacionadas. Sin embargo, estos saldos exportables no crecieron a lo largo del tiempo. Estamos hablando de una empresa integrada verticalmente, la cual produce un bien de poca industrialización vinculada a los recursos naturales, y por ende, su papel en las CGV fue disminuyendo.

Por otro lado, tanto Compañía Industrial Cervecera (CIC) como Quickfood no redujeron su participación en el VA a lo largo del tiempo. Respecto a la primera, si bien se inserta en segmentos de baja complejidad productiva, cabe destacar que el escaso nivel exportable fue explicado por el pago de licencias y servicios. En este sentido, su papel en la CGV fue subordinado a la comercialización de marcas que no le pertenecen, y por lo tanto, debió abonar ingentes capitales. Por otro lado, Quickfood produce un bien con escasa complejidad técnica y aún así detentó saldos comerciales deficitarios con partes relacionadas. Esto se debe a las importaciones que realizó desde su controlada en Brasil, a pesar de la reducida complementariedad entre las mismas.

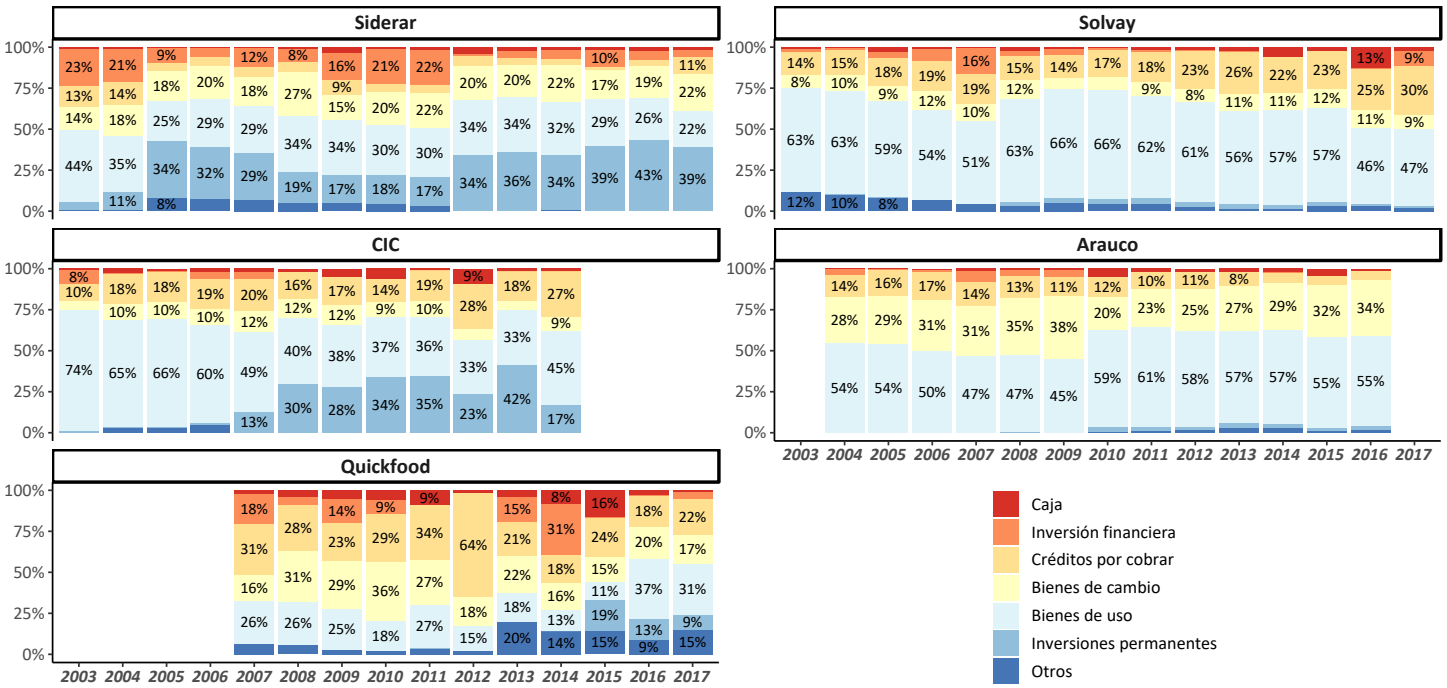
6.4.1 Estrategia de acumulación

Las empresas seleccionadas detentaron una estrategia de acumulación definida. Esta se pudo transparentar a través de la composición de los activos (véase Figura 6.14). Empecemos por Siderar del grupo Techint. La firma tuvo una clara estrategia que buscó su expansión a través de la centralización del capital. Todas las demás variables se encontraron subordinadas a dicha estrategia. La centralización de capital pudo ser reflejada en los años 2005, tras la compra de participaciones en Hylsamex (México), y en el año 2012, tras la adquisición de participaciones en Usiminas (Brasil). En segundo lugar, se destacó una gran liquidez en inversiones financieras durante los años previos a las compras mencionadas. Es decir, la sociedad acumuló inversiones financieras que llegaron a representar más del 20% de la composición del activo con el fin de disponer de la liquidez suficiente para hacer frente a su estrategia de centralización del capital. En este sentido, cabe destacar la baja participación que dispusieron los bienes de uso en la composición de los activos de la firma.

Por otro lado, la composición de los activos de Solvay se presentaron dominados por los bienes de uso (véase Figura 6.14). Sin embargo, pudimos observar una pérdida de su participación en el período 2003-2007, para luego aumentar en los años 2008-2010, y nuevamente, volver a perder participación. Es decir, la firma acumuló liquidez que volcó en el aumento de la capacidad productiva en el año 2008. Sin embargo, luego de aumentar las capacidades productivas, no volvió a destinar la creciente liquidez hacia un destino productivo. Durante los años 2016 y 2017, la firma acumuló liquidez en efectivo y activos financieros que llegaron a representar casi el 15% del total de activos.

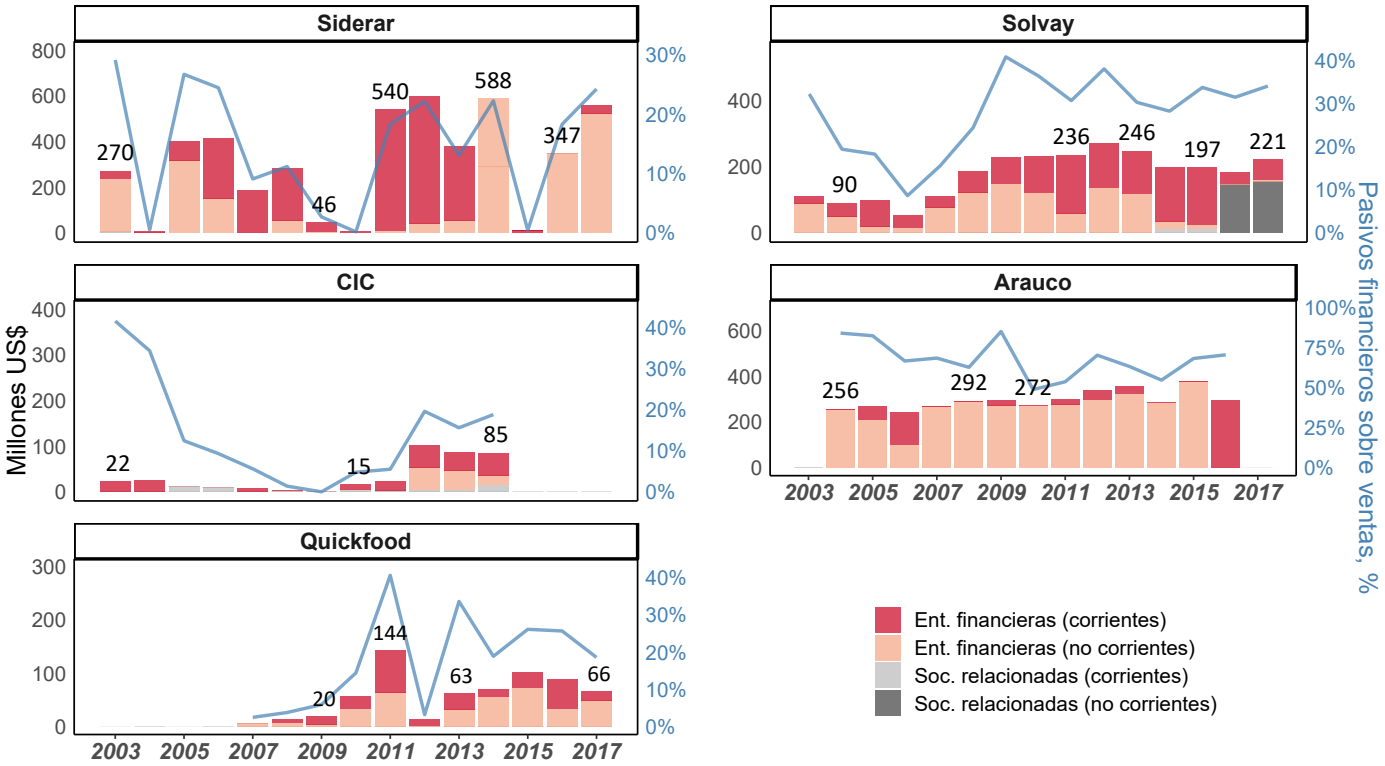
La firma CIC, al igual que Siderar, acumuló cierta liquidez en los años previos al 2008

Figura 6.14: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Argentina: composición de los activos en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

Figura 6.15: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Argentina: stock de deudas financieras al 31 de diciembre en millones US$ (eje principal, gráfico de barra); y su relación con las ventas (eje secundario, gráfico de línea) en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

para luego adquirir inversiones permanentes en dicho año. La firma dispuso una clara estrategia de acumulación a través de la centralización del capital, de modo de disputar cuotas de mercado. Por otro lado, Arauco detentó una relación estable en su composición [53]. Aún así podemos ver que los bienes de cambio crecieron en su participación. Esto se debe a que Arauco obtuvo ganancias patrimoniales con el mantenimiento de los bosques para su desforestación [54]. Por último, la firma Quickfood se destacó por la reducida participación de los bienes de uso. Esto se debe a la extraordinaria participación que poseen los activos líquidos. Entre ellos presentaron mayor gravitación aquellas inversiones financieras, tales como los préstamos a partes relacionadas y el efectivo. De esta forma, la firma centró su atención en acumular activos líquidos como su principal objetivo.

La toma de deuda de las firmas es otro punto a resaltar. La estrategia de acumulación de Siderar quedó supeditada a la centralización del capital (véase Figura 6.15). Tanto en los años 2005 como 2011-2012, fueron los períodos de mayores tomas de deuda. Dicho endeudamiento se destinó a la adquisición de participaciones en sociedades en el extranjero. Mientras que en el año 2005, la deuda asumida tuvo carácter no corriente (es decir, mayor a un año de vencimiento), en los años 2011-2012 la misma fue de corto plazo. Esto se debe a cierta acumulación de liquidez por parte de la firma para hacer frente a los vencimientos. Por lo general, las empresas seleccionadas se financiaron con préstamos de entidades financieras (bancos nacionales o internacionales, así como por obligaciones negociables). Respecto a Solvay, la firma adquirió deuda en los años en los cuales aumentó sus capacidades productivas. Esta deuda tuvo carácter de no corriente. Sin embargo, la deuda de los años siguientes se concretó como corriente dado que aumentó la participación de los activos del mismo tipo. Además, durante los años 2016 y 2017, la firma adquirió deudas de sociedades relacionadas en guaridas fiscales. Este último endeudamiento terminó asignándose a activos financieros, como habíamos mencionado anteriormente. Llama la atención que los vencimientos de estos préstamos sean de largo plazo dado que permitieron adquirir activos líquidos. Tal vez, la firma se encontraría acumulando liquidez para hacer frente a una futura inversión.

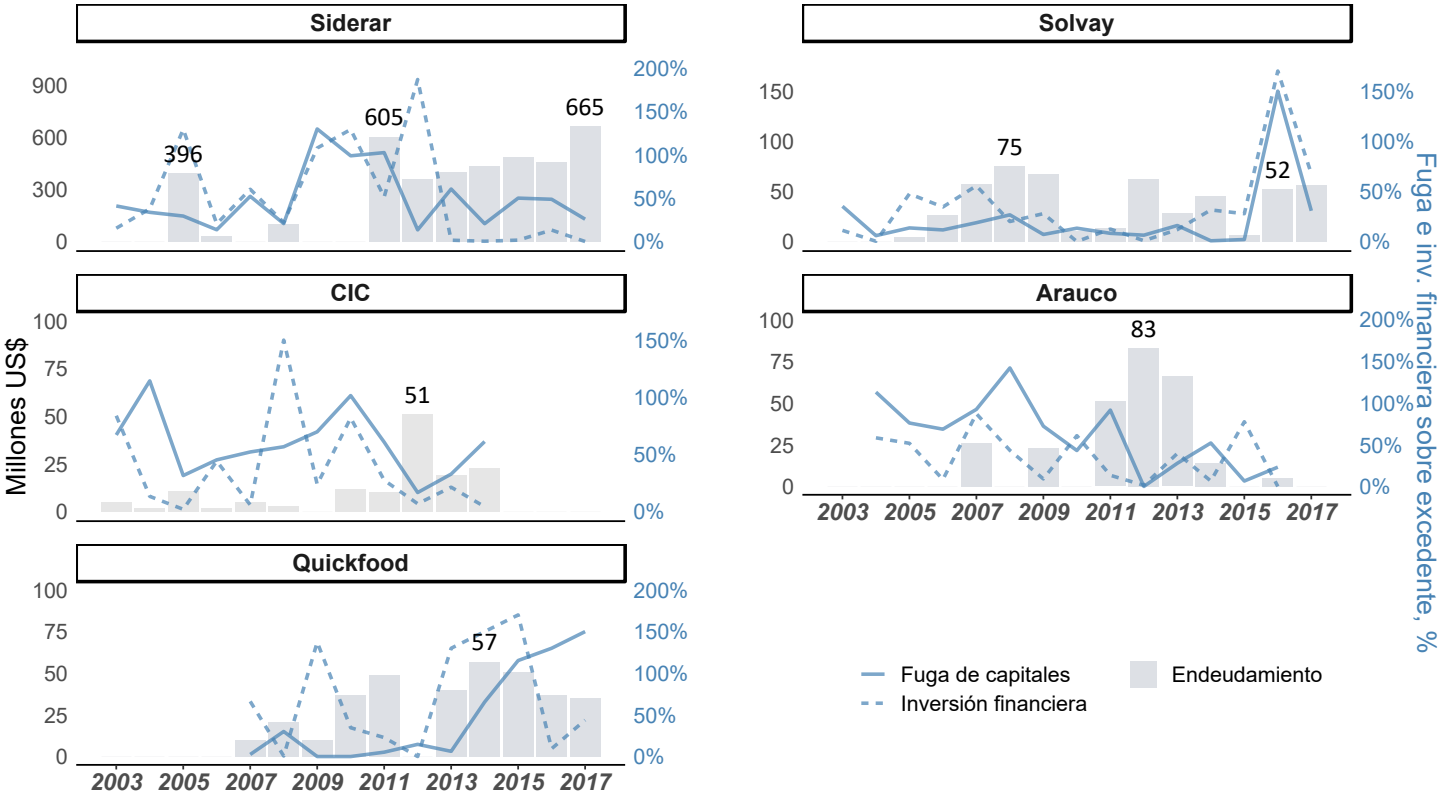
La empresa CIC se endeudó mayormente en el año 2012. Esta deuda solventó las mayores inversiones en bienes de uso que realizó la firma. En tanto, Arauco fue incrementando su endeudamiento con vencimientos a largo plazo. El financiamiento fue utilizado para usos no productivos, como la adquisición de activos líquidos. Por último, Quickfood aumentó su endeudamiento hasta el año 2011. Dichos fondos fueron utilizados para la adquisición de activos financieros y líquidos (véase Figura 6.15).

La deuda asumida por las empresas seleccionadas fue destinada a diversos fines. Mientras en Siderar la deuda financió principalmente la compra de particiones en sociedades en

[53] Pareciera que el salto que sufre los bienes de usos en el año 2010, se debe a un cambio metodológico en la valorización de los activos de la propia firma. Desde ya no existen compras de bienes de uso que hicieran cambiar la composición de los activos.

[54] Este punto lo veremos abajo con más detenimiento.

Figura 6.16: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Argentina: toma de deudas en millones de US$ (eje principal, gráfico de barra); e inversión financiera y fuga de capitales en relación al excedente (eje secundario, gráfico de línea) en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

los años 2005 y 2012, la firma siguió tomando deuda en los años siguientes (véase Figura 6.16). Si bien parte de la misma se destinó para el incremento de las fuerzas productivas, permitió mantener la fuga de capitales en niveles elevados. La fuga de capitales de los años posteriores al 2012 adquirió características financieras relacionada a la compra de activos líquidos en el extranjero. Por lo tanto, el endeudamiento en dichos años se destinó a la formación de activos en el exterior. La inversión financiera de la compañía siderúrgica se mantuvo elevada hasta el año 2012, luego de la adquisición de las participaciones accionarias. Cabe destacar que la empresa mantuvo elevadas tasas de inversión financiera en los años previos a la adquisición de las inversiones permanentes, dado que esto le permitió acumular liquidez.

El endeudamiento en Solvay durante el período 2005-2009, elevó la inversión financiera a pesar que gran parte de dichos fondos fueron destinados a la ampliación de las fuerzas productivas (véase Figura 6.16). En los años 2013-2017, el endeudamiento también fue destinado a la adquisición de activos líquidos. Particularmente durante los años 2016-2017, tanto la inversión financiera como la fuga de capitales se dispararon gracias al endeudamiento. Por otro lado, si bien en CIC la toma de deuda en el año 2012 se utilizó para adquirir bienes productivos, en Arauco el endeudamiento tuvo otros fines. Esta últi-

ma contrajo deudas en el período 2011-2014. En el año 2011 la firma llevó a cabo el pago de dividendos, elevando la fuga de capitales. Mientras en el año 2012 refinanció amortizaciones de deuda. Para el año 2013, destinó el financiamiento tanto a fuga de capitales como inversión financiera. Por último, el endeudamiento de Quickfood estuvo relacionado a su inversión financiera. Es decir, este endeudamiento traccionó la adquisición de activos líquidos. Particularmente esto se puede ver en los período 2009-2011 y 2013-2015 (véase Figura 6.16).

En suma, la estrategia de acumulación de todas las empresas seleccionadas buscaron invertir tanto los excedentes como el financiamiento en activos por los cuales logren retribuirles liquidez en el corto plazo. Estos se centraron en la adquisición de empresas ya existentes, bienes de cambio, como activos líquidos propiamente dichos.

6.4.2 Fuga de capitales

6.4.2.1 Estructuras controlantes

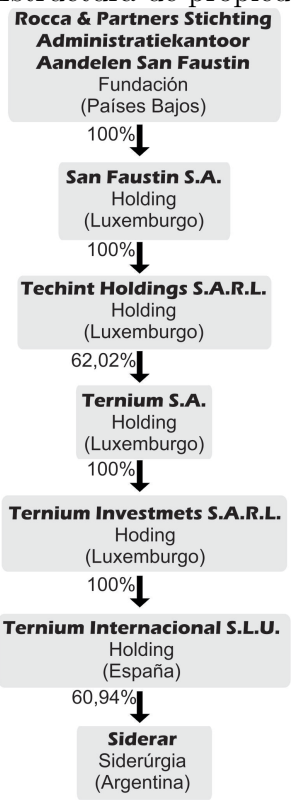
Las empresas estudiadas reflejaron el dinamismo de los capitales chilenos y brasileros durante las últimas décadas. Para el año 2017, tanto Solvay Indupa como Quickfood se encontraron en manos de los capitales brasileros, mientras que CIC y Arauco en manos de capitales chilenos. Cabe destacar que tanto Solvay como Quickfood sufrieron cambios en su control en el período bajo estudio. Desde la privatización de las empresas químicas en los noventas, Solvay Indupa quedó supeditada al control de los capitales belgas. Sin embargo, a partir del año 2016 fue adquirida por Unipar Carbocloro de capitales brasileros. Por otro lado, Quickfood se extranjerizó en el año 2007 a través de la compra de Marfing Alimentos, para luego ser vendida a BRF Brasil Food, ambos de capitales brasileros.

Cabe destacar que no todas las empresas bajo estudio detentaron un control directo por parte de la casa matriz. Es decir, en ciertas ocasiones, el control directo de las firmas fue ejercido por empresas de tipo *holding*. Un caso emblemático en este sentido se presentó en Siderar (véase Gaggero (2015)). El control de la misma asumió la forma de un verdadero laberinto de estructuras en España, Luxemburgo, y los Países Bajos (véase Figura 6.17). De esta forma, los fondos destinados al pago de dividendos fueron fugados hacia destinos paradisíacos para el capital. Por otro lado, Solvay presentó un control indirecto por parte de un *holding* en Argentina denominado Solvay Argentina S.A., que a su vez, se encontró controlada por Solvay Ibérica S.L., radicada en España. Esta última comprende una estructura de tipo *holding* controlada por la casa matriz (Solvay S.A., radicada en Bélgica). Desde ya, una vez adquirida por Unipar Carbocloro en Brasil, la firma dejó de poseer intermediarios en su control.

También Arauco contó con un intermediario de tipo *holding*. El control inmediato de la misma estuvo explicado por Industrias Forestales S.A., empresa radicada en Argentina. Esta última controlada por Arauco Internacional S.A. (90%) y Celulosa Arauco y

Constitución S.A. (10%), radicadas en Chile. Por último, CIC se presentó en manos de una estructura de tipo *holding* denominada Compañía Cervecerías Unidas Argentina S.A. (Argentina), esta última, bajo el control de Compañías Cervecerías Unidas (Chile).

Figura 6.17: Estructura de propiedad de Siderar



Fuente: Elaboración propia a partir de información de la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia

6.4.2.2 Fuga de capitales: componentes

Los mecanismos por los cuales las empresas emprendieron la fuga de capitales ha sido diverso en cada caso. En primer lugar, Siderar fugó capitales por dos vías. Una vía financiera que incluyó la formación de activos externos, y otra a través de los giro de dividendos. Cabe destacar que la formación de activos externos tuvo como objetivo la acumulación de liquidez en el extranjero para luego ser destinada a la adquisición de participaciones en empresas fuera de la Argentina. Es decir, la empresa fugó fondos, los cuales fueron mantenidos en inversiones financieras en el extranjero para luego adquirir acciones de empresas. La forma por la cual realizó dicha formación de activos en el exterior fueron diversas. En la Figura 6.18 podemos observar fugas de capitales en formación de capitales externos realizadas en los años 2003 y 2004 con el fin de adquirir las respectivas participaciones de Hylsamex en 2005 (véase Figura 6.18). Para dichos años, la empresa invirtió reiteradamente en fideicomisos mantenidos por sociedades relacionadas en el extranjero, así como en otras inversiones corrientes como títulos públicos en el extranjero

y demás activos radicados fuera del suelo argentino. A su vez, Siderar realizó formación de activos en el extranjero en el período 2007-2010, para luego adquirir participaciones en Usiminas en 2012. Cabe destacar que la compra de las participaciones de Usiminas se realizó a través de un intermediario de tipo *holding* controlado por Siderar denominado Prosid S.A. y radicado en Uruguay. A su vez las inversiones en el extranjero siguieron en el período 2013-2015[55]. En el año 2016 la sociedad aumentó su participación en Usiminas, sin embargo, el monto destinado a tal inversión fue mucho menor al fugado por la misma.

Por otro lado, Siderar detentó una tasa de rentabilidad elevada durante el período estudiado (véase Figura 6.18). Como podemos ver, el excedente aumentó considerablemente luego de la mega devaluación del año 2002. Para el año 2008, la tasa de rentabilidad se estabilizó. Esto significó el giro de utilidades y dividendos hacia las sociedades controlantes de Siderar. Los años de mayores giros de utilidades fueron durante 2005, 2011, 2013 y 2016. La fuga de capitales del año 2005 pudo ser explicada gracias a la obtención de ganancias extraordinarias en el período post-devaluación[56]. Durante los años 2011 y 2013, las inversiones tanto productivas como financieras fueron menores respecto a otros años. Además, en dichos años la rentabilidad aumentó levemente. Por lo tanto, la empresa optó por fugar los excedentes antes que buscarles mejor destino. En el año 2016, los giros aumentaron dado que la contracción económica de la economía provocó una menor inversión productiva y la empresa contó con mayores fondos para la fuga de capitales. Dicho panorama continuó durante el año 2017.

La firma Solvay tuvo períodos marcados en la fuga de capitales (véase Figura 6.18). Durante los años 2003-2004, la rentabilidad fue mayor y la empresa optó tanto por la formación de activos externos como por la compra de participaciones a una sociedad del mismo grupo en una guarida fiscal. En el año 2003, Solvay realizó un aporte hacia una sociedad controlada en Países Bajos denominada Solvay Indupa Netherlands B.V.[57]. Dicha estructura en Países Bajos detentaba el control de Solvay Indupa do Brasil. Si bien Solvay en Argentina controlaba indirectamente a Solvay en Brasil a través de la sociedad en Países Bajos, en el año 2004 esta última vendió sus respectivas acciones a la

[55] Ha trascendido en diversos medios de comunicación la intención de Siderar por adquirir las acciones que posee el propio Estado argentino sobre la sociedad (La Nación 2011).

[56] "La determinación del monto de dividendos a pagar se decide por mayoría de votos de los accionistas de la Sociedad, a propuesta del Directorio. Es de destacar, que los accionistas han sido proclives a capitalizar a la Sociedad a través de la retención de los resultados no asignados. La distribución de dividendos depende de los resultados económicos, de la situación financiera, de las perspectivas, de los planes de inversión y de otros factores de influencia sobre la marcha de la Sociedad, los que determinarán el criterio del Directorio para las propuestas a efectuar a la Asamblea. En este contexto, en los últimos años el Directorio ha propuesto generalmente a los accionistas en las Asambleas ordinarias el pago de dividendos y/o el incremento de la Reserva para futuros dividendos, delegando para este caso los accionistas en el Directorio la capacidad de ponerlos a disposición de los accionistas en forma total o parcial, sin que ello implicara el pago de un dividendo provisorio." (Siderar, 2005, pág. 10).

[57] "Durante los meses de abril y noviembre de 2003, la Sociedad resolvió efectuar aportes de capital en dicha subsidiaria por U$S 11.000.000 y U$S 10.160.000 respectivamente, a efectos de reducir el endeudamiento de la mencionada sociedad"(Solvay Indupa, 2003, pág. 28). Cabe destacar que la sociedad Solvay Indupa Netherlands B.V. actuó como *Holding*.

sociedad argentina. Ergo, las divisas fluyeron hacia la sociedad en los Países Bajos para hacer frente al pago por la compra de Solvay en Brasil. Dado que Solvay ya controlaba indirectamente a Solvay Indupa do Brasil, la operación no tuvo sentido económico más que la fuga de capitales. Por otro lado, el excedente de Solvay se canalizó en la distribución de dividendos. Estos fueron más elevados durante el período 2004-2008, cuando la tasa de rentabilidad fue elevada. Una vez que la rentabilidad cayó a partir del año 2009, los giros de dividendos dejaron de practicarse[58]. La rentabilidad decayó a partir de 2009 debido a la sobreproducción de PVC a nivel mundial, momento que comenzaron a realizarse las entradas de las importaciones provenientes de EEUU mencionadas con anterioridad[59]. Además, cabe destacar que se ha contabilizado como fuga de capitales las compras de servicios realizadas por la sociedad a la casa matriz en Bélgica. Por último, durante los años 2016-2017, volvió a reactivarse la fuga de capitales. En primer lugar, la compañía recibió préstamos intra-firma de una sociedad relacionada radicada en Suiza, denominada Solvay Vinyls Holding A.G. Dicho endeudamiento devengó intereses que fueron destinados a la mencionada guarida. En segundo lugar, aumentó la formación de activos en el exterior en el año 2016 fruto de un depósito en una cuenta bancaria en Nueva York[60].

La fuga de capitales de CIC detentó mecanismos comerciales en su composición (véase Figura 6.18). La firma debió abonar licencias para la comercialización de marcas que no se encontraron bajo su propiedad. Dichos pagos fueron realizados tanto a Heineken Brouwerjen B.V. (Países Bajos) como a Amstel B.V. (Países Bajos). Además, la firma realizó compras de bienes y servicios tanto a dichas estructuras en Países Bajos, como a su casa matriz, las cuales fueron contabilizadas como fuga de capitales. Como podemos observar la rentabilidad aumentó considerablemente en el período 2010-2013. Dicho ratio evolucionó en base a la demanda sectorial. Por ello, la firma remitió dividendos a sus controlantes en los años 2010 y 2011.

Por otra parte, Arauco fugó capitales a través de dividendos y formación de activos en el exterior (véase Figura 6.18). Respecto a este último mecanismo de fuga de capitales, en los balances de la firma destacó inversiones en un fondo común de inversión denominado "Citifunds Institucional Liquid Reserves" perteneciente al Banco Citi. Dicho fondo se dedicó a la inversión de activos líquidos del tesoro de los EEUU[61]. Por otro lado, la evolución

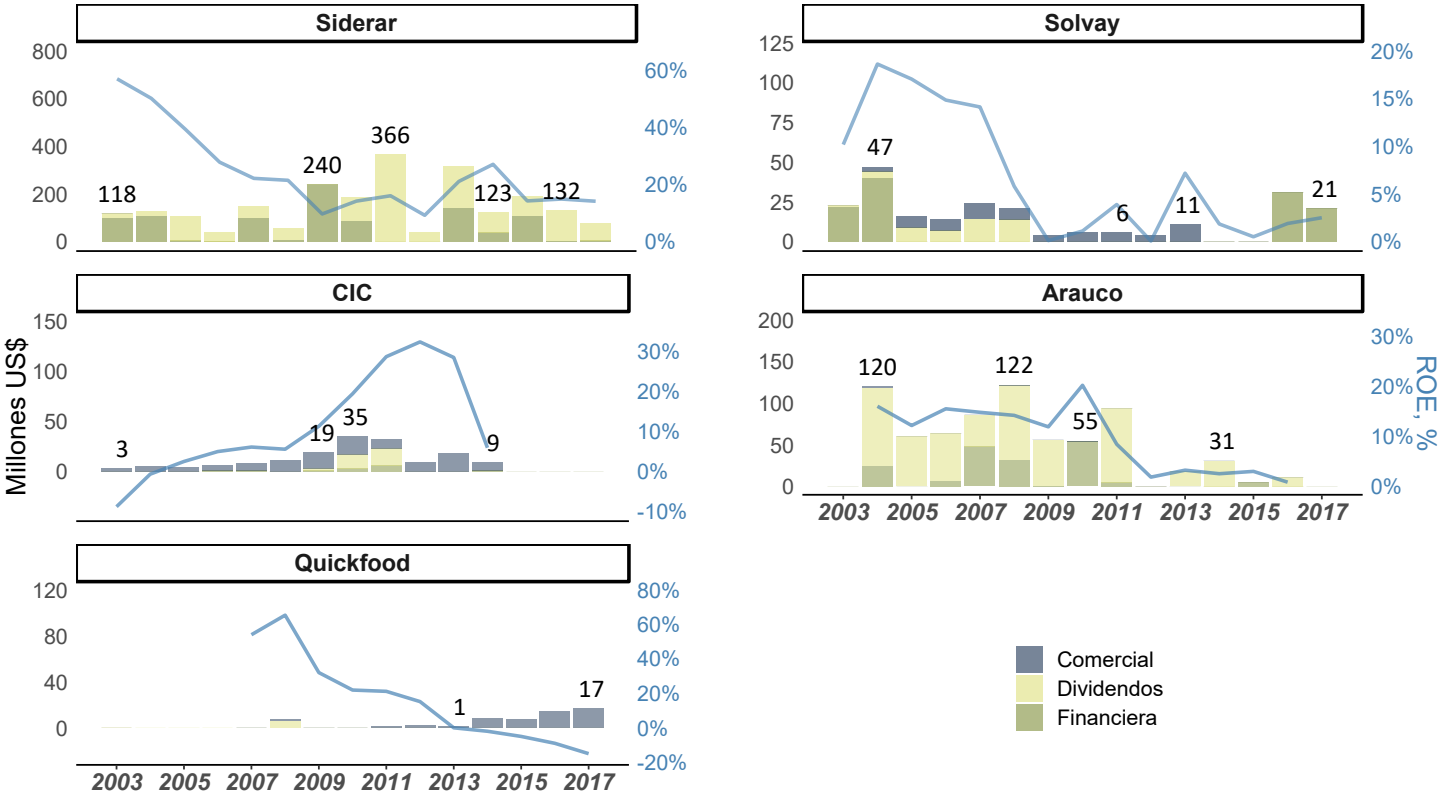
[58] "La Sociedad distribuirá en concepto de dividendo, pagadero en efectivo, el 20% de las utilidades líquidas y realizadas del ejercicio; el remanente no distribuido será aplicado a reservas facultativas para financiación de inversiones y absorción de eventuales pérdidas"(Solvay Indupa, 2017, pág. 13).

[59] "Este comportamiento de precios cíclico fue la consecuencia de varios factores: demanda variable de China, menor demanda en EEUU, crecimiento de consumo de India y Turquía como también de Latinoamérica (particularmente Brasil), paradas de planta de grandes productores de EEUU (programadas y por efecto de huracanes), cierre temporal de fábricas vía carburo en China y por supuesto la evolución del precio de etileno" (Solvay Indupa, 2010, pág. 4).

[60] "Se aceptaron los términos y condiciones de la oferta realizada Solvay Vinyls Holding A.G. sobre la realización de un aporte irrevocable por US$ 25.000.000 (dólares estadounidenses veinticinco millones), destinado a absorber pérdidas, según transferencia efectuada a la cuenta bancaria de Nueva York que tiene la Sociedad"(Solvay Indupa, 2016, pág. 6).

[61] Información provista por la Securities and Exchange Commission

Figura 6.18: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Argentina: fuga de capitales en sus diversos componentes en millones de US$ (eje principal, gráfico de barra); y rentabilidad ROE (eje secundario, gráfico de línea) en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

de los dividendos girados fueron un reflejo de la evolución de la tasa de rentabilidad de la empresa. En los años 2004-2011, la tasa de rentabilidad se mostró elevada, por lo tanto, la fuga de capitales en general como la distribución de dividendos en particular, se elevó. A partir del año 2012 la tasa de rentabilidad cayó, y lo propio ocurrió con la fuga.

Por último, Quickfood centró su estrategia de fuga de capitales sobre componentes comerciales (véase Figura 6.18). En este sentido contabilizaron bajo esta variable a las crecientes compras de la firma a su casa matriz. Más aún, al tener en cuenta que ambas empresas no resultaron ser complementarias en su actividad. La rentabilidad de la firma decayó fuertemente en los últimos años. En este sentido, la fuga de capitales y la rentabilidad no evolucionaron en el mismo sentido. Al punto que las compras a su casa matriz podrían haber forzado una mala performance en sus ganancias operativas. Aunque cabe destacar que la firma culpó por dichos resultados a la situación económica general: "Durante el año 2017 se generó un fuerte incremento en el precio de los principales insumos (Hacienda y Trimming) causado por un doble efecto; por un lado, una devaluación del tipo de cambio y por otro, las mayores exportaciones. La compañía se vio limitada en sus posibilidades de trasladar en lo inmediato esta importante suba de costos a los precios domésticos, dado la existencia de una demanda contraída en el contexto del mercado

interno" (Quickfood, 2017, pág. 1).

En resumidas cuentas, la fuga de capitales fue intensa en los años de mayor crecimiento económico y de mayores ganancias corporativas. En algunos casos fue la llave de la internacionalización para la centralización del capital. Pero en otros resultó ser el objetivo principal de su estrategia de acumulación. La formación de activos en el exterior demostró lo frágil del mercado de capitales de Argentina. Las compañías debieron invertir en activos líquidos en el extranjero para poder resguardar su liquidez.

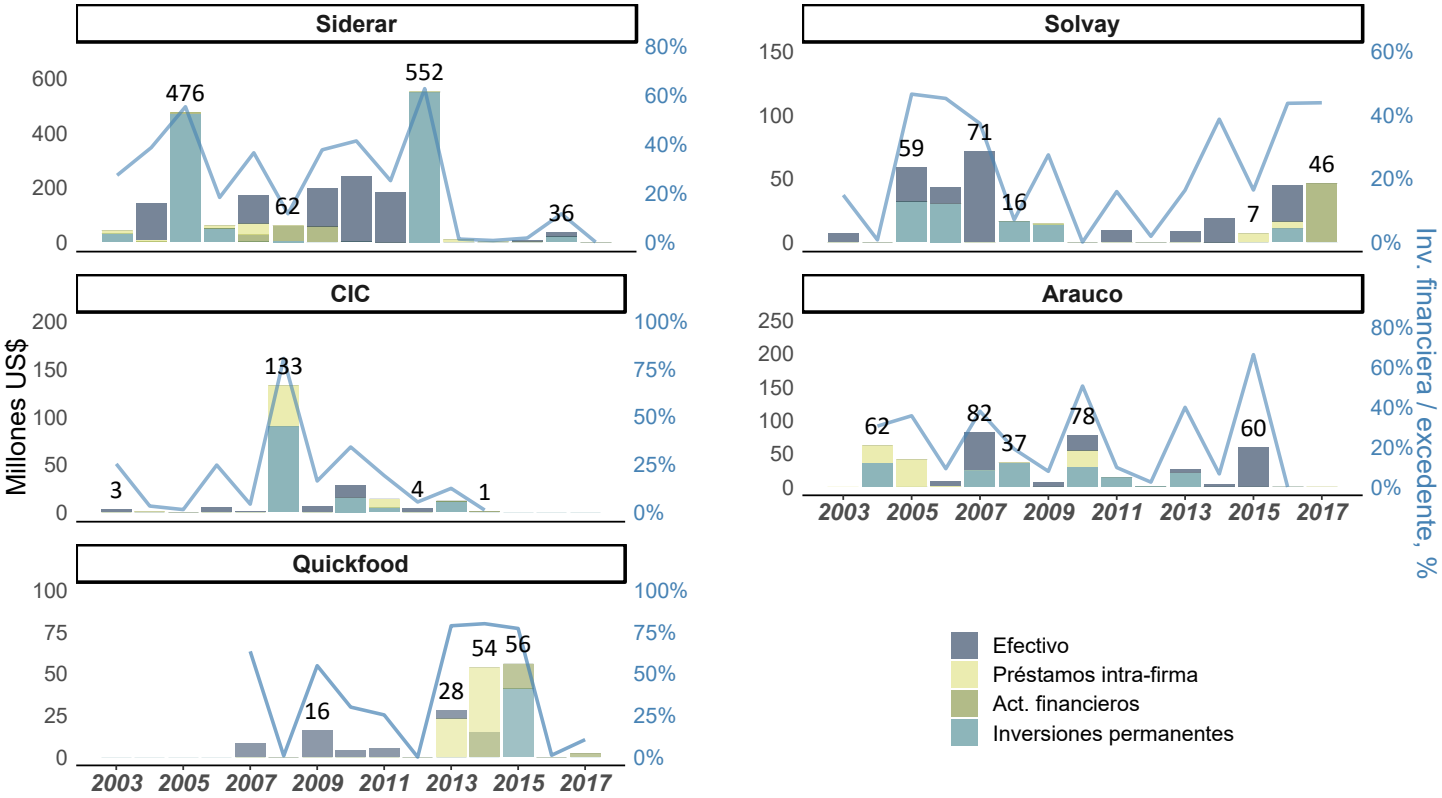
6.4.3 Inversión financiera

Las sociedades estudiadas detentaron grandes inversiones financieras dado que tuvieron como objetivo incrementar la centralización de capitales. Particularmente, la inversión financiera de Siderar se presentó centrada bajo dos componentes: las inversiones permanentes y la demanda de efectivo (véase Figura 6.19). Con respecto a esta última, podemos observar elevados niveles de inversión en demanda de dinero durante los años anteriores a la realización de las cuantiosas inversiones permanentes. Es decir, la firma acumuló liquidez con el fin de destinarlos a las inversiones en participaciones accionarias. Como habíamos mencionado, Siderar adquirió participaciones de Hylsamex y Usiminas en los años 2005 y 2012, respectivamente[62]. Para dichos años, gran parte del excedente fue destinado a tales fines, relegando los demás destinos. Cabe destacar que parte de las compras de participaciones de dichas sociedades se realizó a través de empresas de tipo *holding* controladas por Siderar y radicadas en otros países. En el caso de Hylsamex, el 4,03% del paquete accionario de la misma fue adquirido a través de Inversiones Basilea S.A., radicada en Chile, mientras en el caso de Usiminas, Prosid en Uruguay fue la que concretó gran parte de la compra accionaria[63]. De esta forma, parte de los fondos obtenidos tanto por las inversiones financieras en un principio, como por la fuga de capitales (en lo que respecta a la formación de activos en el extranjero), fueron canalizados por dichas estructuras jurídicas. Luego de la adquisición de las participaciones accionarias, la inversión financiera se redujo considerablemente dado que el objetivo en su estrategia de acumulación ya se había cumplido.

La empresa Solvay presentó un recorrido similar al de Siderar respecto a la inversión financiera (véase Figura 6.19). Tanto las inversiones permanentes como la demanda de efectivo resultaron predilectas durante los años 2005-2009. Las inversiones permanentes se vincularon a la adquisición de Solvay polietileno ltda (Brasil) por parte de Solvay Indupa do Brasil, como a las capitalizaciones de esta última. Solvay pretendió consolidarse como productor de PVC y soda cáustica a nivel regional, por lo tanto, el mercado brasilero fue un punto clave en su estrategia de centralización del capital[64]. Las inversiones permanentes

[62] Siderar adquirió tanto en forma directa como indirecta el 29,75% de Hylsamex y el 6% de Usiminas
[63] El 4% del paquete accionario de Usiminas fue adquirido por Prosid.
[64] "El objetivo de la Compañía es mantener y fortalecer su posición de liderazgo en la producción y

Figura 6.19: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Argentina: inversión financiera bajo sus diversos componentes en millones US$ (eje principal, gráfico de barra); y su relación con el destino del excedente (eje secundario, gráfico de línea) en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.
Nota: El destino del excedente comprende la suma de la fuga de capitales, la inversión financiera y la inversión productiva.

y la acumulación de liquidez para afrontar las mismas, desplazó gran parte del destino del excedente respecto a otros fines en los años mencionados. Luego de dichas inversiones, el monto destinado en estos rubros se redujo. Durante los años 2016 y 2017, las mayores inversiones tanto en términos absolutos como relativos, crecieron al final del período bajo estudio. En dichos años, sobresalieron la demanda de efectivo y la inversión en activos financieros. Como habíamos mencionado anteriormente, el endeudamiento de la firma traccionó la adquisición de dichos activos líquidos.

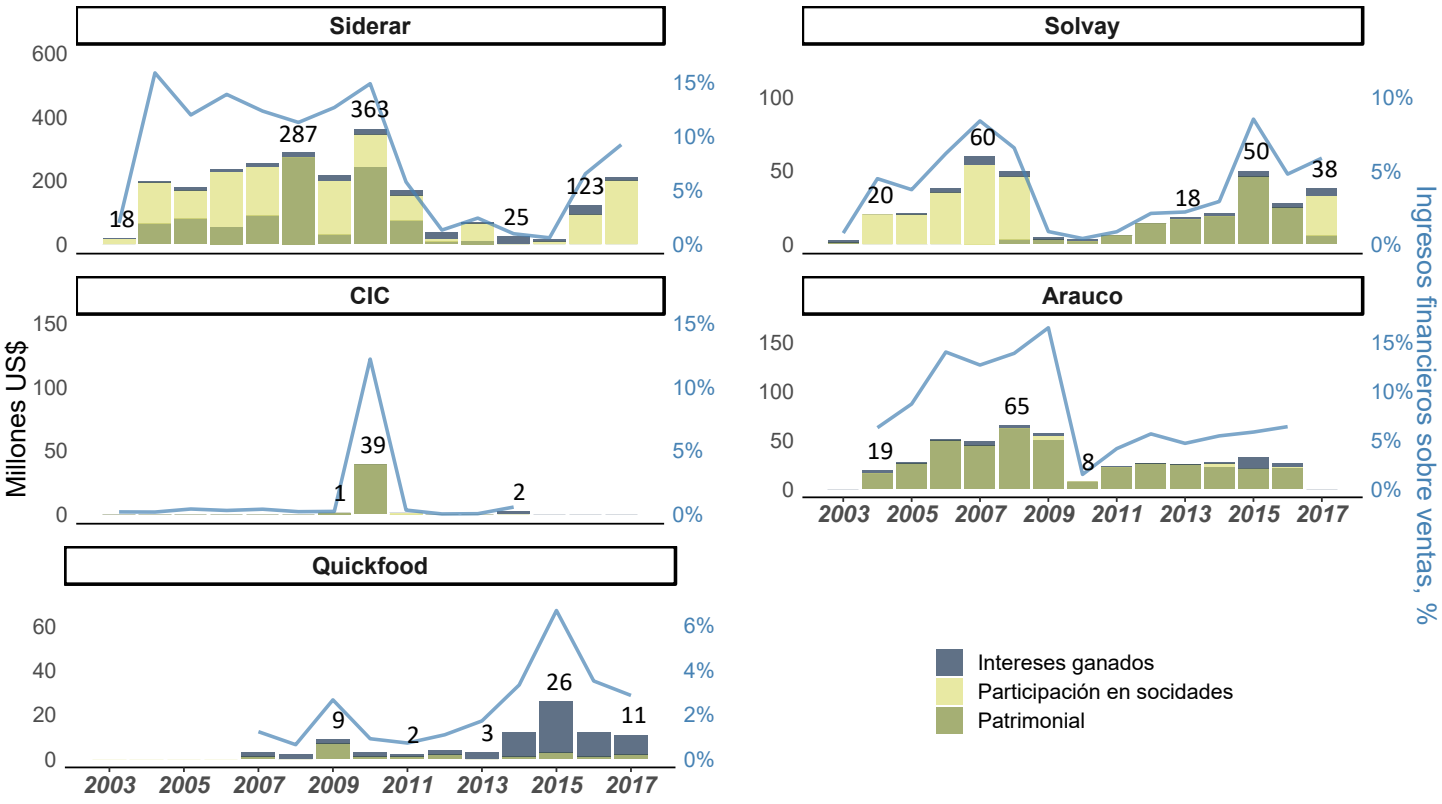
En el caso de CIC, la inversión financiera fue reducida. (véase Figura 6.19). En el año 2008, se concretó la adquisición de Inversora Cervecera S.A., y con ella, la firma acaparó parte del mercado cervecero a través de la centralización del capital [65]. Además, la firma llevó a cabo préstamos intra-firma a la empresa adquirida.

venta de PVC y soda cáustica en el Mercosur a través de la integración y expansión de sus operaciones en la región, una fuerte relación con sus clientes y la aplicación de tecnología de punta" (Solvay Indupa, 2001, pág. 5, Prospecto Obligación Negociable).

[65] "Durante 2008, CICSA incrementó su participación de mercado de 16,1% a 20%" (Compañía Industrial Cervecera, 2008, pág. 8).

La sociedad Arauco diversificó sus inversiones financieras en inversiones permanentes, préstamos a partes relacionadas, y demanda de efectivo (véase Figura 6.19). Respecto a las primeras se destacaron las compras de aserraderos (2004), participaciones en Ecoresine S.A.I.F. (2006), compras de plantas de Faplac SA, capitalizaciones a su controlada Empreendimentos Florestais Santa Cruz Ltda (2008 y 2010), adquisiciones de Forestal Talavera S.A. y Greenagro S.A. (2010 y 2011, respectivamente), y aumento de participaciones en la sociedad relacionada Arauco Forest Brasil S.A. (2013). Los préstamos intra-firma fueron concretados en los años 2004, 2005 y 2010. Estos fueron otorgados a Forestal Celsur S.A. (Chile), Industrias Forestales S.A. (Chile), Arauco Forest (Brasil) y a Faplac S.A. (Argentina). En el año 2004, Forestal Celsur adquirió una sociedad controlada por Arauco en Argentina denominada Forestal Cono Sur S.A. De esta forma, el financiamiento fue destinado con el fin de realizar cambios de manos de activos entre el mismo conglomerado.

Figura 6.20: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Argentina: ingresos financieros en sus diversos componentes en millones US$ (eje principal, gráfico de barra); y en relación a las ventas (eje secundario, gráfico de línea) en %



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

Por último, Quickfood realizó tanto inversiones temporarias como permanentes. Entre las primeras se destacaron demandas de efectivo, préstamos intra-firma, como así también, compras de activos financieros (véase Figura 6.19). Una vez concretada la adquisición de Quickfood por parte de BRF Brasil Food en el año 2012, la firma otorgó préstamos

intra-firma a Avex S.A. (Argentina) en los años 2013 y 2014. Además, en los años 2014 y 2015, la firma adquirió activos financieros correspondientes a fondos comunes de inversión. En tanto, en el año 2015, la sociedad compró diversas marcas relacionadas a la comercialización de hamburguesas y salchichas (Vienissima, Wilson, Hamond, Tres Cruces y GoodMark). Por lo tanto, parte de las inversiones de corto plazo fueron canalizadas hacia las mencionada inversiones permanentes.

Los ingresos financieros de las empresas se constituyeron en un reflejo de sus inversiones. Como podemos observar en la Figura 6.20, los esfuerzos por capturar rentas financieras dieron sus frutos. En empresas como Siderar, Solvay y Arauco, se observaron elevados ingresos financieros, tanto en términos absolutos como relativos. Los esfuerzos tanto de Siderar como de Solvay en lograr una mayor centralización del capital permitieron que las empresas obtengan elevadas rentas provenientes de participaciones de los resultados en sociedades controladas. Por otro lado, Arauco logró capturar rentas patrimoniales provenientes de la revalorización de los bosques que le pertenecen. En este sentido, la centralización del capital en Arauco fue central en tal estrategia, dado que muchas de las compañías adquiridas forman parte del rubro forestal.

Por otra parte, no fueron menores las partidas por valorización patrimonial de Siderar y Solvay (véase Figura 6.20). Estas estuvieron vinculadas a la revalorización de activos por la variación del tipo de cambio. La estrategia en mantener activos líquidos fue fundamental para capturar tales rentas. Siderar invirtió en activos líquidos hasta el año 2011, período que acumuló las mayores ganancias patrimoniales. En tanto, Solvay aumentó la participación de activos líquidos desde el año 2011. Estos activos líquidos están vinculados con las cuentas por cobrar. La sociedad obtuvo saldos comerciales superavitarios, mientras las cuentas a cobrar se denominaron en dólares. Ante variaciones positivas del tipo de cambio, la firma percibió ganancias patrimoniales[66].

Por último, cabe destacar los ingresos financieros de Quickfood. Dado que la firma centró su estrategia a la adquisición de activos líquidos así como al otorgamiento de préstamos intra-firma, los ingresos financieros mayoritarios resultaron ser los intereses ganados.

Las inversiones financieras otorgaron la liquidez suficiente para desarrollar la estrategia de centralización del capital. Además, estas inversiones proporcionaron cierta liquidez dado que remitieron dividendos y ganancias en el corto plazo.

[66] "La Sociedad considera que el riesgo derivado de esta exposición a la devaluación se encuentra mitigado por el hecho de que, directamente o por medio de su sociedad controlada, tiene ventas denominadas en moneda extranjera y que esto le provee una cobertura natural, aunque imperfecta, a los riesgos de tipo de cambio" (Solvay Indupa, 2017, pág. 34).

6.4.4 Inversión productiva

La inversión productiva de las empresas seleccionadas presentó ciclos muy marcados. Por lo general, la inversión neta de las firmas se incrementó en los años 2006-2008 (véase Figura 6.21). Este fenómeno se vinculó con el crecimiento general de la economía. En empresas como Siderar, Solvay, como Arauco, las mayores inversiones se realizaron en dichos años. Siderar comenzó a incrementar sus capacidades productivas en el año 2005 a pesar de llevar a cabo las respectivas inversiones permanentes. Por lo tanto, si bien se incrementaron las inversiones productivas, esta no lo hizo de la misma forma en términos relativos (con respecto a los demás destinos del excedente). Estas inversiones fueron incrementales hasta los años 2007-2008, años de elevado crecimiento económico [67]. En 2009, la inversión productiva cayó fuertemente en Siderar, debido a los efectos de la crisis de los países occidentales [68]. Aunque cabe destacar que la sociedad no ahorró en gastos a la hora de fugar capitales en dicho año, dado que estaba preparando nuevamente un proceso de centralización de capital. Luego de la crisis, la economía se recuperó, por lo tanto, las inversiones productivas también lo hicieron. Estas crecieron progresivamente hasta el año 2013[69]. El peso de estas se vio reducido dado que la firma estuvo invirtiendo en activos líquidos y fuga de capitales con el fin de concretar el último proceso de centralización del capital. Luego de dicho año, el dinamismo de la economía tornó a estancarse. Las inversiones productivas comenzaron a descender. Aunque también lo hicieron tanto la fuga de capitales como la inversión financiera, por lo tanto, en términos relativos, el destino del excedente hacia la inversión productiva se mantuvo estable.

Fruto del auge económico durante los años 2007-2008, la inversión de Solvay tuvo un claro ciclo alcista [70]. Sin embargo, este ciclo terminó pronto. Para el año 2009, la inversión neta decreció dado que las amortizaciones fueron más altas que las inversiones bruta realizadas. Este escenario se mantuvo a lo largo de toda la serie con las únicas

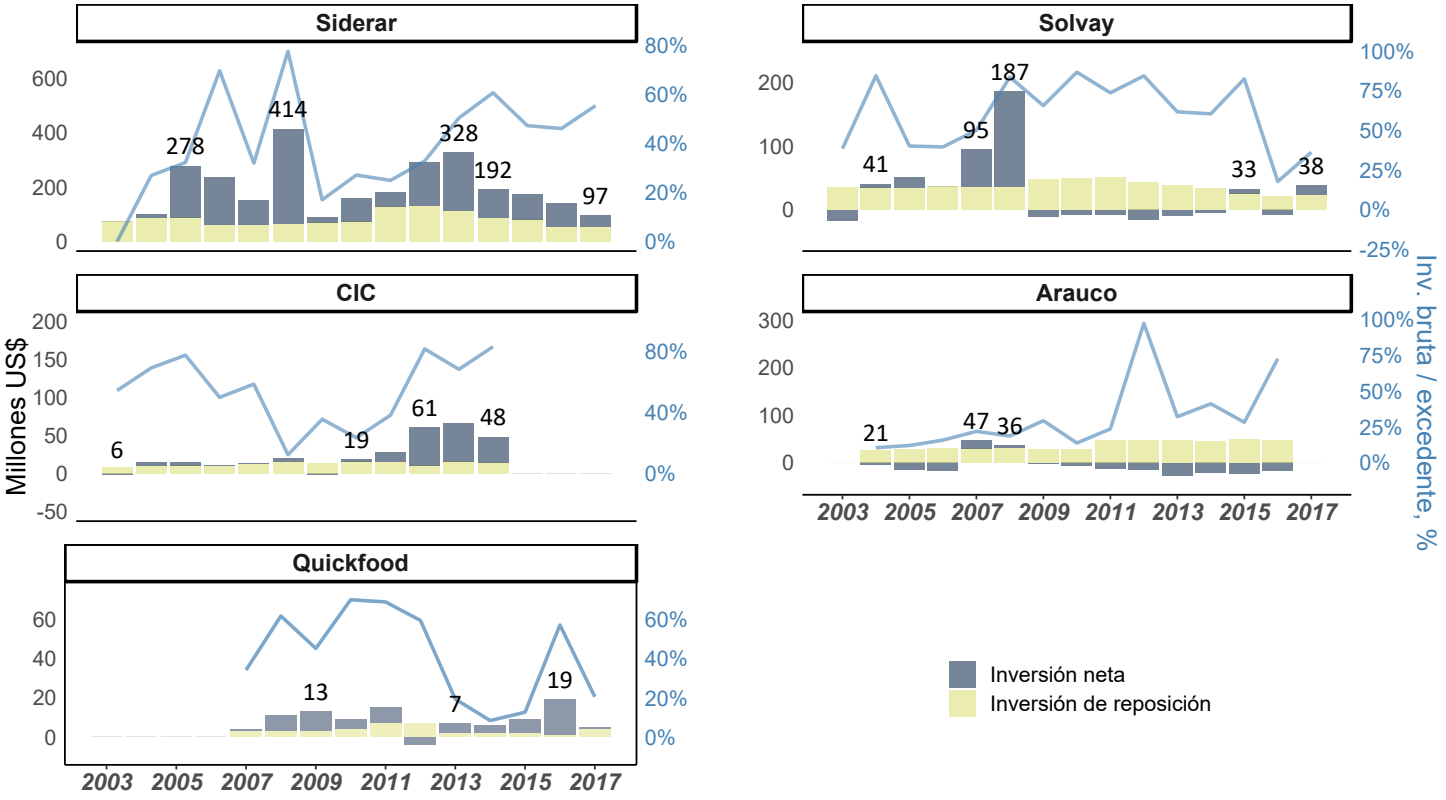
[67] "Durante el ejercicio finalizado en diciembre 2007 la economía argentina mantuvo un sostenido ritmo de crecimiento, concretando así el quinto año consecutivo de expansión. Las mejoras en los niveles de actividad industrial (especialmente el sector automotriz) y de la construcción, mantuvieron firmes las condiciones de la demanda de productos siderúrgicos en el mercado argentino" (Siderar, 2007, pág. 1).

[68] "Dada la grave crisis internacional desatada a mediados del año 2008, su severo impacto en el mercado mundial del acero y la incertidumbre respecto de la evolución de la demanda del mismo, la Sociedad se vio en la necesidad de reprogramar la ejecución del Plan de Inversiones previsto para la ampliación de su capacidad productiva e iniciar un proceso de renegociación de plazos y precios de los principales contratos, que intenta reducir al mínimo las erogaciones, especialmente durante el año 2009, en el cual se verán los peores efectos de la crisis mundial en todas las economías" (Siderar, 2008, pág.1).

[69] "Durante el año 2013 se continuó avanzando en diversos proyectos con el fin de expandir la capacidad de producción de acero, mejorar la eficiencia, confiabilidad y tecnología de los procesos, y ampliar la gama de productos. Se destaca la inauguración de una nueva estación de desgasificado al vacío, que habilita la producción de aceros de alta gama para las industrias automotriz y de electrodomésticos. Asimismo se encuentra en etapa de prueba una nueva colada continua de desbastes, que redundará en un incremento en la producción de acero" (Siderar, 2013, pág. 3).

[70] "Finalmente, el 13 de diciembre de 2007 el directorio aprobó por unanimidad el inicio de una segunda fase de ampliación de la capacidad productiva y la construcción de una Planta de producción de Etileno en Santo André basada en bio-combustible de aproximadamente 60.000 toneladas por año" (Solvay Indupa, 2007, pág. 5).

Figura 6.21: Empresas extranjeras de la industria manufacturera en Argentina: inversión productiva en millones US$ (eje principal, gráfico de barra); y su relación con el destino del excedente (eje secundario, gráfico de línea) en % (2003-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.
Nota: El destino del excedente comprende la suma de la inversión productiva, la inversión financiera y la fuga de capitales.

excepciones de los años 2015 y 2017. Luego del año 2008, el excedente generado por la firma decayó, como consecuencia, desincentivó el incremento de las capacidades productivas. En términos relativos con respecto a los demás destinos del excedente, la inversión productiva se mantuvo a pesar de su caída, dado que tanto la fuga de capitales como la inversión financiera también lo hicieron. Únicamente en los años 2016 y 2017, el peso relativo de la inversión productiva decayó ya que se diversificó el destino del excedente hacia inversiones financieras y fuga de capitales, sin que ello repercutiese en incrementos significativos de las capacidades productivas. En este sentido, si bien los fondos de la firma se habían dinamizado fruto del endeudamiento, el escenario de la industria manufacturera no fue propicio durante los años 2016 y 2017 para el desarrollo de inversiones productivas de gran escala [71].

La cervecera CIC incrementó sus capacidades productivas tardíamente. Primero pre-

[71] "Además, la adecuación de las tarifas eléctricas, a las que seguirán según lo anunciado por el gobierno los aumentos en las tarifas del gas y del transporte, están impulsando la inflación, y por otra parte una mayor demanda de dólares para importar está empujando la cotización del tipo de cambio, con lo cual el aumento de precios recibe nuevo impulso. Estas circunstancias apuntadas son las que llevan a los analistas a prever un crecimiento nulo de la economía argentina para 2016" (Solvay Indupa, 2015, pág. 128).

firió desarrollar una estrategia de centralización del capital en el año 2008, momento que la demanda se mantuvo en alza. Es por ello que el peso de la inversión productiva en el destino del excedente estuvo deprimida durante el período 2008-2011. En este mismo período el excedente generado por la firma creció, destinándolo a fuga de capitales e inversiones permanentes. Las nuevas inversiones productivas se desarrollaron en el marco de un menor dinamismo de la demanda. Aunque cabe aclarar que las inversiones comentadas en la memoria no buscaron escalar tecnológicamente en el proceso de trabajo, sino más bien, tendieron a ampliar ciertas capacidades, incluida la infraestructura de la firma[72].

La inversión productiva de Arauco se mantuvo reducida a lo largo de toda la serie ya que la sociedad privilegió la fuga de capitales y la inversión financiera. Dicha afirmación se reflejó en la baja participación de la inversión productiva en el destino del excedente. Únicamente en el año 2007, la sociedad mostró niveles positivos de inversión neta, los cuales no resultaron cuantiosos. En los demás años, las amortizaciones fueron significativas.

Por último, Quickfood tuvo un desempeño dispar. En el período 2013-2015, la participación de la inversión productiva en el destino del excedente fue reducido dado que se privilegió la inversión financiera. En general la inversión no mostró ningún ciclo particular, a pesar que predominaron las inversiones netas. Las reiteradas devaluaciones desde el año 2014 perjudicaron el margen de utilidades de la empresa, por lo tanto, la dinámica de la misma se vio reflejada en el desempeño de la inversión productiva.

6.5 Conclusión

Las empresas seleccionadas desarrollaron una estrategia definida. Por lo general, las firmas brasileras lograron sostener una creciente fuga de capitales dado que las inversiones financieras fueron mantenidas a lo largo del tiempo. Las inversiones de carácter financiero permitieron dinamizar los ingresos del mismo tipo, los cuales nutrieron las salidas de divisas. El endeudamiento fue un componente determinante para las firmas brasileras al permitir elevar la inversión financiera y los respectivos ingresos financieros. Por lo general, estos tuvieron a los préstamos intra-firma como su principal componente. Además, a través de la centralización de capital buscaron captar rentas provenientes de las participaciones controladas. Estas últimas permitieron, a su vez, otorgar la liquidez necesaria para fugar los capitales hacia el exterior.

La firma Usiminas particularmente priorizó la inversión productiva por medio del endeudamiento externo. Sin embargo, este endeudamiento fue utilizado no sólo para el incremento de las capacidades productivas, sino que además motorizó tanto la inversión financiera como la fuga de capitales. La caída de la rentabilidad de la firma impidió lograr

[72] "Se instaló una nueva llenadora en línea 1 de Planta Lujanpara ampliar la capacidad anual en dicha Planta. Se finalizó obras de infraestructuras en depósitos de Sauce viejo y Planta Lujan. Se adquirió una despaletizadora a granel, dos secadoras de botellas y una etiquetadora. También se realizó un upgrade a los inspectores de botellas" (Compañía Industrial Cervecera, 2014, pág. 8).

su objetivo de expansión productiva y terminó desembocando en un proceso de sobre-acumulación y sobre-endeudamiento. En tanto, la firma AmBev diversificó su fuga de capitales en varios componentes, sin embargo, su estrategia de centralización del capital le otorgó un claro sesgo hacia la captación de participaciones en los resultados de sus controladas para su posterior distribución hacia el exterior. Por otra parte, tanto Bayer como Whirlpool desarrollaron inversiones financieras para obtener intereses financieros de ellas. Ambas lograron acaparar dichas rentas financieras. Mientras la primer firma los fugó por medio de intereses pagados, la segunda priorizó los dividendos. La estrategia de acumulación resultó ser similar a la desplegada por Souza Cruz, la cual concretó ingentes giros de dividendos. En tanto, DuPont tuvo una estrategia vinculada a las compras a guaridas fiscales en conjunto a una inversión financiera abultada. Esta última permitió capturar ganancias patrimoniales por medio de la valorización de aquellos activos adquiridos.

El aumento de la rentabilidad, y por ende del excedente, viavilizó un incremento de la fuga y la inversión financiera en mayor proporción que la inversión productiva. A su vez un mayor excedente durante el período bajo estudio permitió apalancar a las empresas con mayor endeudamiento. En este sentido, la inversión productiva se encontró relegada en el destino del excedente, aunque durante el período bajo estudio, logró dinamizarse limitadamente fruto del mayor nivel de demanda general de la economía.

Las empresas argentinas presentaron un desenvolvimiento particular. Estas se financiaron preponderantemente a través del sistema bancario nacional e internacional. Las firmas tendieron a catapultar su acumulación por medio de la centralización del capital. Así también, acumularon capitales en el extranjero para lograr dicho objetivo. Este es el caso de Siderar, la cual buscó acumular rentas a través de la centralización del capital y su giro por medio de la distribución de dividendos. Sin embargo, cabe destacar que los ingresos financieros no pudieron ser sostenidos a lo largo del tiempo como en el caso brasilero. El mayor excedente generado por la economía argentina permitió dinamizar los ingresos financieros, aunque una vez que el ciclo de crecimiento se revirtió en los años 2008-2009, estos decayeron fuertemente. Las inversiones financieras estuvieron centradas en las inversiones permanentes y en la demanda de efectivo. Esta última permitió acumular liquidez ante la compra de participaciones y empresas ya existentes. En este sentido, si bien dicha estrategia se aparentó con los casos brasileros, estos últimos lograron acaparar y mantener inversiones financieras e ingresos financieros a lo largo de todo el período bajo estudio. Además, generalmente los ingresos financieros en las firmas brasileras superaron relativamente a los de las firmas argentinas.

La inversión productiva es otro punto a destacar. La misma lideró el destino del excedente en todas las firmas argentinas a excepción de Arauco. En esta última empresa extranjera, la fuga de capitales fue prioridad, y por ende, se destacó la inversión de reposición dado que las amortizaciones superaron a las inversiones productivas. En este sentido, la fuga de capitales se tornó dañina y contraria a los objetivos productivos. El peso de la

inversión productiva en las firmas argentinas diferenció a estas de los casos seleccionados en Brasil. Esto puede ser el reflejo de las diferencias en el tamaño entre las mismas. Por otro lado, se destacó Siderar en la evolución de las inversiones netas, aunque las mismas se concentraron en el período de mayor expansión productiva (2004-2012).

Por otro lado, los dividendos girados fueron un punto destacado de la fuga de capitales de las firmas argentinas, comportamiento que imprimió puntos de contacto con la estrategia de las empresas brasileras. Aunque la formación de activos en el exterior de las empresas argentinas se diferenció de las brasileras. Siderar, Solvay y Arauco utilizaron este mecanismo para acumular liquidez en el exterior. Dicha liquidez fue útil para realizar las respectivas expansiones geográficas tras la compra de activos en empresas en el exterior.

Bibliografía

AmBev (2003-2017), 'Balance contable', *CVM* .

Arend, M. (2015), A industrialização do brasil ante a nova divisão internacional do trabalho, Technical report, Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

Azpiazu, D. & Manzanelli, P. D. (2011), 'Reinversión de utilidades y formación de capital: en un grupo selecto de grandes firmas (1998-2009)', *Realidad económica no. 257* .

Azpiazu, D. & Schorr, M. (2010), *Hecho en Argentina: industria y economía, 1976-2007*, Siglo XXI Editores.

Barros, M. V. d. et al. (2007), 'Adaptação estratégica do centro de tecnologia de refrigeração da multibrás frente à globalização com a whirlpool'.

Basualdo, E., Wainer, A., Barrera, M., Bona, L., González, M. & Manzanelli, P. (2017), 'Endeudar y fugar', *Un análisis de la historia económica argentina de Martínez de hoz a Macri. Siglo XXI. Buenos Aires* .

Bayer S.A., f. b. (2003-2017), 'Balance contable', *CVM* .

Bisang, R. (2011), 'Agro y recursos naturales en la argentina:¿ enfermedad maldita o desafío a la inteligencia colectiva?', *Boletín Informativo Techint* **336**, 63–83.

Bonelli, R. & Pessôa, S. d. A. (2010), 'Desindustrialização no brasil: um resumo da evidência'.

Cano, W. (2012), 'Deindustralization in brazil', *Economia e Sociedade* **21**(SPE), 831–851.

Cassini, L. (2015), 'Reinversión de utilidades y concentración en la industria manufacturera argentina', *Realidad económica. no. 292 (2015)* .

Cassini, L., García Zanotti, G. & Schorr, M. (2017), 'Los caminos al desarrollo. trayectorias nacionales divergentes en tiempos de globalización', *IDAES* .

Cervieri Júnior, O., Júnior, T., Rodrigues, J., Galinari, R., Rawet, E. L. & Silveira, C. T. J. d. (2014), 'O setor de bebidas no brasil'.

Compañía Industrial Cervecera, f. (2003-2014), 'Balance contable', *CVM* .

Conista Comercial, D. a. (2018), 'Techint firmó un acuerdo de convivencia con sus socios japonenses en brasil', *https://www.cronista.com/negocios/Techint-firmo-un-acuerdo-de-convivencia-con-sus-socios-japoneses-en-Brasil-20180209-0076.html* .

DuPont, f. b. (2003-2017), 'Balance contable', *CVM* .

Fanelli, J. (2011), 'Recursos naturales:¿ bendición o maldición? sobre la experiencia argentina en los 2000', *Boletín Informativo* **336**.

Fernández Massi, M. (2019), 'Los procesos de desintegración productiva en el sector petroquímico', *Tesis Doctoral, en prensa* .

Gaggero, A. (2015), 'Fuga de capitales vii. los efectos de la internacionalización y extranjerizacióon de los grandes grupos empresarios argentinos. los casos de techint, eurnekian y fortabat', *CEFID-AR* .

Herrera, G. & Tavosnanka, A. (2011), 'La industria argentina a comienzos del siglo xxi', *Revista cepal* .

Kalecki, M. (1956), 'Teoría de la dinámica económica, fce'.

Kulfas, M. (2016), *Los tres kirchnerismos: una historia de la economía argentina, 2003-2015*, Siglo Veintiuno Editores.

La Nación, D. a. (2011), 'Rocca quiere comprarle a la anses las acciones en siderar', *https://www.lanacion.com.ar/1370447-rocca-quiere-comprarle-a-la-anses-las-acciones-en-siderar* .

Lavarello, P. J. & Mancini, M. (2017), 'Politica industrial y recuperación manufacturera en argentina', *Políticas industriales y tecnológicas en América Latina. Santiago: CEPAL, 2017. LC/TS. 2017/91. p. 79-132* .

Lavarello, P. J. & Sarabia, M. (2017), 'La política industrial en la argentina durante la década de 2000', *Manufactura y cambio estructural: aportes para pensar la política industrial en la Argentina. Santiago: CEPAL, 2017. p. 157-199* .

Mancini, M. & Lavarello, P. (2013), 'Heterogeneidad estructural: origen y evolución del concepto frente a los nuevos desafíos en el contexto de la mundialización del capital', *Entrelíneas de la Política Económica* **6**.

Manzanelli, P. (2016), Grandes corporaciones y formación de capital en la Argentina 2002-2012, PhD thesis, Universidad de Buenos Aires (Facultad de Ciencias Sociales).

Milaneze, K. L. N. & Rachid, A. (2016), 'Internacionalização e mudança na gestão: Um estudo de caso na indústria de eletrodomésticos', *Desafio Online* **4**(2), 80–99.

Oreiro, J. L. & Feijó, C. A. (2010), 'Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro', *Brazilian Journal of Political Economy* **30**(2), 219–232.

Pérez, C. (2010), 'Dinamismo tecnológico e inclusión social en américa latina: una estrategia de desarrollo productivo basada en los recursos naturales', *Revista Cepal* .

Quickfood (2007-2017), 'Balance contable', *CVM* .

Santarcángelo, J. E. & Perrone, G. (2012), 'La cúpula empresaria e industrial en argentina durante la postconvertibilidad: transformaciones, rentabilidad y empleo', *Revista Análisis Económico* **27**(64), 213–232.

Santarcángelo, J. E. & Stradda, J. (2014), 'Transformaciones en la industria siderúrgica durante la post-convertibilidad', *Estudios económicos* **31**(63), 81–106.

Schorr, M., Manzanelli, P. & Basualdo, E. (2012), 'Elite empresaria y régimen económico en la argentina. las grandes firmas en la posconvertibilidad', *Área de Economía y Tecnología de la FLACSO, Documento de Trabajo* **22**.

Schorr, M. et al. (2013), *Argentina en la posconvertibilidad:¿ desarrollo o crecimiento industrial? Estudio de economia politica*, number 330.982.

Siderar, f. (2003-2017), 'Balance contable', *Cnv* .

Solvay Indupa, f. (2003-2017), 'Balance contable', *CNV* .

Souza Cruz, f. (2003-2017), 'Balance contable', *CVM* .

Stumpo, G., Rivas, D. et al. (2013), 'La industria argentina frente a los nuevos desafíos y oportunidades del siglo xxi'.

Tregenna, F. (2013), 'Deindustrialization and reindustrialization', *Pathways to Industrialization in the Twenty-First Century: New Challenges and Emerging Paradigms* pp. 76–102.

Usiminas (2003-2017), 'Balance contable', *CVM* .

Vargas, M. A., Gadelha, C. A. G., Maldonado, J. M. & Barbosa, P. R. (2010), 'Reestruturação na indústria farmacêutica mundial e seus impactos na dinâmica produtiva e inovativa do setor farmacêutico brasileiro', *XV ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA. SOCIEDADE BRASILEIRA DE ECONOMIA POLÍTICA (SEP), São Luiz* .

Veiga, J. G. (2017), 'Megafusiones en el sector agroindustrial: semillas y agroquímicos', *B0. let. in* p. 47.

Whirlpool (2003-2017), 'Balance contable', *CVM* .

Capítulo 7

Financiarización del sector petrolero

Introducción

En el presente capítulo se describirán diversos casos de financiarización de compañías petroleras en Argentina y Brasil. El sector petrolero posee la particularidad de ser una rama intensiva en capital dada las necesarias inversiones para la extracción de los recursos en el subsuelo, a la cual se le suma el agotamiento constante de los mismos. La reproducción ampliada en el sector demanda ingentes inversiones para evitar el declinamiento de las reservas explotadas. A su vez, el sector suele generar un excedente igual de considerable para cubrir tales demandas de inversión. En este sentido, ya sea para su financiamiento como por su autofinanciamiento, el sector debe gestionar enormes masas de fondos. Las formas financiarizadas por las cuales se tracciona el capital pueden ser variadas dependiendo el objetivo en su estrategia de acumulación.

En el presente capítulo se observarán diversos esquemas de financiarización en el sector, a través de los casos de YPF (gestión Repsol), Pan American Energy, Petrobras Argentina, Chevron (tras el contrato con YPF), Tecpetrol y Raízen Combustíveis (Shell en Brasil) durante el nuevo milenio (2000-2017). El espacio dedicado al capital extranjero de Brasil será menor, dado que la extracción, y procesamiento de los hidrocarburos (*upstream* y *downstream*) se encuentra en manos de la empresa estatal Petrobras. En cambio, como veremos, en Argentina el papel que posee el capital extranjero en el sector es muy relevante y nos presenta variados esquemas de financiarización. El objetivo del apartado consiste en estudiar la estrategia de acumulación, el destino del excedente de las compañías, las ganancias patrimoniales, y la fuga de capitales.

En este sentido, tanto en Brasil como en Argentina, el nuevo milenio ha presentado ricas experiencias de financiarización. Las firmas lograron realizar ingentes ganancias patrimoniales, desarrollaron grandes inversiones financieras, así como emprendieron enormes fugas de capitales, y por último y no menos importante, desarrollaron megas-inversiones productivas. En Argentina el sector sufrió quiebres en la estrategia de acumulación. Bajo

la gestión Repsol, YPF primó su autofinanciamiento con destino a la fuga de capitales, así como también, garantizó ingentes ganancias patrimoniales a la multinacional española. Tras la estatización de YPF, el nuevo esquema de financiarización demandó financiamiento externo para el desarrollo productivo de Vaca Muerta [1], donde Chevron devino en prestamista. Por otro lado, el desempeño del capital extranjero en Brasil se encontró relegado por el peso que posee la estatal Petrobras a nivel sectorial. El capital extranjero logró insertarse en los espacios de comercialización del mercado de combustible, cuyas características son la baja inversión productiva y los elevados beneficios fruto del grado de monopolio que detentan las firmas. El esquema de financiarización en Brasil priorizó la adquisición de activos financieros y la fuga de capitales.

El capítulo se encuentra estructurado de la siguiente forma: en la primera sección se presentarán brevemente los casos bajo estudio. En la segunda sección se observará el desenvolvimiento del sector en Argentina, la estructura corporativa de cada compañía para observar la centralidad del capital, las ganancias patrimoniales (compra-venta de empresas), y la fuga de capitales. Posteriormente analizaremos el esquema de financiarización seguido por las empresas extranjeras en Argentina luego de la estatización de YPF. En la tercera sección se estudiará el caso brasilero a través de las operaciones de fuga de capitales e inversiones financieras, así como las ganancias patrimoniales realizadas. Por último, se realizará una reflexión final.

7.1 Presentación de casos

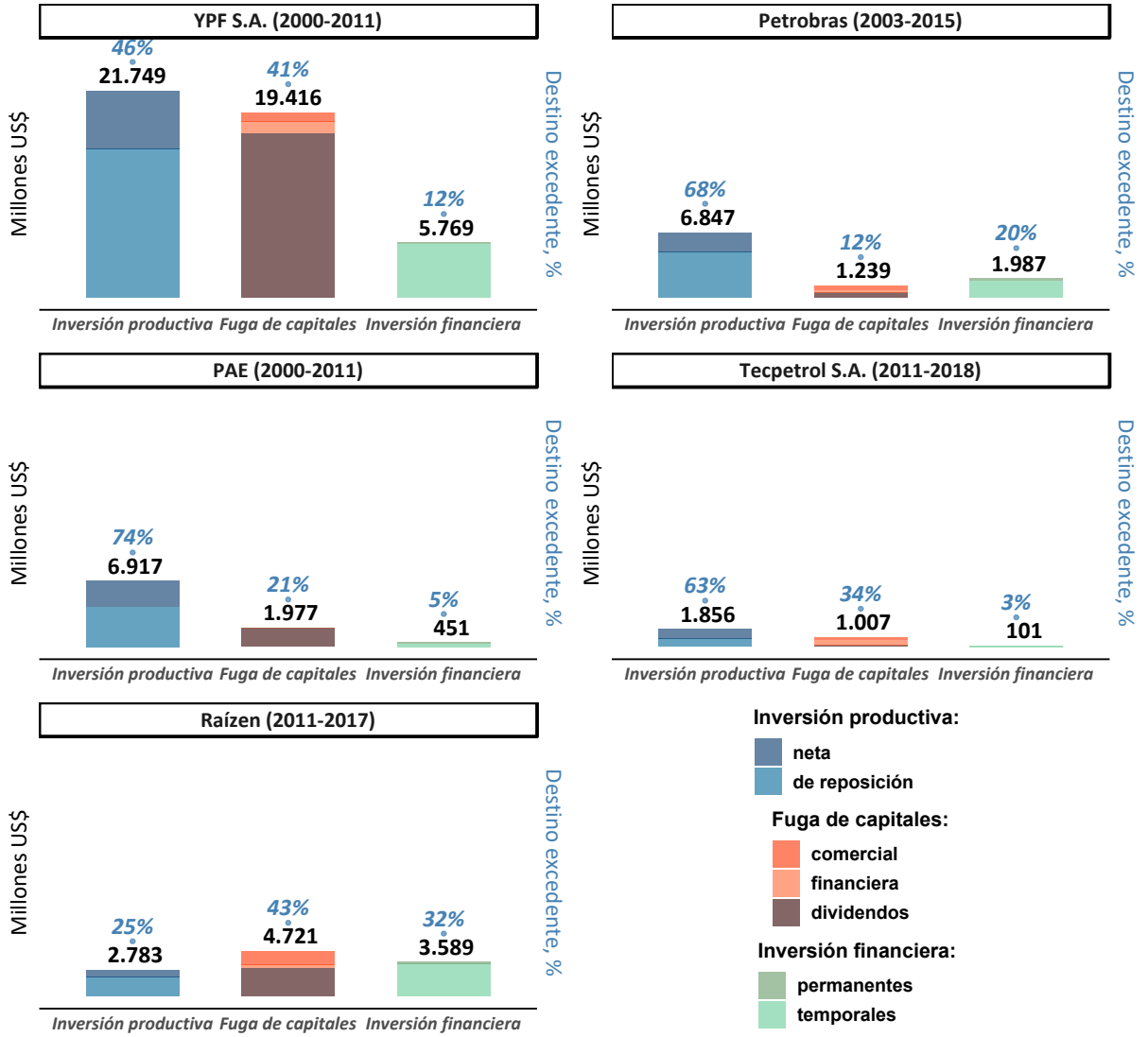
En esta sección resumiremos los casos estudiados. Desde ya, debemos resaltar que existen rangos temporales disímiles. Además, pueden existir diferencias en la inserción de las firmas sobre distintas sub-ramas que explican gran parte del desenvolvimiento de las compañías. Sin embargo, nuestra intención es comprender resumidamente las estrategias de acumulación de cada firma. Para ello, se observó en el largo plazo (es decir, en forma acumulada) el comportamiento de las sociedades tratadas.

En primer lugar, respecto a la inversión financiera, se presentó una elevada adquisición de activos líquidos por parte de la firma Raízen en comparación a las firmas argentinas (véase Figura 7.1). Esto se debe al tipo de régimen de acumulación de Brasil y el sector de actividad menos intensivo en capital. A la misma le siguió en importancia la firma Petrobras Argentina con aumentos de efectivo y préstamos otorgados a partes relacionadas. Llamativamente, la inversión productiva de Raízen resultó ser menor a las partidas financieras.

La inversión productiva comprende otro hecho a destacar. Por un lado, YPF bajo gestión Repsol fue la petrolera argentina que en términos relativos menos recursos destinó

[1] Vaca Muerta es una formación geológica que contiene recursos hidrocarburíferos tipo no convencional, principalmente de shale gas y shale oil.

Figura 7.1: Destino del excedente: inversión financiera, productiva y fuga de capitales de Argentina y Brasil, valores acumulados en millones US$.



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

a la inversión productiva. Gran parte de la inversión productiva se reflejó en inversión de reposición, y en menor parte, como inversión neta. Desde ya, el bajo ratio de inversión de YPF fue consistente con la elevada fuga de capitales que presentó. En igual medida Raízen desarrolló una elevada fuga de capitales en conjunto a ingentes inversiones financieras. El destino menos predilecto de Raízen resultó ser la inversión productiva. A contramano, PAE destinó gran parte de su excedente a la inversión productiva dado que la inversión neta acaparó gran parte de la misma. A pesar que Petrobras destinó una mayor proporción de fondos a la inversión productiva respecto a PAE, la misma resultó ser de reposición.

Específicamente en la fuga de capitales se repite un patrón: las empresas que más fugaron, resultaron ser aquellas que menos recursos destinaron a la inversión bruta. Todas las empresas fugaron principalmente por dividendos girados. La preferencia por la liquidez de Repsol se produjo por una presión constante sobre el pago de sus deudas financieras.

Mientras que la valorización financiera en Brasil exacerbó dicha propensión a la liquidez la cual incluyó a la fuga de capitales.

Por otra parte, a partir de la estatización de YPF y la posterior firma del contrato con Chevron, se configuró un nuevo esquema de acumulación basado en el endeudamiento externo con partes relacionadas en guaridas fiscales. Este mismo impulsó la inversión productiva, y más específicamente, los aumentos de capacidad productiva. Con la llegada de Cambiemos al gobierno, la compañía estatal fue desplazada del desarrollo productivo de Vaca Muerta. Este rol fue remplazado por la empresa privada Tecpetrol del conglomerado Techint. El cambio de protagonismo en la extracción de hidrocarburos no convencionales significó una continuidad en el paradigma de financiamiento respecto al contrato entre YPF-Chevron. Tecpetrol puso en marcha su inversión productiva gracias a la toma de financiamientos externos con partes relacionadas en guaridas fiscales. Es por ello que la fuga de capitales se redujo a mecanismos financieros.

7.2 Argentina: poniendo en contexto al sector

La privatización del sector energético comenzó con el objetivo marcado de desmantelar el monopolio y fragmentar a la empresa estatal YPF, proceso que comenzó durante la última dictadura cívico-militar. Posteriormente, se sancionó la Ley Nº 23.696 de Reforma del Estado que habilitó al Ejecutivo Nacional a intervenir y "normalizar" las empresas estatales, allanando el camino para su posterior venta. El Decreto 2778/1990 transformó a YPF en una Sociedad Anónima bajo cotización conjunta en las bolsas de Nueva York (Wall Street) y de Buenos Aires. En 1992 se sancionó la Ley N° 24.145 que determinó la privatización de YPF (Barrera 2013). Por último, en el año 1999, en el contexto del agotamiento del ciclo de convertibilidad cambiaria y de un creciente problema de restricción externa por falta de divisas, se produjo la compra de YPF por parte de Repsol.

A lo largo de las últimas décadas, la entrada de empresas privadas se sostuvo principalmente por dos canales. Uno de ellos fue utilizado por empresas de capital nacional que se desarrollaron como contratistas del Estado y vieron la oportunidad de diversificar sus negocios (Barrera 2012). Este fue el caso de Bridas, Tecpetrol[2], Pérez Companc y Pluspetrol. Se trataron de empresas relativamente jóvenes que entraron en el negocio petrolero durante la última dictadura por medio de las denominadas "privatizaciones periféricas". La segunda vía de ingreso fue aprovechada por empresas extranjeras, que adquirieron activos ya existentes, sobre todo a partir de las reformas neoliberales de los '90. Este último se constituyó en los caso de British Petroleum (1999), Repsol (1999), Petrobras (2003) y CNOOC (2010).

Durante la primera década del nuevo milenio, el sector petrolero en la Argentina

[2] En el caso del grupo Techint, la empresa logró una elevada internacionalización de su capital y trasladó su sede a Luxemburgo a comienzos del nuevo milenio.

presentó un esquema de auto-financiamiento, dado que no necesitó del endeudamiento en su estrategia. Los elevados precios de los *commodities* -incluyendo el precio internacional del petróleo- habilitaron elevadas tasas de rentabilidad, las cuales no fueron correspondidas por mayores inversiones productivas. Sumado a lo anterior, los mayores excedentes se incrementaron producto de la mega-devaluación en el año 2002. En forma compensatoria, se implementaron retenciones a la exportación de hidrocarburos.

En contraposición, dichas ganancias fueron destinadas al aumento de la fuga de capitales. Si bien durante la década de los 90´ el endeudamiento fue una norma en el esquema de financiarización de las empresas más grandes del país; en el nuevo milenio, las empresas petroleras comenzaron a autofinanciarse e incluso a desendeudarse.

Durante esta primera etapa, se destacaron ciertas políticas menores en una clara ausencia de planificación estatal sobre el sector, entre las que podríamos señalar la provincialización del recurso hidrocarburífero[3], los acuerdos de precios [4] y los programas de estímulos [5].

A partir de los años 2011-2012, se produjo una creciente restricción externa fruto de una escasa dinámica de la inversión productiva sectorial. En este sentido, para el año 2011, la Argentina comenzó a mostrar déficit en la balanza comercial del sector energético (Barrera et al. 2015). La estrategia de acumulación de la empresa Repsol -vinculada a la fuga de capitales y la escasa inversión productiva- se tornó en un obstáculo para el kirchnerismo, el cual buscaba "crecimiento con inclusión social"(véase Cantamutto 2016, Pérez Roig 2016). El sector petrolero no acompañó el crecimiento general del país con inversiones productivas, cuyo resultado fueron los incrementos de las importaciones de hidrocarburos. Como respuesta a esta situación, se produjo la estatización de YPF y la firma del contrato con Chevron.

En consecuencia, el 3 de mayo de 2012 se sancionó la Ley 26.741, por la cual se expropió y nacionalizó el 51% de las acciones de YPF en manos de Repsol, efectuándose el pago por US$ 4.997,5 millones (Arelovich et al. 2015). La forma de intervención del Estado nacional en YPF conjugó claras continuidades con períodos anteriores. Al mismo tiempo que la Ley 26.741 declaró, en su artículo primero, como prioritario al autoabastecimiento energético, en su artículo 3 inciso h estableció como objetivo "La obtención de saldos de hidrocarburos exportables para el mejoramiento de la balanza de pagos [...]". Tal finalidad se reflejó a través de "la integración del capital público y privado, nacional e internacional, en alianzas estratégicas dirigidas a la exploración y explotación de hidrocarburos convencionales y no convencionales" (artículo 3, inciso c) (di Risio 2016).

Por último, el Estado nacional creó las condiciones para atraer los capitales extran-

[3] A través de la llamada Ley Corta, Ley 26.197.

[4] Véase Decreto 184/2004 sobre el precio del gas natural.

[5] Los primeros programas de estímulos fueron Gas Plus (Resolución Nº 24/2008 de la Sec. de Energía) y Petróleo Plus (Decreto Nº 2014/2008 del Poder Ejecutivo Nacional – Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios).

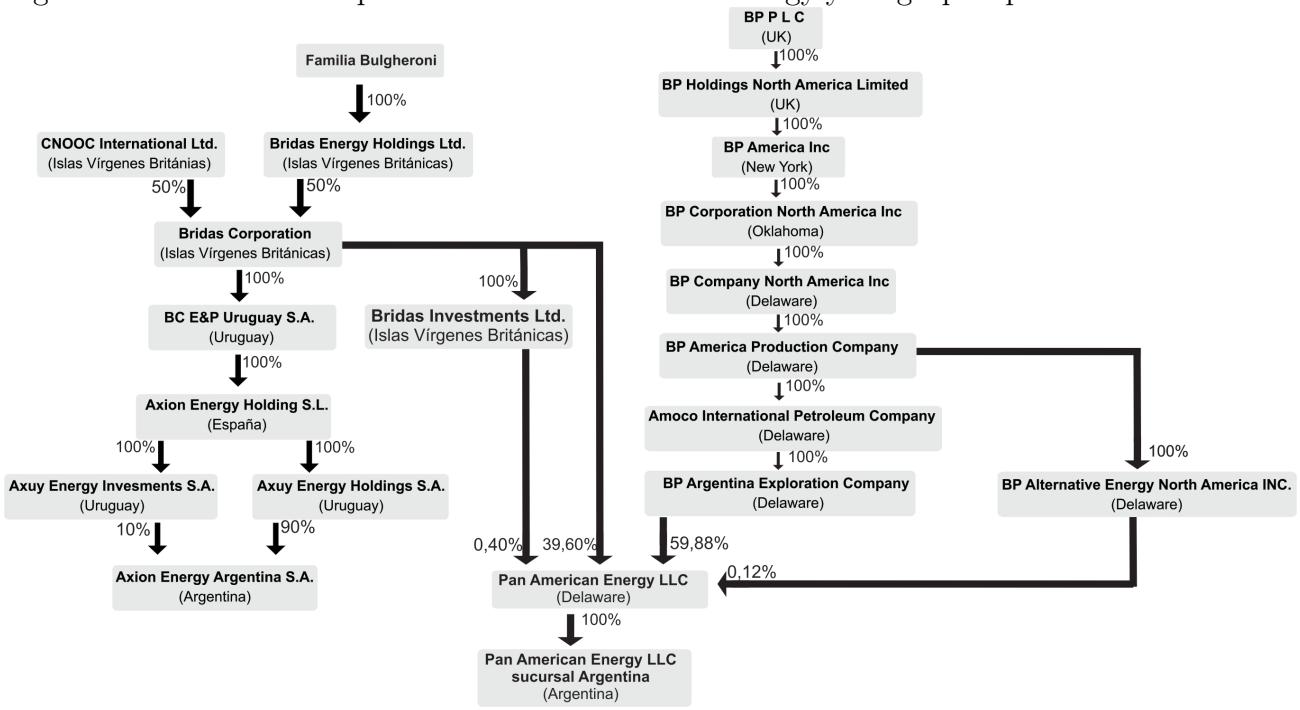
jeros y permitir la valorización de sus inversiones. De esta forma, articuló un conjunto de crecientes transferencias económicas sectoriales (García Zanotti et al. 2016). En este sentido, "YPF considera que las nuevas medidas [del gobierno nacional] han ayudado a atraer socios estratégicos para el desarrollo de su base de recursos no convencionales, tales como Chevron [...]" (YPF S. A. 2014, pág. 127).

El día anterior a la firma del contrato se publicó en el Boletín Oficial el Régimen de Promoción de Inversión para la Explotación de Hidrocarburos (Decreto 929/2013). Las empresas beneficiadas por el mismo podrían exportar su producción con alícuotas del 0% en retenciones. Al mismo tiempo, permitió la libre disponibilidad de dichas divisas y, por lo tanto, se buscó la exportación de hidrocarburos con el fin de aliviar la restricción externa.

Con la llegada del gobierno de Macri, cambiaron los actores en juego, sin embargo, el esquema de financiarización de los recursos no convencionales se mantuvo. El rol de YPF en la explotación de Vaca Muerta (en conjunto con Chevron) fue reemplazado por Tecpetrol. En tanto, los incentivos por medio de subsidios estatales siguieron existiendo, los cuales fueron acaparados por esta última firma. Además, se estableció un sendero de aumento del precio del gas en boca de pozo que benefició a las petroleras en su conjunto[6].

7.2.1 Estructura corporativa

Figura 7.2: Estructura corporativa de Pan American Energy y los grupos que la controlan



Fuente: Elaboración propia con datos de balances de Pan American Energy y datos provistos por la organización Open Oil

[6] Véase la Resolución 212 – E/2016.

El abordaje de la estructura corporativa de las multinacionales nos resultaría útil en un doble sentido: en primer lugar, permitirían comprender el grado de centralización del capital, es decir, la estrategia productiva en la concentración de firmas bajo una inserción sectorial de tipo horizontal, vertical o de diversificación. En segundo lugar, las relaciones de propiedad entre empresas del mismo conglomerado reflejarían la centralización de las rentas financieras y su realización respecto a la fuga de capitales. En esta sección veremos que estas rentas financieras adquirirán la forma de rentas de la propiedad a través del giro de utilidades, así como ganancias patrimoniales por medio de la compra-venta de empresas.

Por el grado de complejidad, el primer caso que analizaremos corresponde a Pan American Energy (PAE). Dicha empresa se ubicó como la segunda petrolera en importancia luego de YPF S.A. Su estructura corporativa comprendería una clara expresión en lo que respecta a la captura de las rentas financieras mencionadas en el anterior párrafo. Tanto la controlante inmediata como la última controlante fueron emplazadas en guaridas fiscales (véase Figura 7.2).

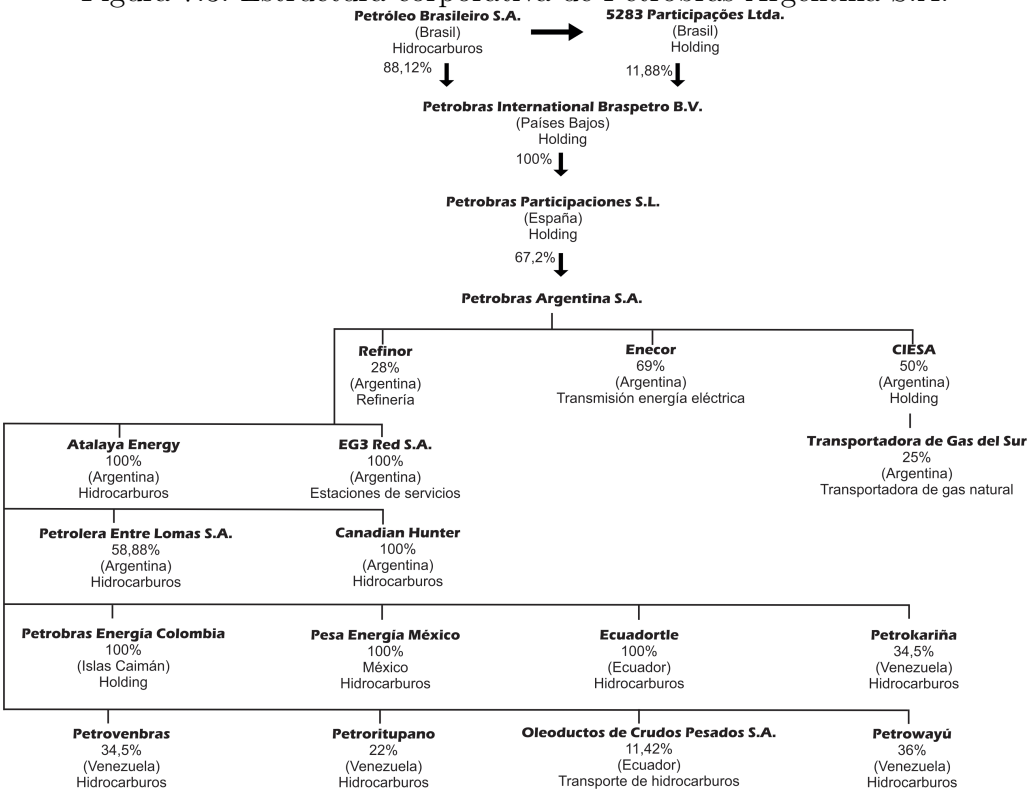
PAE se constituyó como una asociación entre Bridas Corporation (Bridas) en un 40% -integrado por capitales chinos (CNOOC) y la familia Bulgheroni (de nacionalidad argentina) en partes iguales-, y BP PLC (conocida como British Petroleum) en un 60%. Del lado de Bridas, se incorporaron estructuras de control denominadas Bridas Corporation con el 39,6% de PAE, y Bridas Investments Ldt. con el 0,4% (completando el 40% mencionado), mientras de parte de BP podríamos encontrar a BP Argentina Exploration Company con el 59,88% y BP Alternative North America INC. con el 0,12% (totalizando el 60%). Las cuatro controlantes inmediatas de PAE fueron constituidas en guaridas fiscales. Del lado de Bridas, ambas estructuras se ubicaron en las Islas Vírgenes Británicas, mientras de parte de la multinacional inglesa, el control fue concretado a través de sociedades en el Estado de Delaware (EEUU).

A su vez, se debe resaltar que PAE se incorporó como una firma en Delaware, dado que la misma operaría como sucursal. Es decir, PAE no fue constituida en una subsidiaria, sino en una sociedad extranjera, la cual funcionaría como una extensión de la firma radicada en Delaware. En principio la sucursal de una sociedad extranjera se rige por las leyes del país de origen de la Casa Matriz (en este caso, por Delaware). Por lo tanto, se le otorga un mayor grado de libertad a la sucursal dado que se encuentra controlada por una firma en un dominio extraterritorial. Por otro lado, respecto a los últimos controlantes de PAE, estos se tratarían de CNOOC International Ltd. y Bridas Energy Holdings Ltd. (de la familia Bulgheroni) radicadas en las Islas Vírgenes Británicas (todas ellas de propiedad de Bridas). Por el lado de BP, se destacaron una serie de estructuras radicadas en Delaware. Todas ellas son estructuras de tipo *holding* o cáscaras vacías.

Por otro parte, cabe aclarar que desde el año 2012, Bridas adquirió a Axion Energy Argentina S.A. (refinadora), antiguamente conocida como ESSO. Nuevamente, el control

de Axion Energy se encontró mediado por estructuras radicadas en Uruguay y España, las cuales detentaron la función de *holding*, sin actividad más que poseer participación en otras empresas.

Figura 7.3: Estructura corporativa de Petrobras Argentina S.A.

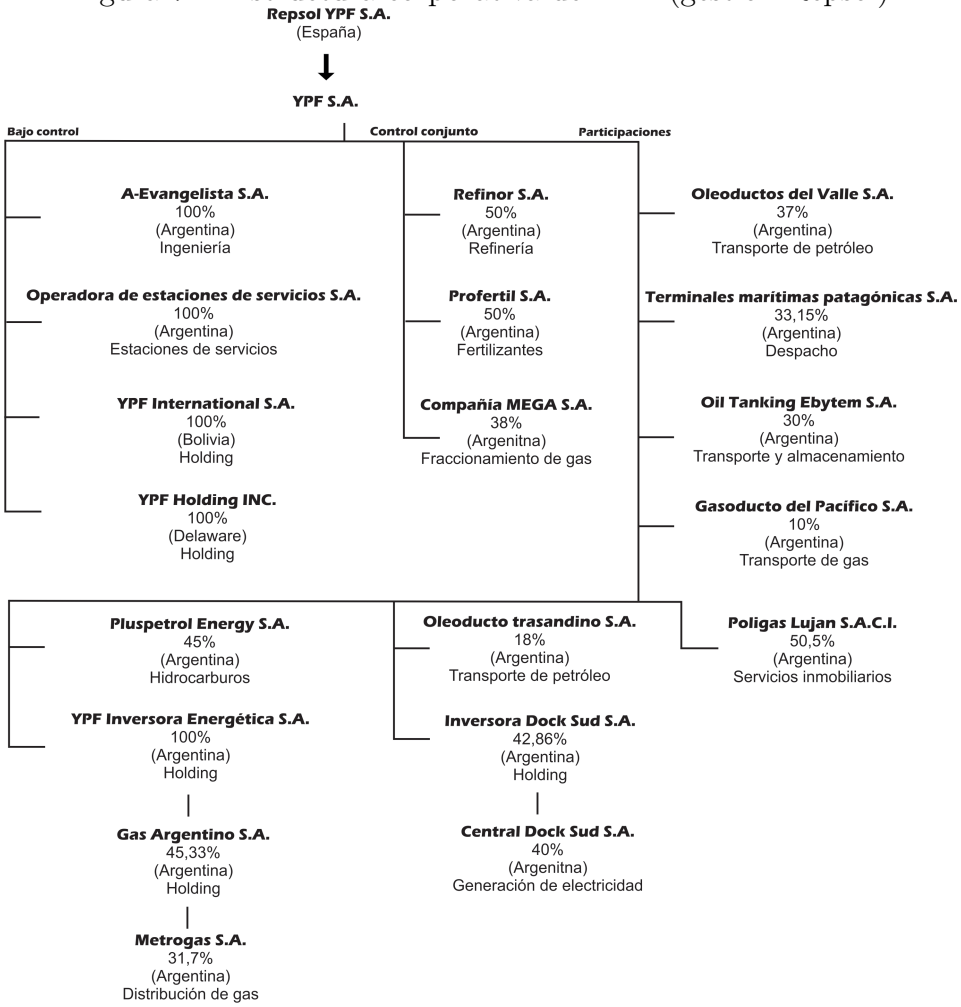


Fuente: Elaboración propia con datos contables de Petrobras Argentina S.A.

Siguiendo el orden de complejidad con sociedades intermediarias, Petrobras Argentina S.A. se ubicó en el cuarto lugar respecto a la extracción de hidrocarburos (luego de YPF, PAE y Total Austral) (véase Barrera et al. 2012). La firma mantuvo actividad tanto en *upstream* como *downstream*, a lo cual hay que sumarle el transporte de gas, las estaciones de servicios, la transmisión de energía eléctrica, petroquímica, generadores de energía eléctrica y seguros (véase Figura 7.3). Además detentó participaciones en empresas de hidrocarburos en Venezuela, México, y Ecuador. Es decir, la empresa tuvo una clara estrategia productiva de diversificación horizontal y vertical. El controlante de la firma fue Petrobras Participaciones S.L. en España. Esta sociedad se constituyó como *holding*. A su vez, la misma se presentó controlada por Petrobras International Braspetro B.V. (Países Bajos). Con anterioridad al año 2009, Petrobras Argentina se denominó como Petrobras Energía S.A. y la firma se encontraba controlada por Petrobras Energía Participaciones S.A. (firma radicada en Argentina), la cual a su vez estuvo controlada por la firma en España antes mencionada.

Por último, YPF S.A. comprende la mayor petrolera de hidrocarburos en Argentina. La misma controla una serie de compañías con un claro grado de integración vertical en

Figura 7.4: Estructura corporativa de YPF (gestión Repsol)



Fuente: Elaboración propia con datos de los contables de YPF S.A.

firmas de ingeniería, estaciones de servicios, y otras de control conjunto en sectores tales como refinería, fertilizantes, y fraccionamiento de gas; así como participaciones en: oleoductos, gasoductos, distribución de gas, generación de electricidad, terminales portuarias (despacho de petróleo) (véase Figura 7.4). El control de YPF fue ejercido por Repsol YPF S.A. radicada en España. Cabe destacar que si bien Repsol se constituyó con un objeto social vinculado a la actividad hidrocarburífera, en la clasificación ISIC (*Standard Industrial Classification*) fue englobada como compañía *holding*. Los balances individuales de Repsol mostraron una escasa facturación en comparación a los consolidados. Por lo tanto, aunque no podría clasificarse como una cáscara, la firma se especializó en el mantenimiento de participaciones en diversas compañías a lo largo del globo.

Por otro lado, como veremos más adelante, cabe destacar que YPF poseía operaciones hidrocarburíferas en Rusia, Indonesia, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador y Perú. La mayoría de dichas participaciones fueron ejercidas a través de YPF International LTD. en las Islas Caimán. Dicha filial fue constituida durante los años noventas (para comprender la etapa de gestión privada pero con control estatal, véase Sabbatella 2013).

7.2.2 Compra-venta de empresas

7.2.2.1 Compra de las estructuras principales

Las principales petroleras de Argentina fueron adquiridas por empresas multinacionales durante fines de los 90´ y principios del nuevo milenio. Tanto YPF, PAE como Petrobras sufrieron un proceso de extranjerización. Los adquirientes pudieron financiar dichas compras con cierta facilidad dado que existió un elevado nivel de liquidez a nivel internacional. Estas transacciones se produjeron debido a la crisis económica y financiera que atravesó la Argentina. En los años 90´, la mayoría de las grandes compañías se encontraban con problemas financieros fruto al elevado endeudamiento asumido [7].

La primera firma en sufrir transformaciones en su control fue PAE. Esta fue constituida en Delaware en 1997 entre Bridas y Amoco Corp., alianza que significó la extranjerización de las operaciones de Bridas en Argentina. Más tarde, en el año 1999, BP absorbió a Amoco y adquirió en Argentina la participación de este último en PAE.

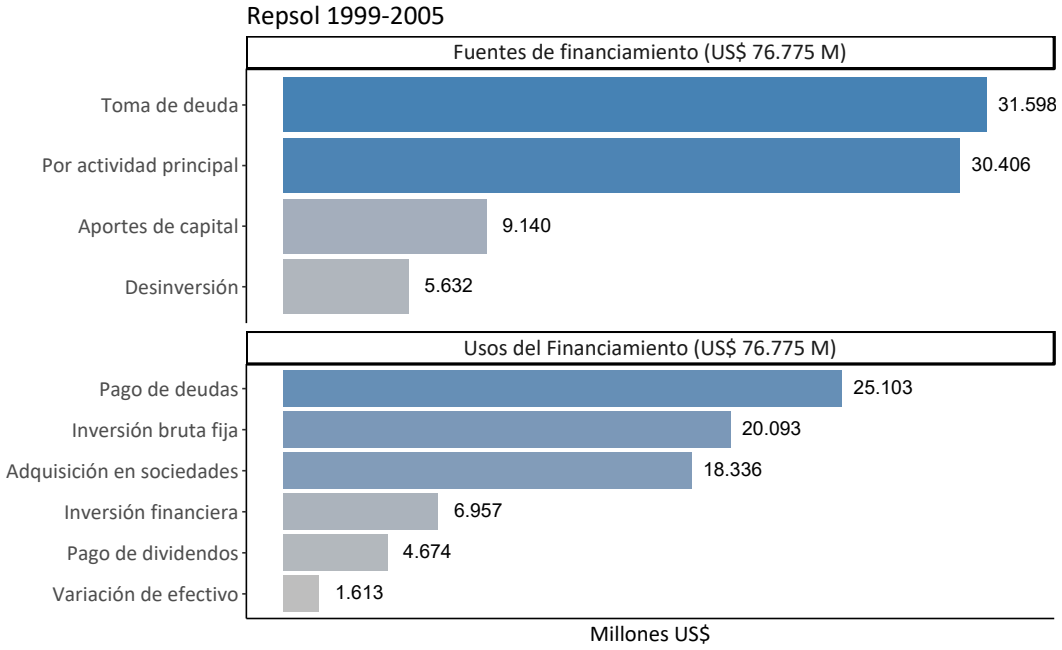
La extranjerización de PAE no terminó en dicha operación. Hasta el año 2010, Bridas fue propiedad exclusiva de la familia Bulgheroni. A partir de dicho año, la empresa petrolera estatal china (CNOOC) adquirió el 50% de Bridas, y por ende, el 20% de PAE en forma indirecta. En marzo de 2010, CNOOC adquirió el 50% de Bridas Corporation[8] en las Islas Vírgenes Británicas por un monto de US$ 3.145 millones. Desde ya, esta masa de capitales no ingresó a la Argentina dado que los controlantes se emplazaron en guaridas fiscales. Esta transacción significó la fuga de dicha fortuna a una guarida fiscal dado que la operación se realizó entre partes en un dominio extraterritorial (es decir, con participaciones de una empresa radicada en las Islas Vírgenes Británicas).

Por otro lado, la compra de YPF por parte de Repsol se concretó en el año 1999. Repsol desembolsó US$ 14.909 millones entre las tenencias en manos del Estado nacional, provincial, y los privados, con el fin de absorber el 99,04% del capital accionario de YPF. La transacción fue financiada por fondos ajenos a la compañía. En el año 1999, Repsol realizó emisiones accionarias para financiar la compra de YPF por US$ 6.004 millones y obtuvo diversas líneas de financiamientos por US$ 13.717 millones. Respecto de esta última cifra, Repsol informó en su balance del año 1999 que tomó deudas con Repsol International Finance B.V. (Países Bajos) por US$ 8.964 millones. Dicha firma se constituyó como filial de Repsol y presentó balances en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España. Allí se pudo observar que la filial en Países Bajos emitió Eurobonos para

[7] Tanto YPF, como PAE y Petrobras (gestión Pecom) poseían un elevado nivel de endeudamiento a fines de los noventas. Esto es visible en sus balances contables.

[8] En noviembre de 2010 Bulgheroni y CNOOC acordaron comprar el 60% de PAE en manos de BP, sin embargo, dicha transacción nunca se realizó. La oferta a BP se hubiera concretado por US$ 7.060 millones, de los cuales la familia Bulgheroni hubiese aportado US$ 2.470 millones en moneda constante y sonante, mientras otro monto igual hubieran sido colocados por los capitales chinos (lo que suman unos 4.490 millones de dólares entre ambas artes). Los restantes 2.120 millones serían aportados con financiamiento de terceros.

Figura 7.5: Grupo Repsol (consolidado): fuentes y usos del financiamiento en millones de US$ (1999-2005)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

financiar parcialmente la compra de YPF. En los balances de la misma mencionó que: "La sociedad movilizó fondos en el Mercado Europeo para financiar parcialmente la absorción por Repsol de la entidad argentina YPF"(Repsol International Fiance B.V., 1999, pág. 12). Por supuesto esta filial fue utilizada como *conduit* para centralizar el financiamiento del conglomerado español. La mayoría de dichos fondos tuvieron un vencimiento inmediato, en este caso, US$ 3.250 millones vencieron en el año 2000. Tras esta demanda de liquidez (por los vencimientos inminentes de deudas), la compra de YPF dejó a Repsol en una severa situación financiara, dado que el nivel de endeudamiento fue poco sostenible. En los años siguientes toda la estrategia de Repsol quedó supeditada a la reestructuración y cancelación de dichas deudas. En términos financieros, el endeudamiento con la filial en Países Bajos debió refinanciarse con mayor endeudamiento en los mercados europeos. El nivel de endeudamiento de Repsol representó el 76% de las ventas totales del conglomerado en términos consolidados en 1999. Sin embargo, dicho ratio aumentaría al 957% para igual año, en caso de considerar los balances individuales de Repsol (una deuda financiera de 10.580 millones de euros contra unos ingresos de 1.103 millones, de los cuales 815 millones correspondieron a dividendos girados por las filiales).

Como mencionamos anteriormente, la casa matriz se asemejó a una sociedad *holding*. Esto significaría que Repsol debió articular una serie de transferencias intra-filiales para hacer frente a las deudas financieras. Estas transferencias debían realizarse desde las firmas superavitarias hacia la casa matriz. Como consecuencia, esta última comenzó a desprenderse de activos y empresas de poco valor estratégico. Repsol mencionó que: "El

aumento del endeudamiento financiero a corto plazo en el transcurso del año 1999 es consecuencia de la financiación parcial de la adquisición de YPF y responde, coyunturalmente, a la conveniencia de mantener un grado de flexibilidad financiera que permita adecuar los vencimientos de la deuda al calendario de desinversiones previsto para el año 2000" (Repsol YPF S.A., 1999, pág. 40). Las transferencias desde YPF fueron claves para financiar la delicada estructura de financiamiento que articuló Repsol.

Como se puede ver en la siguiente Figura 7.5 Repsol (en términos consolidados) tomó deuda por US$ 31.598 millones en el período 1999-2005, de los cuales canceló US$ 25.103 millones en igual plazo. Además, la inversión bruta fija fue muy reducida en comparación al flujo de ganancias de la compañía. Por esta razón, Repsol llevó adelante desinversiones en empresas (ventas de empresas) por US$ 5.632 millones que permitieron otorgar un relativo alivio financiero.

Finalmente, la última empresa en modificar su estructura fue Petrobras Argentina, adquirida en el año 2002. En dicho año, Petrobras Brasil adquirió a Pérez Companc S.A. y a Petrolera Pérez Companc S.A. (actual Petrolera Entre Lomas S.A.) por US$ 1.077 millones. La suma no fue significativa respecto a la finanzas de Petrobras. Cabe resaltar que la estrategia de acumulación de Petrobras Argentina debió concentrarse en disminuir las deudas de Petrobras Argentina dado que la misma poseía un excesivo nivel de endeudamiento. Este endeudamiento había sido generado a lo largo de la gestión de Pérez Companc durante los noventas.

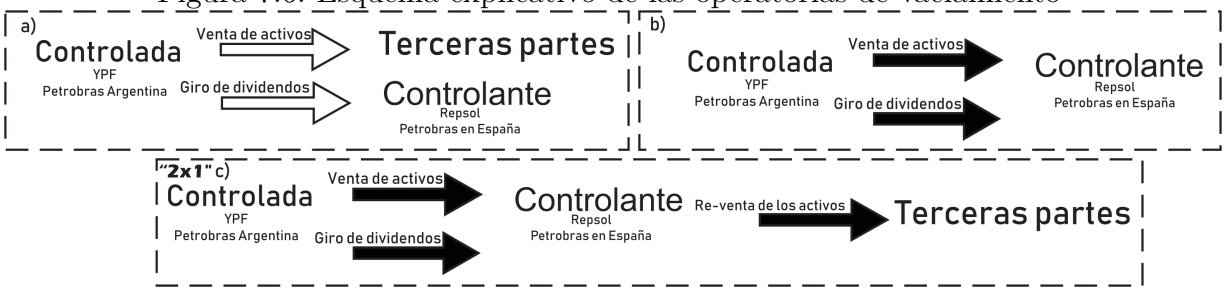
7.2.2.2 Realización de rentas financieras por ganancias patrimoniales por parte de los controlantes

Descripción: operatorias de "vaciamiento" y "2x1"

A partir del ingreso de las multinacionales comenzaron a realizarse operatorias que denominaremos como de "vaciamiento". Este fenómeno consistió en la venta de activos y empresas de las subsidiarias adquiridas en Argentina. La particularidad de tal operatoria significó que la compra de dichos activos fuese concretada por empresas del mismo conglomerado. Es decir, tanto YPF como Petrobras Argentina realizaron sucesivas operatorias de desinversión, mientras una filial del mismo conglomerado concretó la compra de tales activos.

El vaciamiento se produjo de la siguiente manera: 1) por lo general las operatorias ocurrieron con activos que controlaban tanto YPF como Petrobras Argentina en el exterior. Es decir, estas firmas liquidaron activos y empresas que no pertenecían al *core*; 2) Al concretarse la venta, tanto YPF como Petrobras Argentina obtuvieron una mayor masa de ingresos. Como resultado, por lo general, estos mayores ingresos fueron fugados en concepto de giros de utilidades y dividendos. De esta forma, la empresa controlante que se constituye como compradora, recuperó los fondos que había destinado al adquirir

Figura 7.6: Esquema explicativo de las operatorias de vaciamiento



Fuente: Elaboración propia.

los activos de su controlada; 3) Al efectuarse la compra, la controlante tuvo la opción de re-vender dichos activos a un tercero. En caso que exista una operatoria de re-venta, la controlante obtendría dos ingresos por un mismo activo, es decir: a) por los dividendos girados desde su controlada, tras los mayores ingresos por la venta de activos; b) por el cobro tras la re-venta a un tercero. En caso de concretarse estas dos transacciones en simultáneo, llamaremos a dicho fenómeno como "2x1". Igualmente, en caso de no efectuarse la re-venta hacia un tercero, la operatoria seguirá describiéndose como de "vaciamiento", dado que la controlante recibió los fondos invertidos por la adquisición en concepto de giros de dividendos.

Por otro lado, en caso que los activos hayan sido vendidos a terceras partes en forma directa sin ninguna intermediación de las partes controlantes, también podría considerarse como "vaciamiento" siempre y cuando dicha masa de ingreso que obtiene la subsidiaria en Argentina sea girada en forma de dividendos.

Operatorias de "vaciamiento"

Las operatorias de "vaciamiento" alcanzaron tanto a YPF S.A. como a Petrobras Argentina S.A. Estas empresas vendieron activos tanto a terceros como a filiales de la controlante. Tras las ventas, tanto YPF como Petrobras fugaron estos fondos en concepto de giro de utilidades y dividendos. Además, a través de dichas ventas se realizaron ganancias patrimoniales[9] con la posterior re-venta de estos activos por parte de los controlantes. En total, YPF vendió empresas por US$ 3.064 millones entre 1999-2005, de las cuales US$ 2.412 millones correspondieron a compras realizadas por el propio Repsol (y sus filiales en el exterior) (véase Cuadro 7.1). En tanto, del lado de Petrobras Argentina, los activos vendidos ascendieron a US$ 1.713 millones, de los cuales 1.375 millones incluyeron a ventas de activos al mismo conglomerado (véase Cuadro 7.2).

La gran mayoría de las empresas y activos vendidos se encontraban fuera del territorio

[9] Las ganancias patrimoniales se producen por el diferencial entre el monto obtenido de la venta y el valor en libro de la empresa. Este último se encuentra relacionado al valor de adquisición. Es por ello que la ganancia patrimonial se asemeja al diferencial entre el valor de venta y el valor de compra de un activo. En caso que el valor de libro sea mayor al monto obtenido por la venta, ocurrirá una pérdida patrimonial para la empresa.

Cuadro 7.1: Venta de empresas pertenecientes a YPF S.A. en millones US$

Año	*Empresa vendida*	*Estructura controlante*	*Ubicación de la controlante*	*Monto millones US$*	*Ganancia patrimonial millones US$*	*Comprador*
1999	YPF Perú y refinadores	YPF S.A.	Argentina	75	6	Repsol YPF S.A.
2000	Texas Panhandle	YPF International Ltd.	Islas Caimán	624	-121	Apache
2000	YPF in Ecuador- Colombia	YPF International Ltd.	Islas Caimán	313	-4	Repsol Exploracion Colombia S.A.
2001	YPF Brasil S.A.	YPF S.A.	Argentina	140	37	Repsol YPF
2001	Oleoducto Trasandino (Argentina) S.A., A & C Pipeline Holding Company y Oleoducto Trasandino (Chile) S.A.	YPF S.A.	Argentina	66	41	AEC Pipelines
2001	Andina y Pluspetrol			435	209	YPF
2001	Repsol YPF Gas S.A.	YPF S.A.	Argentina	118	-48	Repsol Butano S.A.
2001	EASA (Edenor)	YPF S.A.	Argentina	195	131	EDF International
2001	Repsol YPF Venezuela S.A. y Astra Producción Petrolera S.A.	YPF International Ltd.	Islas Caimán	29	-170	Repsol Exploracion S.A. y Repsol Exploracion Venezuela B.V.
2001	Maxus Venezuela (C.I.) Ltd. y Maxus Guarapiche Ltd.	YPF International Ltd.	Islas Caimán	47		Repsol Exploracion Venezuela B.V.
2001	Eg3, Eg3 Asfaltos S.A. y Eg3 Red S.A.	Astra	Argentina	559	-59	Repsol YPF
2001	Bitech Petroleum Corporation	YPF International Ltd.	Islas Caimán	11	-9	Lukoil Overseas Canada Ltd.
2002	YPF International Ltd. (Indonesia)	YPF International Ltd.	Islas Caimán	174	34	Repsol YPF
2002	Repsol YPF Chile Ltda., Repsol YPF Gas Chile Ltda.	YPF S.A.	Argentina	149	-8	Repsol YPF y Repsol Butano S.A.
2002	Repsol YPF Santa Cruz S.A. (Andina and Maxus Bolivia Inc.)	YPF International Ltd.	Islas Caimán	883	178	Repsol YPF
2004	Global Companies LLC	YPF Holdings Inc.	Delaware	43	16	S/D
2004	YPF Indonesia Ltd	YPF International Ltd.	Islas Caimán	41	31	Pacific Oil & Gas
2005	PBBPolisur S.A	YPF S.A.	Argentina	97,5	26	Dow Chemical Co
2005	Petroken	YPF S.A.	Argentina	58	0	Basell (BASF-Shell)
			Total sin EG3 y Pluspetrol	**3.064**	**140**	
			Total adquiridos por Repsol	**2.412**	**-34**	

Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables

nacional y eran controlados en forma directa o indirecta por YPF o Petrobras Argentina, respectivamente. El control inmediato de los activos vendidos correspondería otro renglón a resaltar. En el caso de YPF, el control de los activos y empresas en liquidación fueron ejercido por YPF International Ltd., radicada en las Islas Caimán. Por lo tanto, los fondos obtenidos tras la venta de los activos podrían ser fácilmente fugados al exterior. Del lado de Petrobras Argentina, la venta de activos, se realizó desde una filial tipo *holding* radicada en España.

Del lado comprador, tanto Repsol como el conglomerado de Petrobras adquirieron estos activos desde estructuras en guaridas fiscales. En el caso Repsol, se destacó la estructura Repsol Exploration Venezuela S.A., radicada en los Países Bajos, como compradora. En el caso de las compras realizadas por Petrobras, resaltamos la participación de Petrobras International Braspetro B.V. (también radicada en los Países Bajos). Como habíamos mencionado, esta última estructura cumplió la función de controlante indirecta de Petrobras Argentina. El hecho de radicarse en un dominio extraterritorial, posibilitó

el movimiento de fondos en una posible re-venta de los activos.

Por otra parte debemos resaltar las ganancias o pérdidas patrimoniales de tales transacciones. Del monto total de empresas vendidas por YPF (unos US$ 3.064 millones), la sociedad obtuvo una ganancia patrimonial de US$ 140 millones. Es decir, las ventas no resultaron convenientes para YPF. Respecto a las empresas adquiridas por Repsol (unos US$ 2.412 de los US$ 3.064 millones antes mencionados), YPF obtuvo una pérdida patrimonial de US$ 34 millones. Nuevamente, debemos señalar la nula conveniencia económica de YPF por realizar dichas transacciones. Como mencionamos, estas últimas ventas iniciaron una política de desinversión que incluyó el vaciamiento de YPF y la re-venta de los activos hacia terceros.

Petrobras en Argentina tuvo una ganancia patrimonial acorde a su desinversión. De un total de activos vendidos por US$ 1.713 millones, Petrobras Argentina obtuvo ganancias patrimoniales por 1.013 millones. De estas últimas, US$ 930 millones correspondieron a ganancias patrimoniales provenientes a ventas al mismo conglomerado. Aún así como veremos más adelante, la re-venta de estos activos sobrepasaron las ganancias obtenidas por Petrobras Argentina. Es decir, si bien esta última obtuvo resultados favorables, las filiales que re-vendieron los activos de Petrobras Argentina obtuvieron abultados resultados.

Cuadro 7.2: Venta de empresas pertenecientes a Petrobras Argentina S.A., en millones de US$

Año	*Empresa vendida*	*Estructura controlante*	*Ubicación del controlante*	*Monto millones US$*	*Ganancia patrimonial millones US$*	*Comprador*
2007	Petrobras de Perú (40%)	Petrobras de Valores Internacional de España S.L.	España	423,3	325	Petrobras International Braspetro B.V.
2007	Petroquímica Cuyo S.A.I.C. (40%)	Petrobras Argentina S.A.	Argentina	32	13	Grupo Inversor Petroquímica
2007	Citelec (50%)	Petrobras Argentina S.A.	Argentina	54	0	Energía Argentina S.A. y Electroingeniería S.A.
2007	Yacylec S.A.	Petrobras Argentina S.A.	Argentina	6	5	Energía Argentina S.A. y Electroingeniería S.A.
2007	Petrobras Bolivia Refinación S.A.	Petrobras Argentina S.A.	Argentina	55	14	Y.P.F.B.
2007	Hidroneuquén S.A. (9%)	Petrobras Argentina S.A.	Argentina	15	7	S/D
2009	Petrobras de Perú (60%)	Petrobras de Valores Internacional de España S.L.	España	619,4	429	Petrobras International Braspetro B.V.
2011	Innova	Petrobras Energía Internacional S.A.	Argentina	332	175	Petrobras Brasil
2013	Distrilec	Petrobras Argentina S.A.	Argentina	35	-6	Hidroelectrica Piedra del Águila S.A. and to La Plata Cogeneración S.A.
2014	Área: Puesto Hernández	Petrobras Argentina S.A.	Argentina	40,7	-22	YPF
2015	Área: Austral	Petrobras Argentina S.A.	Argentina	101	73	S/D
			Total	**1.713**	**1.013**	
			Total venta a Petrobras	**1.375**	**930**	

Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables

En el año 2001, momento en el cual YPF realizó las mayores transferencias de activos,

la firma destinó US$ 3.604 millones en concepto de giro de utilidades y dividendos. Este monto se asemejó (aunque lo supera) a las transacciones de compras concretadas por Repsol. En el caso de Petrobras Argentina, los giros de dividendos comenzaron a concretarse en el año 2007, momento que se inició el proceso de ventas de firmas.

En suma, tanto YPF como Petrobras vendieron activos a sus respectivas casas matrices o a filiales del mismo conglomerado con la intención de vaciar a las respectivas compañías. La venta de dichos activos aumentó los ingresos de estas empresas reflejándose en una mayor remisión de utilidades y dividendos dirigidos a sus controlantes en el exterior. Como resultado, las firmas controlantes recuperaron los fondos.

Operatorias de "2x1"

Una vez concretada las compras por parte del controlante, y efectuados los giros de dividendos por el aumento de los ingresos, se ejecutaron procesos de re-venta de las mismas empresas adquiridas a un precio más conveniente. Es decir, los activos adquiridos fueron re-vendidos con el fin de que tanto Repsol en España como Petrobras en Brasil obtuvieran ingentes ganancias patrimoniales (a costa de las pérdidas patrimoniales de las firmas en Argentina). La primer re-venta de Repsol abarcó activos que poseía YPF en Indonesia. El 18 de enero de 2002, Repsol anunció la venta de participaciones en Indonesia a CNOOC por US$ 585 millones. Estos activos comprendían los Bloques *South East Sumatra*, *Blora*, *Offshore North West Java* (ONWJ), *Poleng*, *Offshore West Madura*, los cuales pertenecieron meses atrás a YPF. Dichos activos fueron adquiridos por Repsol por unos US$ 174 millones. Por lo tanto, la diferencia entre el precio de compra y el de venta (unos US$ 411 millones) convalidaron una ganancia patrimonial para Repsol. Además, se mencionó que: "Esta venta forma parte del plan de desinversiones de Repsol YPF que fue anunciado en junio de 1999, y se enmarca dentro del compromiso estratégico de la compañía de reducción gradual de su nivel de endeudamiento hasta conseguir los objetivos previstos" (hecho relevante de Repsol del día 18/01/2002).

Por otra parte, en el año 2010, Repsol vendió el 40% de su participación en Brasil a Sinopec por US$ 7.111 millones. En tanto, los activos comprados por Repsol en el año 2001 ascendieron a unos 140 millones (YPF Brasil S.A.). Antes de dicha adquisición, Repsol no disponía de ningún activo en los segmentos de *upstream* en Brasil. La transacción por la re-venta en los balances de Repsol posibilitaron ganancias patrimoniales de US$ 3.757 millones. Desde ya, el período transitado desde la compra por parte de Repsol y la venta de dicha participación resultó ser considerable. Sin embargo, se quiere destacar que esta plusvalía patrimonial no se hubiera podido conseguir sin el "vaciamiento" a través de la venta de YPF Brasil S.A. a Repsol.

Por último, en el año 2012, Repsol se desprendió de Repsol Butano Chile por US$ 540 millones, mientras la compra a YPF se efectuó por 149 millones. En tanto, la ganancia patrimonial que se visualizó en el balance contable de Repsol ascendió a 170 millones, la

cual nunca se podría haber realizado sin la venta forzada de YPF. Además, cabe agregar que varias de las empresas vendidas a Repsol giraron dividendos a su nuevo controlante con el fin de otorgarle liquidez en sus pagos de deudas. Este es el caso de Repsol en Chile, la cual luego de ser comprada por el conglomerado, giró dividendos a la casa matriz en España[10].

Cabe destacar que la estrategia de vaciamiento por parte de Repsol se encontraba enmarcada en la línea de "desinversión" del conglomerado para abonar los préstamos por la adquisición de YPF. Ergo, se establece la hipótesis que Repsol poseía la intención de re-vender todos los activos adquiridos a YPF. Repsol absorbió dichos activos durante un período en el cual los mismos se encontraban a un bajo precio en términos históricos, más aún, cuando el sistema financiero estaba atravesando la crisis financiera de las ".com" durante el año 2001. Por lo tanto, Repsol debió esperar a que el valor de los activos remonten en los años venideros. En el balance contable de YPF, la sociedad mencionó que los activos vendidos a Repsol formaron parte de la estrategia de desinversión: "En relación con el plan de reestructuración de activos estratégicos y desinversiones de Repsol YPF en todo el mundo, la Sociedad realizó [...][dichas] transacciones"(YPF S.A., 2002, pág. 17). Y si bien algunas ventas se llevaron a cabo luego de una decena de años, la intención de desinvertir por parte de Repsol siguió adelante en los posteriores planes estratégicos de la compañía.

Por otro lado, los activos de Petrobras Argentina también fueron subsumidos para las prácticas del "2x1". En primer lugar, la firma vendió los activos correspondientes a Petrobras de Valores Internacional de España S.L. (filial controlada por Petrobras Argentina), estructura que a su vez controlaba a Petrobras Energía Perú S.A. La operación se realizó entre Petrobras Argentina (parte vendedora) y Petrobras International Braspetro B.V. (parte compradora) por unos US$ 1.042 millones. Cabe aclarar que Petrobras International Braspetro B.V. controló a Petrobras Argentina, ergo, esta última le vendió Petrobras Perú a su controlante. La transacción se realizó en dos tramos: la primer parte de la venta del paquete accionario de Petrobras Perú se concretó en diciembre del 2007. Para enero del 2008, Petrobras Argentina anunció el descubrimiento de una nueva explotación en Perú. Por lo tanto, la valorización patrimonial por tal descubrimiento pasó a manos del nuevo accionista en dominios extraterritorial. La totalidad de la compra se efectuó en el año 2008. Luego de realizada la compra por parte de Petrobras International Braspetro B.V., esta comenzó a perfilar la re-venta de Petrobras Energía Perú. Dicha operación de re-venta fue realizada en el año 2014 por unos US$ 2.600 millones (absorbida por capitales chinos, China National Petroleum Corporation). La ganancia patromonial por la re-venta según los balances de Petrobras Brasil (que replica la ganancia patrimonial de su subsidiaria en Países Bajos) ascendió a US$ 1.304 millones. Un monto muy similar a la

[10] A su vez habría que sumarle la venta de Petróleos transandinos YPF .SA. y en Operaciones y Servicios LTD de Chile por US$ 145 millones en el año 2007 con una ganancia patrimonial de 49 millones.

diferencia entre el precio de compra por parte de Petrobras en los Países Bajos y el precio de la re-venta (este mismo sería de US$ 1.558 millones).

En segundo lugar, en el año 2014, Petrobras Brasil re-vendió Innova S.A., empresa que había sido comprada en el año 2011 a Petrobras Argentina. La re-venta de la misma se efectuó por US$ 369 millones, cuando la misma fue adquirida en otrora por 332 millones. En los balances de Petrobras Brasil se reconocieron ganancias patrimoniales por US$ 57 millones.

7.2.2.3 Compra de activos a empresas relacionadas: salida de divisas

Por otra parte, Petrobras Argentina protagonizó una operatoria de salida de capitales la cual consistió en la adquisición de activos que poseía el mismo conglomerado en guaridas fiscales. De esta forma, la filial en dominios extraterritorial concretó una ganancia patrimonial. Esta operación ocurrió tras la compra de participaciones de Petrolera Entre Lomas S.A. por parte de Petrobras Argentina. Si bien esta última detentaba participaciones en dicha empresa, la adquisición se llevó a cabo por el retante 39,6% del capital accionario de Petrolera Entre Lomas S.A., por un total de US$ 249 millones. La estructura vendedora fue Petrobras Participaciones S.L. (España). Como vimos esta última se constituyó como el controlante inmediato de Petrobras Argentina. Ergo, la única función de tal operatoria consistió en una salida de capital, dado que Petrobras Participaciones S.L. siguió detentando indirectamente la misma participación que con anterioridad a la transacción.

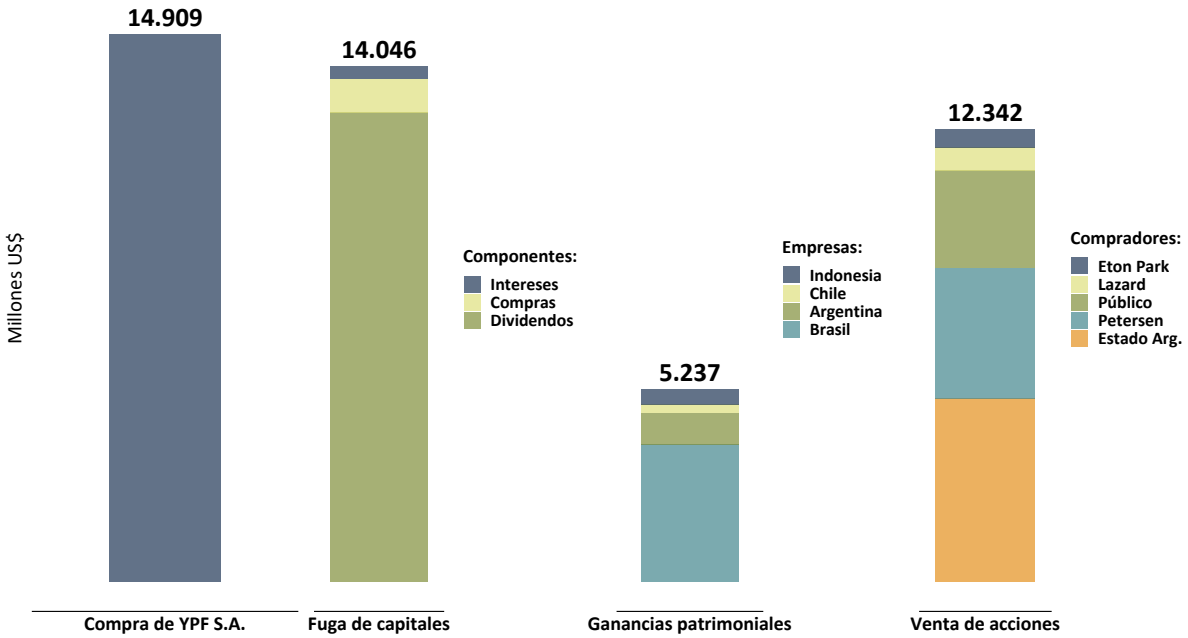
Por último, el grupo Petersen y Repsol firmaron un acuerdo ante el ingreso del primero al grupo de accionistas de YPF. Un punto destacado del acuerdo mencionado por YPF en su balance, consistió en que las partes: “Repsol YPF y Petersen Energía han acordado permitirnos evaluar la posible compra, a valor de mercado, de algunos activos latinoamericanos específicos de Repsol YPF a efecto de expandir y diversificar nuestro negocio”(YPF S.A., 2008, pág. 125). Desde ya, una gran parte de los activos de Repsol en Latinoamérica (más aún en el sector de *upstream*), habían sido adquiridos a la propia YPF. Es decir, Repsol tenía la intensión de re-vender a YPF activos que otrora habían sido adquiridos a la misma.

7.2.2.4 Desinversión en las estructuras principales

Tanto Petrobras Brasil como Repsol acabaron desinvirtiendo y vendiendo sus participaciones en Petrobras Argentina e YPF, respectivamente. Las salidas de tales empresas no resultaron en ganancias patrimoniales extraordinarias. En el caso de Repsol, la desinversión de la empresa YPF fue progresiva. Comenzó en el año 2008 con la venta del 14,9% del capital accionario de YPF al grupo Petersen (de capitales argentinos) por US$ 2.235 millones. Repsol aprovechó su desinversión para construir un negocio financiero detrás del

mismo, para ello otorgó un préstamo al grupo Petersen de US$ 1.015 millones. La entrada del grupo Petersen acrecentó la estrategia de transferencias dado que el endeudamiento de este último trajo aparejada una mayor remisión de dividendos por parte de YPF. Posteriormente en 2011, el grupo argentino adquirió un 10% adicional del capital accionario por US$ 1.302 millones.

Figura 7.7: Entrada y salida de capitales hacia o desde Repsol y sus filiales en el exterior por transacciones con YPF, valores acumulados en millones US$ (1999-2014)



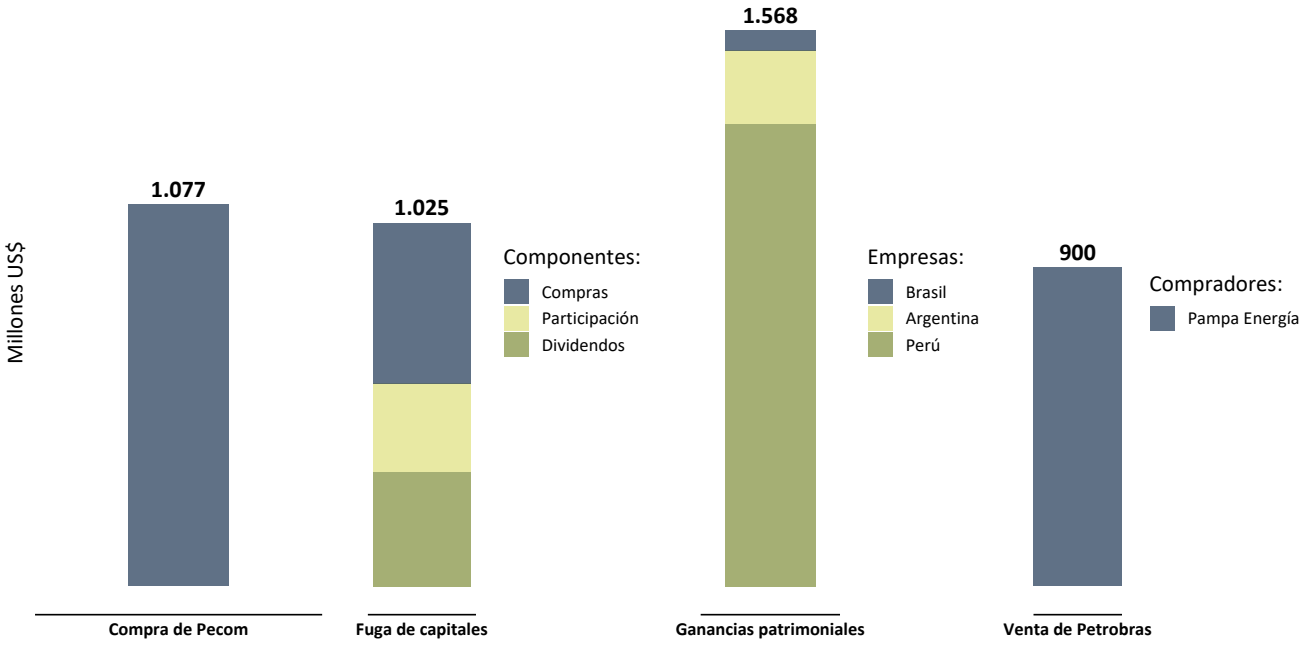
Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

Para los años 2010 y 2011, Repsol comenzó a desinvertir en forma intensiva en YPF, dado que buscó retirarse por completo de la petrolera. El elevado precio de la acción de YPF ayudó a que Repsol desee desinvertir[11]. En el año 2010 vendió el 4,23% del capital accionario a Eton Park Capital Management, Capital Guardian Truts Company y Capital International, Inc. por US$ 639 millones. Para el año 2011, además de la mencionada venta al grupo argentino, vendió el 8,48% al público en general para su flotación por US$ 1.350 millones, y un 3,83% al fondo Lazard Asset Management por 632 millones. En el caso del fondo Lazzard, Repsol mencionó que: "Repsol YPF, asimismo, otorgó a Lazard Asset Management una opción de venta de la parte proporcional de las acciones compradas por Lazard que excedan del 20% del free float de YPF que podría haber sido ejercitada en cualquier momento hasta el 10 de octubre de 2011, si bien ha vencido sin haber sido ejercida"(Repsol YPF S.A., 2011, pág. 37). Esto demuestra que Repsol tenía intensiones de desinvertir totalmente en YPF. Por último, luego de la expropiación, Repsol cobró US$ 4.997,5 millones del Estado argentino (tras la venta de los títulos públicos) en el año

[11] Para estos años el precio de la acción de YPF alcanzó valores históricos.

2014 por el 51% del capital accionario. Las ganancias patrimoniales totales por las ventas de acciones de YPF, durante estos años, ascendieron a US$ 850 millones. Cabe destacar que Repsol no valuó la pérdida por la expropiación del 51% de YPF. Sin embargo, en su balance del año 2012 estimó el valor de las acciones expropiadas (51% del paquete accionario de YPF) por unos US$ 9.333 millones, a los cuales el Estado argentino le abonó (a valor de mercado) poco más de la mitad. En el año 2014 se produjo la salida definitiva del conglomerado español tras la venta de las pocas acciones restantes que poseía. Comparando el cuadro final, Repsol ingresó a YPF por US$ 14.909 millones, fugó capitales por 14.046 millones en sus distintos componentes (recibidos exclusivamente por Repsol), realizó ganancias patrimoniales por US$ 5.237[12] tras la re-venta de activos adquiridos a YPF, y por último, terminó vendiendo sus acciones de YPF por un monto total de US$ 12.342 millones (véase Figura 7.7).

Figura 7.8: Entrada y salida de capitales hacia o desde Petrobras Brasil y sus filiales en el exterior por transacciones con Petrobras Argentina, valores acumulados en millones US$ (2003-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

Por otro lado, en el año 2016, Petrobras desinvertió en Argentina por un monto de US$ 900 millones. Según el balance contable de Petrobras en Brasil, la venta permitió obtener una ganancia patrimonial de US$ 207 millones. Entre los motivos del desprendimiento se encuentran las deudas asumidas por Petrobras en Brasil. Estas habían sido apremiantes en los años 2015 y 2016, como consecuencia, estuvo obligada a desprenderse de activos en la región. En el año 2015, Petrobras Brasil vendió activos (financieros y en inversiones de largo plazo) por US$ 8.206 millones, mientras en 2016 lo hizo por 2.434 millones, con

[12] Monto que incluye la venta de acciones de YPF.

el fin de cancelar dichas deudas. En el cuadro comparado, Petrobras compró Pecom por 1.077 millones, fugó capitales por 1.025 millones, realizó ganancias patrimoniales por 1.568 millones[13] tras la re-venta de activos de Petrobras Argentina, y se retiró de la misma por 900 millones (véase Figura 7.8).

Ninguna multinacional se desprendió de sus acciones en circunstancias favorables. Únicamente Repsol logró capturar ciertas ganancias patrimoniales tras la venta de las acciones en el período 2008-2011. Sin embargo, la expropiación de YPF redujo sustancialmente las ganancias patrimoniales que quiso lograr. Por otra parte, Petrobras se desprendió de Petrobras Argentina debido al contexto financiero que estaba atravesando la casa matriz. Su elevado endeudamiento durante los años 2014-2016, forzó su desinversión en Argentina.

7.2.2.5 Fusión entre empresas

El 11 de septiembre de 2017 se anunció la fusión entre PAE y Axion Energy. La estructura resultante se denominó Pan American Energy Group (PAEG). La fusión puede ser considerada como de integración vertical, ya que Axion Energy comprende una compañía dedicada a la refinación de petróleo crudo y al almacenamiento, la distribución y la comercialización de productos derivados de petróleo, incluyendo combustibles, lubricantes, GLP y productos químicos. En el año 2016, dicha firma ocupó el tercer puesto (15,6 %) en la producción de productos refinados del petróleo y estaciones de servicios (11,3%) luego de YPF (57% y 35,9%, respectivamente) y Shell (15,7 % y 14,2%, respectivamente). Por su parte, PAE es la segunda petrolera en importancia después de YPF, al concentrar el 19 % de la producción de petróleo y el 12 % de la de gas. Cabe resaltar que el principal cliente de PAE es Axion Energy: el 53,2 % de la facturación de PAE corresponde a las compras de Axion Energy.

Como mencionamos anteriormente PAE se encuentra inscripta en Delaware (EE. UU.). Mientras tanto, Axion Energy se presenta mediada por una serie de estructuras jurídicas en Uruguay, España y las Islas Vírgenes Británicas, jurisdicciones que son consideradas guaridas fiscales. Del hecho relevante comunicando la fusión se conoce que la misma se realizó entre Pan American Energy LLC (Delaware) y Axion Energy Holding S. L. (España). Como resultado de la fusión, el 50 % del capital accionario de PAEG se encuentra en manos de Bridas, mientras el restante 50 % lo poseerá BP plc. La estructura resultante de la fusión de las antes mencionadas es Pan American Energy Group, S. L. (España). La razón de la elección respecto de la ubicación del control a través de una estructura en España, se debe al hecho que las Entidades de Tenencia de Valores Extranjeros poseen beneficios fiscales sobre los dividendos girados por partes de sus controladas.

[13] Monto que incluye la venta de Petrobras Argentina.

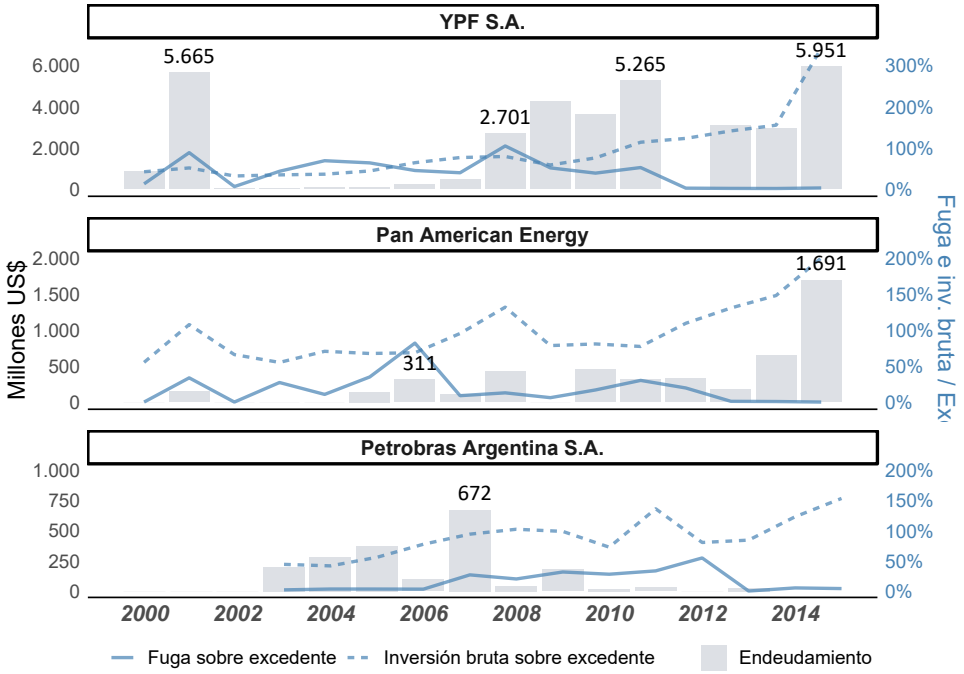
7.2.3 Fuga de capitales

El período 2000-2011 abarcó bajas tasas de inversión productivas, dado que gran parte del destino del excedente fue fugado en dividendos. Si bien el excedente generado por las empresas petroleras en Argentina fue considerable producto del repunte del precio de los hidrocarburos, las firmas consideraron prioritaria la fuga de capitales. Como se puede ver en la Figura 7.9, el destino a la fuga de capitales incluso superó las inversiones productivas en ciertos años. Esto ocurrió de forma notable tanto en YPF como en PAE. Como vimos, Petrobras priorizó las ganancias patrimoniales por sobre la fuga de capitales. En el caso de la multinacional española, la fuga de capitales tuvo como objetivo financiar el pago de la deuda que había tomado Repsol para la absorción de YPF. En tanto, BP no poseía dicha problemática de excesivo endeudamiento como Repsol. Por lo tanto, PAE emuló la misma práctica de fuga de capitales de YPF aunque en una escala menor. En tanto, los primeros años de Petrobras Argentina se concentraron en el desendeudamiento de la firma dado que la gestión Pérez Companc había emprendido una estrategia de valorización financiera que dejó en serios problemas financieros a la misma. Por lo tanto, Petrobras Argentina no se dedicó a la fuga de capitales hasta el año 2007, momento que comenzó a desprenderse de activos que permitieron financiar la sangría de divisas.

Por otro lado, el endeudamiento fue fundamental en determinados años para dinamizar la fuga de capitales. Es decir, las filiales tomaron deuda para destinar dichos fondos a la fuga de capitales. Esto ocurrió en YPF de forma marcada en los años 2001 y 2008. Como consecuencia, la fuga de capitales asumió los valores más elevados tanto en términos relativo como absolutos. En el año 2001, YPF debió fugar ingentes capitales en un contexto social y económico delicado para la economía argentina. Además, el conglomerado español poseía sendos vencimientos de deuda que debía hacer frente. Por estas razones YPF decidió endeudarse para financiar parcialmente la fuga de capitales. Particularmente, en el año 2008 se produjo la entrada del grupo Petersen, el cual necesitó financiar el pago de sus deudas financieras por la compra del capital accionario de YPF. En forma similar, en el año 2008, la toma de deuda por parte de YPF financió la fuga. Estos fondos fugados tuvieron como destino los vencimientos de deuda del grupo Petersen. Tras el ingreso del mismo, los accionistas firmaron un acuerdo por el cual: “Repsol YPF y Petersen Energía han acordado adoptar una política de dividendos en virtud de la cual podamos distribuir el 90% de nuestras utilidades en concepto de dividendos […]”(YPF S.A., 2008, pág. 101). El mencionado acuerdo provocó un alza en la fuga a partir del año 2008. Cabe destacar que si bien el grupo Petersen es argentino, la tenencia de las acciones de YPF en manos del mismo fue ejercido a través de una estructura de tipo *holding* radicada en España, por lo tanto, los dividendos pagados tuvieron como destino al mismo país en el cual se encontró la casa matriz de Repsol.

En igual forma, en el año 2007, Petrobras tomó deuda la cual destinó tanto al aumento

Figura 7.9: Empresas petroleras extranjeras en Argentina: endeudamiento en millones US$ (eje principal, gráfico de barra); inversión bruta fija y fuga de capitales sobre excedente, en % (eje secundario, gráfico de línea) (2000-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

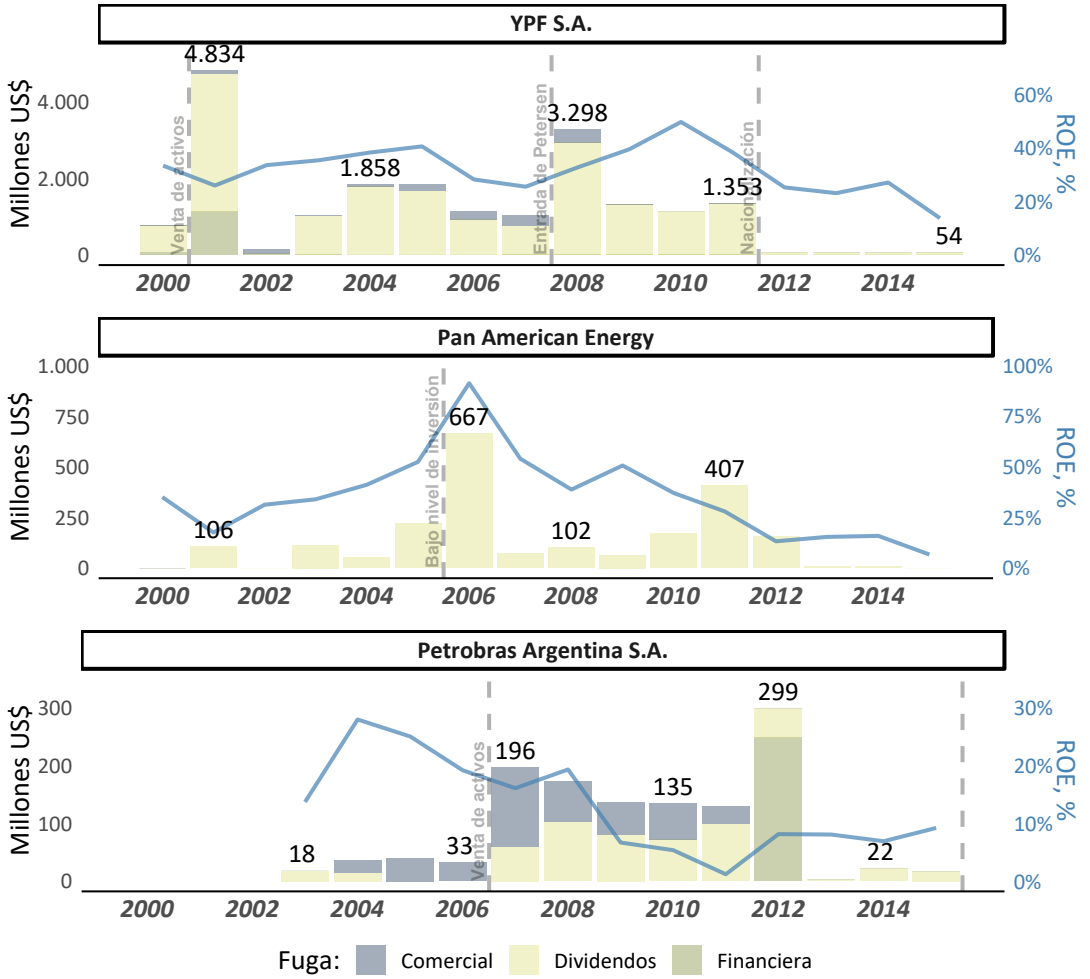
de las capacidades productivas como a la fuga de capitales. Por otro lado, esta misma práctica fue realizada por PAE con el fin de tomar deudas para financiar la fuga de capitales durante el año 2006, momento de intensificación de la misma.

7.2.3.1 Fuga por componente y vínculos con empresas relacionadas

Los principales componentes de fuga de capitales de las petroleras analizadas comprendieron la distribución de dividendos (véase Figura 7.10). Particularmente YPF distribuyó dividendos por US$ 17.445 millones entre 2000-2011. Además, abonó intereses a empresas relacionadas por 329 millones en igual período, realizó formación de activos externos por unos US$ 943 millones (en el año 2001), y adquirió servicios de empresas relacionadas en el exterior por 1.279 millones. Como se mencionó, los dividendos girados se concentraron en los años 2001 y 2008 por 3.604 millones y 2.936 millones, respectivamente. En tanto, los intereses se efectuaron en su mayoría en el año 2001 por 200 millones, dado que YPF recibió un préstamo de una empresa relacionada para financiar el giro de dividendos. En tanto, la compra de servicios se concentró mayormente en el año 2008 por un importe de 355 millones. En definitiva, los distintos componentes de la fuga de capitales fueron concretados en años conflictivos tanto en términos internos como externos.

En el año 2000, YPF recibió préstamos de Repsol YPF por US$ 323 millones, los

Figura 7.10: Empresas petroleras extranjeras en Argentina: componentes de la Fuga de capitales de las empresas petroleras seleccionadas, en millones US$ (eje principal, gráfico de barra); rentabilidad ROE, en % (eje secundario, gráfico de línea) (2000-2015)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

cuales abonaron intereses por 74 millones[14]. Como se mencionó, YPF recibió un préstamo en el año 2001 por US$ 1.277 millones de parte de Repsol Netherlands Finance B.V. (Países Bajos) y US$ 6 millones de Repsol International Finance B.V. (Países Bajos). Dichos préstamos financiaron el giro de dividendos hacia la casa matriz en dicho año. Estos préstamos devengaron intereses que se abonaron a tales filiales en Países Bajos por unos US$ 200 millones.

Dichas deudas fueron adquiridas con carácter corrientes dado que al año siguiente fueron canceladas. Para el año 2002, YPF poseía deudas con estructuras en los Países Bajos por US$ 119 millones, y como consecuencia se abonaron intereses por 23 millones. Más tarde, en el año 2008, YPF volvió a recibir préstamos de empresas relacionadas para financiar la fuga de capitales, la cual fue funcional a la entrada del grupo Petersen. Estos préstamos ascendieron a US$ 331 millones, provenientes de Repsol Netherlands Finance

[14] Seguramente el préstamo recibido fue mayor, sin embargo no se muestra en los balances contables.

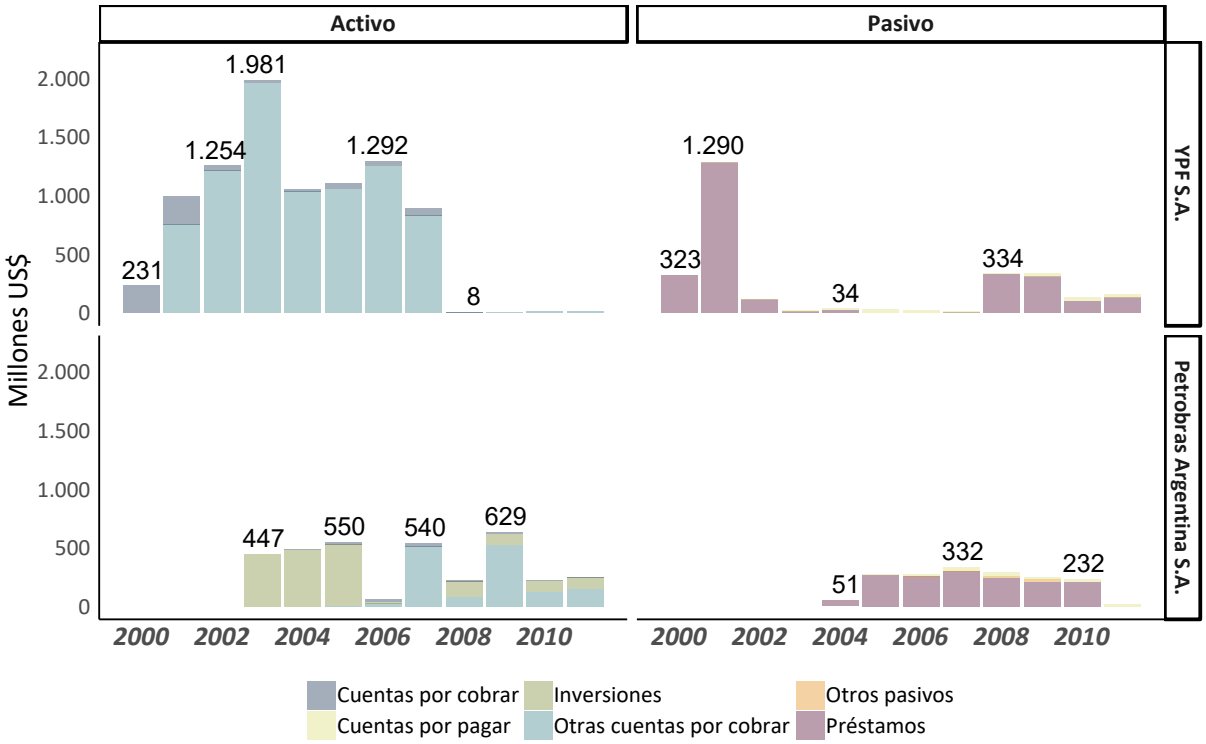
B.V. (Países Bajos), y devengaron intereses por 6 millones en el mismo año. La toma de deudas con partes relacionadas de Repsol se mantuvo en los años siguientes. Ergo, Repsol financió a YPF para fugar divisas que se destinaron a pagar los préstamos que poseía el grupo Petersen con el mismo conglomerado español.

Por otra parte, YPF detentó activos con empresas relacionadas, bajo el concepto de préstamos otorgados (véase Figura 7.11). Aquí debiéramos señalar el rol de YPF como financista de Repsol. Es decir, YPF realizó préstamos hacia Repsol con el fin de que dichos fondos permitieran reestructurar el endeudamiento de este último. La mayoría de los activos se encontraron registrados bajo la partida de "otras cuentas por cobrar", sin embargo, estos devengaron intereses, y en consecuencia deberían considerárselos como préstamos otorgados. En el año 2001, YPF otorgó préstamos por US$ 744 millones dirigidos hacia Repsol International Finance B.V. (Países Bajos). Como habíamos dicho, esta filial centralizó las fuentes de financiamiento, por lo cual, YPF destinó financiamiento con mejores condiciones para la cancelación de la deuda de Repsol. En el año 2002, YPF destinó fondos por 800 millones a Repsol International Finance B.V. y 410 millones a Repsol YPF (casa matriz). Para este mismo año, YPF registró intereses ganados por US$ 14 millones, los cuales, significaron una tasa de interés del orden del 1,15% entendida como la relación entre este último monto y el stock mencionado. En el año 2003, los préstamos a partes relacionadas crecieron a casi US$ 2.000 millones, de los cuales, 1.489 millones fueron destinados a Repsol International Finance B.V. y 469 millones a la casa matriz. Los intereses ganados por YPF alcanzaron los 32 millones, y ascendieron a una mera tasa de 1,7%. Para los años siguientes, los préstamos se estabilizaron en torno a los US$ 1.000 millones hasta el año 2007. Con la entrada del grupo Petersen, tal práctica quedó en desuso.

Por otra parte, Petrobras Argentina fugó capitales a través de la distribución de dividendos por US$ 537 millones y adquirió servicios a través de guaridas fiscales (principalmente a través de Petrobras International Finance Co. radicada en las Islas Caimán) por 457 millones en el período 2003-2015. Del lado de los pasivos, se reflejaron deudas por préstamos recibidos por la controlante, Petrobras International Braspetro B.V. (Países Bajos). Estos sumaron entre US$ 274 millones y 330 millones en el período 2005 y 2010[15]. Del lado de los activos, en el año 2003 se destacaron la tenencia de inversiones por US$ 447 millones a través de Petrobras Financial Services Austria GMBH (Austria). Esta filial mantuvo inversiones financieras en World Fund Financial Services Ltd (Islas Caimán). Las mismas fueron liquidadas en 2006 dado que no se volvieron a registrar en los balances. En los años 2007 y 2009, se registraron "otras cuentas por cobrar" por US$ 478 millones y 522 millones dirigidos hacia Petrobras International Braspetro B.V. , respectivamente. Durante dichos años se produjo la compra por parte de esta última sobre

[15] En los balances contables no se registraron los intereses pagados, lo cual no quiere decir que no hayan existido.

Figura 7.11: Empresas petroleras extranjeras en Argentina: stock de activos y pasivos en millones de US$ con empresas relacionadas al 31 de diciembre (2000-2011)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

los activos de Petrobras Argentina en Perú. Por lo tanto, Petrobras Argentina financió en parte la compra que realizó su controlante sobre los activos que poseía en Perú. Es decir, Petrobras Argentina actuó como financista a su controlante para que este adquiera los activos de la primera.

Por último, PAE abonó dividendos en forma sostenida hasta el año 2012. En el período 2000-2015 giró dividendos por US$ 2.153 millones, mientras solamente en el año 2006 estos alcanzaron los 667 millones. Como podemos observar en el año 2006, PAE obtuvo el mayor ratio de rentabilidad. El excedente generado en dicho año se vinculó a la ampliación de concesiones. Si bien la empresa invirtió parte de dichos excedentes, estos fondos fueron destinados a la fuga de capitales.

7.2.4 Una nueva modalidad en el financiamiento a gran escala

El 16 de julio de 2013, YPF S.A.[16] y Chevron firmaron el "Acuerdo de Proyecto de Inversión" (en adelante el Contrato) con la finalidad de extraer conjuntamente recursos de hidrocarburos a través de técnicas no convencionales en Loma Campana (Neuquén, Argentina). En total, se previó perforar 1.677 pozos, con una inversión estimada en caso de continuar el proyecto en US$ 16.506 millones. Dicha inversión se reflejó en los ingresos

[16] Empresa argentina de mayoría estatal dedicada a la explotación de hidrocarburos.

de divisas en el balance cambiario provenientes de préstamos intra-firma, fondos que financiaron el desarrollo productivo. Según datos de la Secretaría de Energía, la inversión por el acuerdo ascendió en el período 2014-2017 a US$ 5.179 millones. Particularmente, bajo el gobierno de Cambiemos, prosiguió el esquema de financiamiento externo antes descripto, sin embargo, el proyecto entre YPF y Chevron se ralentizó.

A partir del ingreso de Chevron como actor decisivo en la explotación de Vaca Muerta, el esquema de financiarización del sector cambió rotundamente respecto a la etapa de YPF bajo gestión Repsol. Con anterioridad, las empresas financiaban su estrategia de acumulación con fondos propios. En dicho esquema, el destino final de tal auto-financiamiento se reflejó en un esfuerzo por dirigir el excedente hacia la distribución de dividendos, relegando la inversión productiva. Sin embargo, Chevron articuló un esquema de financiamiento en base al endeudamiento externo con destino al aumento de la producción. Por ende, la posterior fuente de fuga de capitales cambió hacia componentes financieros a través de los pagos de intereses perdidos. Bajo este esquema, Chevron [17] tuvo como fin resguardar las transacciones de capitales dado que se insertó en actividades intensivas en capital. Dicha estrategia priorizó la seguridad jurídica debido a los riesgos económicos, financieros o judiciales de las externalidades negativas que posee la actividad extractiva. Por lo tanto, la multinacional debió canalizar los fondos a través de un entramado de empresas en dominios extraterritoriales, utilizándolas como *Holding* [18] y *Conduit*[19]. Así mismo, empleó instrumentos financieros que permitieron retornar las ganancias del capital aportado hacia su origen en las guaridas fiscales por intermedio del mismo entramado de empresas.

Bajo este nuevo esquema, la inversión devino en préstamo. De esta forma, pudo realizar aportes de capitales a la subsidiaria receptora de los fondos, los cuales tomaron la forma de líneas de financiamiento. Ergo, como la subsidiaria se endeudó con una empresa relacionada en una guarida fiscal, debió devolver las amortizaciones del capital más los intereses. Además, los pagos al impuesto a las ganancias se vieron reducidos ya que la situación financiera de la subsidiaria receptora de los préstamos quedó comprometida por su elevado endeudamiento.

El precio del barril internacional cayó a fines del año 2014. Para viabilizar el desarrollo de Vaca Muerta, el barril criollo fue sostenido a un precio más elevado que el internacional. Cuando asumió el gobierno de Cambiemos pretendió desarmar la política anterior, y acoplar el precio del barril criollo con el internacional, lo cual hizo menguar el rendimiento de la inversión en Loma Campana (García Zanotti et al. 2016).

Por otro lado, el gobierno de Cambiemos viabilizó el desarrollo de las inversiones

[17] En este caso, como se verá será a través de Chevron Overseas Finance I.

[18] Las estructuras *holding* son cáscaras vacías, constituidas únicamente por participaciones en otras sociedades.

[19] *Conduit* es una clasificación que realiza la OCDE a la las Entidades de Usos Especiales (Special purpose entities). Tal expresión se refiera a las cascaras vacías de trabajo vivo, que obtienen fondos en forma de préstamos y los remite a otras estructuras vinculadas.

en el área Fortín de Piedra a través de la implementación de un nuevo subsidio. Dicha área se encuentra bajo la concesión de la petrolera Tecpetrol -subsidiaria de Techint-. En este sentido, el proyecto de Fortín de Piedra fue sustentado bajo el mismo esquema de acumulación que el proyecto de YPF y Chevron: 1) desarrollo de un área no convencional; 2) sostenimiento con subsidios estatales en forma focalizada; 3) financiamiento proveniente de filiales en guaridas fiscales y la consiguiente fuga por intereses perdidos. La estrategia de acumulación bajo el gobierno de Cambiemos tuvo grandes continuidades con respecto a otrora. La ruptura entre el gobierno kirchnerista y el de Cambiemos se produjo por el relegamiento del rol de la empresa estatal YPF, y la emergencia del rol privado.

7.2.4.1 Contrato entre Chevorn-YPF

Entramado de empresas

Debido a la experiencia de Chevron en Ecuador [20], el Contrato construyó un entramado de empresas pantallas para desligar a la multinacional de la inversión (véase la Figura 7.12). Por esta razón, la subsidiaria de Chevron en Argentina (denominada Chevron Argentina S.R.L.) no tuvo ningún vínculo en el Contrato. Chevron no participó bajo un rol productivo en los proyectos, sino de mero financista. En este sentido, su participación se encontró intermediada por estructuras jurídicas de propiedad de YPF. En tanto, la estructura jurídica de Chevron más cercana relacionada con el Contrato correspondió a una guarida fiscal.

La concesión de Loma Campana se constituyó en una Unión Transitoria de Empresas (UTE) repartida en partes iguales entre YPF S.A. y una empresa llamada Compañía de Hidrocarburo No Convencional S.R.L. (en adelante CHNC o Subconcesionario en el Contrato). En dicha UTE, YPF S.A. adquirió el rol de operadora de la concesión (YPF S.A., 2015).

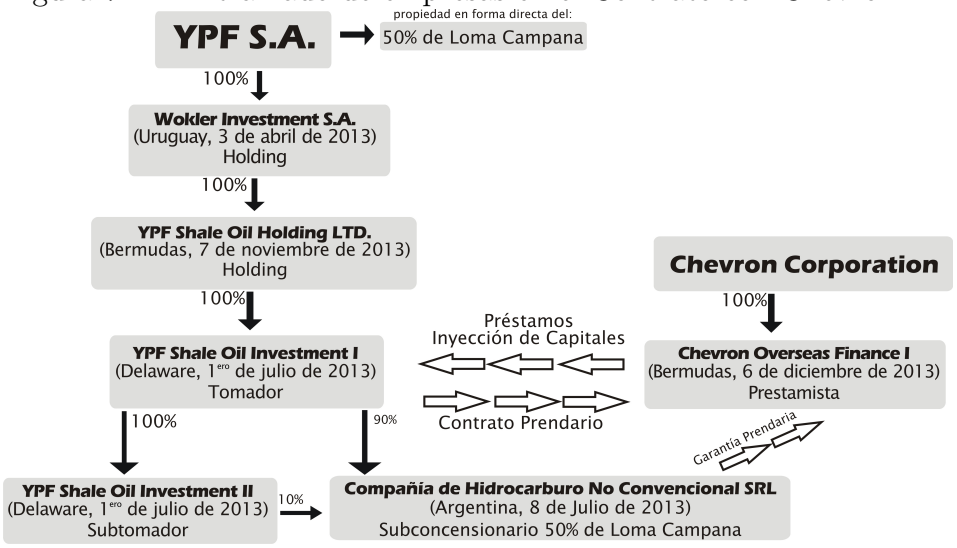
CHNC comprende una estructura societaria creada una semana antes de la firma del Contrato, el 8 de julio de 2013 y radicada en la Argentina. Su objetivo consistió en: "Llevar a cabo por sí o por intermedio de terceros o asociada a terceros, el estudio, la exploración y la explotación de los yacimientos de hidrocarburos líquidos y/o gaseosos y demás minerales [...]. Para el mejor cumplimiento de estos objetivos podrá fundar, asociarse con o participar en personas jurídicas de carácter público o privado domiciliado en el país o en el exterior [...]" [21].

Dicha estructura estableció vínculos de propiedad con una serie de estructuras jurídicas localizadas en guaridas fiscales. Los controlantes inmediatos de CHNC fueron incorporados en Delaware dos semanas antes de la firma del Contrato, denominados YPF Shale Oil

[20] Producto al derrame petrolero en dicho país, en el año 2011 la justicia ecuatoriana impuso sanciones a la multinacional por cifras multimillonarias.

[21] Boletín Oficial, segunda sección, información de constitución de S.R.L. y Acta de Constitución de CHNC.

Figura 7.12: Entramado de empresas en el Contrato con Chevron



Fuente: Elaboración propia con datos del Contrato

Investment I y II. Mientras YPF Shale Oil Investment II se mantuvo bajo el control de YPF Shale Oil Investment I, esta última lo hizo bajo YPF Shale Oil Holding LTD, radicada en las Islas Bermudas (puesta en actividad el 7 de noviembre de 2013, una semana antes a la firma del contrato prendario). En tanto, el controlante inmediato de la subsidiaria en las Islas Bermudas correspondió a una sociedad en Uruguay, denominada Wokler Investment S.A. (puesta en actividad el 3 de abril de 2013). Por último, el controlante del entramado de empresas en las guaridas fiscales resultó ser YPF S.A.[22]

Es decir, el 50% de Loma Campana correspondió a YPF S.A. en forma directa. Mientras el otro 50% también lo hizo pero en forma indirecta a través de CHNC.

En tanto, la firma del Contrato entre Chevron e YPF no se realizó por medio de las casas centrales de tales corporaciones, sino a través de subsidiarias radicas en el extranjero, más precisamente, en guaridas fiscales. Del lado de YPF S.A. el firmante fue YPF Shale Oil Investment I (en adelante el Tomador) radicada en Delaware. De parte de Chevron, la subsidiaria fue Chevron Overseas Finance I (en adelante el Prestamista), incorporada el 6 de diciembre de 2013 en las Islas Bermudas [23].

Negocio financiero

El Contrato de inversión comprendió en realidad el otorgamiento de préstamos financieros para solventar los gastos operativos[24] del Subconcesionario (CHNC): "[...] el Prestamista está dispuesto a otorgar las líneas de créditos solicitadas en favor del To-

[22] Información provista por el Anexo 4.17 de YPF-CHEVRON (2013)
[23] Información de YPF-CHEVRON (2013).
[24] Comprende a todos los costos y gastos directos e indirectos del programa de trabajo. Entre ellos los costos de extracción, gastos generales, inversión en perforaciones, instalaciones, regalías, impuestos a los ingresos brutos, impuestos bancarios, etc.

mador" (YPF-CHEVRON 2013, pág. 6). Tales líneas de créditos se dividieron en etapas tendientes a los diversos cumplimientos que debió realizar YPF (YPF-CHEVRON 2013, pág. 51): 1) la Fase I concluida en septiembre de 2013, incluyó un desembolso de U$S 300 millones destinados de la siguiente forma: a) 240 millones a la adquisición parcial por parte de CHNC del 50% de la Concesión, b) 60 millones a gastos operativos; 2) Fase II concluida en abril de 2014, divida en dos líneas de créditos de hasta U$S 470 millones cada una; 3) Fase III que va desde abril de 2014 hasta el fin de la Concesión en el año 2048.

Los movimientos de fondos fueron realizados de la siguiente manera: 1) El prestamista (Bermudas) desembolsó los préstamos en una cuenta bancaria titular del Tomador (Delaware); 2) "El Tomador destinará los fondos provenientes de todos los Préstamos para otorgar préstamos al Subconcesionario" (YPF-CHEVRON 2013, pág. 50). Es decir, todos los movimientos desde las Islas Bermudas a la Argentina se realizaron por medio de préstamos financieros.

Cuadro 7.3: Variables financieras de las estructuras jurídicas entre los años 2014-2018 en millones de pesos AR$

Empresa	Año	Ventas	Resultados	Patrimonio Neto	Activo	Pasivo	Pasivos/ventas
CHNC	2014	2.497	-2.143	4.849	16.121	11.272	451%
	2015	4.042	-13.524	5.926	15.300	9.374	231%
	2016	6.254	-6.551	-9.660	19.007	28.667	458%
	2017	6.507	S/d	S/d	S/d	S/d	
	2018	6.905	-1.664	24.323	47.164	22.841	351%
YPF Shale Oil Investment I	2014	2.429	-2.037	-2.325	17.455	19.780	814%
	2015	S/d	S/d	S/d	S/d	S/d	
	2016	6.484	S/d	S/d	S/d	S/d	
	2017	7.670	S/d	S/d	S/d	S/d	
	2018	S/d	S/d	S/d	S/d	S/d	

Fuente: Elaboración propia con datos de la Revista Mercado.

Además, el financiamiento adquirió carácter de préstamo prendario, sumándole una serie de Acuerdos como garantías. En este sentido, la garantía prendaria se realizó sobre las acciones, activos y créditos de todas las empresas de creación reciente de YPF[25] (en adelante empresas pantallas). Además, como refuerzo se celebró un contrato de Fianza[26] por el cual YPF S.A. adquirió la figura de Fiador de los préstamos realizados por Chevron en las Islas Bermudas a la estructura en Delaware.

En lo que respecta a las características del préstamo, las amortizaciones del capital dispensaron una tasa del 0,2604% mensual (3,16% anual) a partir del tercer aniversario de la Fase I (septiembre de 2016). En tanto, los intereses devengaron: 1) un 7% anual, más

[25] Es decir, CHNC, YPF Shale Oil Investment I y II, YPF Shale Oil Holding LTD y Wokler Investment S.A.

[26] La Fianza es un contrato comercial por el cual un tercero (el fiador) garantiza el cobro en caso de que el deudor no sea solvente.

2) un "Monto de Interés Adicional" calculado sobre el Flujo Neto de Fondos[27] de CHNC cuando el mismo sea positivo y supere el capital y los intereses . Es decir, no existió una tasa de interés fija en el Contrato, ya que toda ganancia de CHNC correspondería a Chevron.

La ganancia de Chevron significó una mezcla de renta financiera y renta atada al devenir productivo. Por lo tanto, se le garantizó un piso de ganancia a Chevron si el proyecto resultaría a pérdida (del 7% del capital). Sin embargo, no existió un techo en caso en que el mismo sea rentable. Vale resaltar que toda ganancia productiva o financiera sería remitida al exterior, con destino a la subsidiaria de Chevron en las Islas Bermudas. Aunque cabe aclarar que la cuenta bancaria del prestamista se encontró en la ciudad de Nueva York (EEUU).

La forma en que se produjeron las amortizaciones y los intereses fueron peculiares ya que comprenderían dos caminos diferentes. Por un lado, CHNC podría retornar los capitales a Delaware a través de adelantos (préstamos) en contrapartida a las obligaciones en dividendos generados hacia la controlante inmediata. Ergo, CHNC debe: "[…] enviar al socio Shale Oil I [El Tomador] un informe, a satisfacción de este último, incluyendo –entre otra información- el flujo de fondos neto proyectado de la Sociedad del mes anterior incluyendo i) estimado del importe de dividendos respecto de los ingresos del mes anterior […] y ii) ajustes de los estimados de mes anterior" (CHNC 2013, pág.10-11). Con base en tal estimación, CHNC realizó adelantos y préstamos a las estructuras en Delaware: "[…] la Sociedad [CHNC] otorgará adelantos o préstamos en dólares estadounidenses a los Socios [YPF Shale Oil Investment I y II] por los montos que surjan de los puntos i) y ii) […]" (CHNC 2013, pág. 11).

En segunda medida, ante una falta de divisas en Argentina el Acta de CHNC agregó "En el caso de que la Sociedad no pudiera adquirir dólares estadounidenses en Argentina o no pudiera transferir dólares estadounidenses al exterior por una suma suficiente para abonar cualquier monto comprometido en el Acuerdo de Aporte de Capital, en virtud de una prohibición o restricción impuesta por ley o derivada de prácticas del Banco Central de la Argentina, los Socios podrán optar por aceptar el pago en dólares estadounidenses a través de la venta de Bonos Extranjeros Argentinos o de cualquier otro bono público o privado emitido en dólares estadounidenses en la Argentina" (CHNC 2013, pág. 11-12).

En consecuencia, tanto CHNC como el Tomador detentaron elevados niveles de endeudamiento (Véase Cuadro 7.3). Esto se debe a que las dos empresas mencionadas fueron utilizadas como *Conduit*. De esta forma, todo lo facturado por la extracción de hidrocarburos fue girado al exterior en concepto de pago de los préstamos. Como contraparte, podríamos esperar que la estructura de Chevron en Bermudas detentaría resultados positivos con montos parecidos. Ergo, la subsidiaria de Chevron habría adquirido en concepto

[27] El Flujo de Fondos Neto del proyecto se calcula por medio de los ingresos derivados de la venta de hidrocarburos menos los gastos operativos.

de beneficios aproximadamente unos U$S 263 millones en 2014, U$S 1.459 millones en 2015, y 443 millones en 2016 [28]. Además, en el año 2016, CHNC presentó un patrimonio neto negativo debido al abrupto crecimiento de los pasivos. Esto se debe a que el período de gracia expiró en dicho año.

Relación con el Estado

Por último, la relación con el Estado (a través de YPF S.A.) y el entramado sería un punto a resaltar. El Balance Contable de YPF S.A. mencionó que "La Sociedad [YPF] mantiene indirectamente el 100% del capital social de CHNC, pero dado que en virtud de los acuerdos contractuales existentes, no ejerce las decisiones financieras y operativas relevantes de CHNC ni financia sus actividades, no se encuentra expuesta a riesgos ni beneficios por su participación en CHNC" (YPF S.A. Varios Años -1999 a 2015-, 2015, pág. 103). Es decir, YPF detentó la propiedad de CHNC, sin embargo, no ejerció la potestad sobre sus decisiones ni recibió beneficios. En lo que respecta a los temas operativos de extracción de hidrocarburos, el Contrato mencionó que "El Tomador obtendrá la aprobación del Prestamista de cualquier Programa de Trabajo y Presupuesto, Plan de evaluación, Plan de Desarrollo, Autorización para Gastos [...]"(YPF-CHEVRON 2013, pág. 53). De esta forma, a pesar que Chevron cumplió el rol de prestamista, a su vez, mantuvo total injerencia sobre los planes productivos y la velocidad de desarrollo de los mismos.

En este sentido, el art. 7.8 del Contrato limitó y especificó el papel de cada una de las estructuras. Las estructuras jurídicas de YPF en Uruguay y las Islas Bermudas no podrían realizar ninguna actividad que no sea poseer en propiedad a otras estructuras jurídicas. Es decir, actuaron como empresas de tipo *Holding* ya que no detentaron actividades financieras ni comerciales relevantes. El Tomador únicamente podría ser propietaria de YPF Shale Oil Investment II y CHNC, así como realizar aportes de capital y préstamos a esta última. En tanto, YPF Shale Oil Investment II ejercería la propiedad de CHNC, así como realizar aportes de capital a la misma. Por último, CHNC únicamente podría ser co-propietaria de la Concesión, participar del proyecto de inversión, recibir préstamos, y realizar acuerdos y contratos referidos a las operaciones productivas.

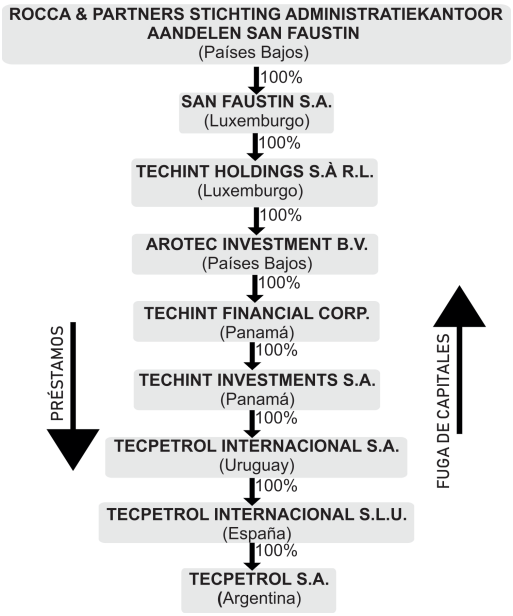
En tanto, en la Sección novena del Contrato se resguardaron los intereses jurídicos de Chevron ya que el Estado renunció a su soberanía al establecer como espacio de disputas : "[...] (i) Ley Aplicable: Leyes del Estado de Nueva York. (ii) Arbitraje: Cámara Internacional de Comercio (International Chamber of Commerce). El arbitraje se llevará a cabo en París, Francia; y el idioma será el inglés. [...]" (CHNC 2013, pág. 12).

[28] Tales cifras surgen de dividir los resultados de CHNC por el tipo de cambio oficial. Desde ya no se conocen aún los montos exactos, sin embargo, se esperan que sean buenas aproximaciones.

7.2.4.2 Tecpetrol un viejo jugador con nueva estrategia de acumulación

Al igual que el esquema instaurado por Chevron, la estrategia de acumulación de Tecpetrol se basó en el endeudamiento externo con destino a la actividad productiva. Como se puede ver en los años 2016-2018 (véase Figura 7.14), la firma tomó deudas por US$ 1.912 millones, la cual fue destinada tanto a inversión productiva por 1.377 millones como a la refinanciación de deudas anteriores por 593 millones.

Figura 7.13: Estructura corporativa de Tecpetrol

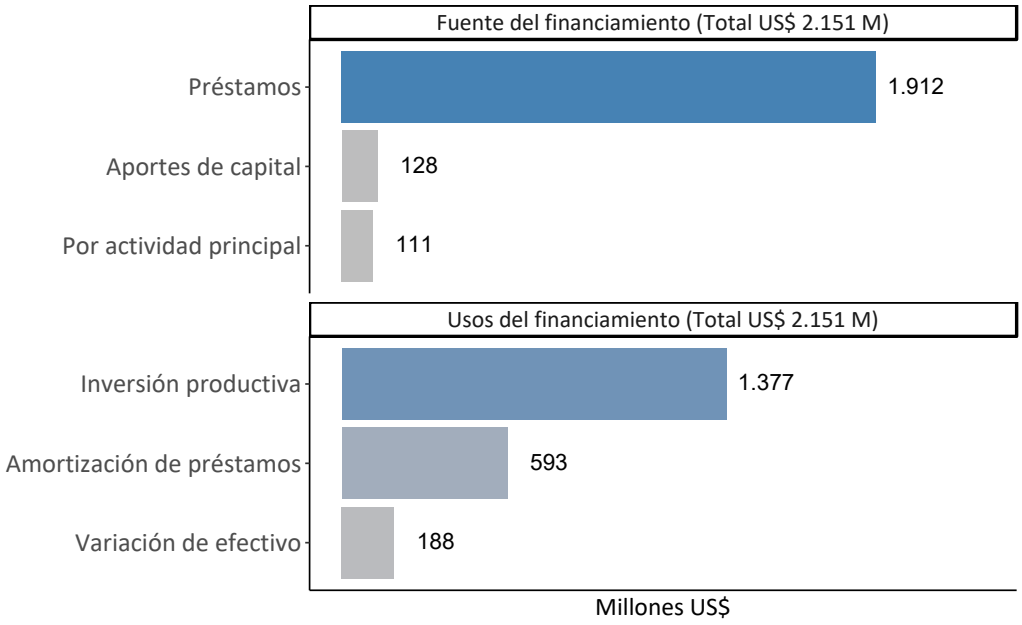


Fuente: Elaboración propia con datos provistos de la Comisión Nacional de Defensa de la Competencia (Argentina).

El esquema financiero montado por Tecpetrol buscó incrementar sus ganancias rápidamente para afrontar los pagos de los préstamos. Como podemos ver, el flujo de caja por la actividad principal únicamente aportó US$ 111 millones. A ello debemos sumarle un aporte de capital por 128 millones. Es por ello que la empresa debió buscar financiamiento para afrontar su inversión.

Cabe destacar que la empresa operó con garantías del propio Estado nacional respecto al nivel de ganancias: "En marzo de 2017, el Ministerio de Energía y Minería publicó la Resolución 46-E/2017 mediante la cual crea el Programa de Estímulo a las Inversiones en Desarrollos de Producción de Gas Natural de Reservorios no Convencionales, a los efectos de promover el incremento de las inversiones destinadas a la producción de hidrocarburos provenientes de reservorios no convencionales en la Cuenca Neuquina. En noviembre de 2017 el Ministerio de Energía y Minería introdujo modificaciones al programa mediante la Resolución 419/2017. Posteriormente, dicho ministerio aprobó la adhesión de Tecpetrol S.A. al mencionado programa, a partir del 1º de enero de 2018, por el cual se garantiza un sendero de precios de entre 7,5 y 6 dólares desde este año hasta 2021. **Se trata del hito**

Figura 7.14: Tecpetrol: fuentes y usos de financiamiento en millones de US$ (2016-2018)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

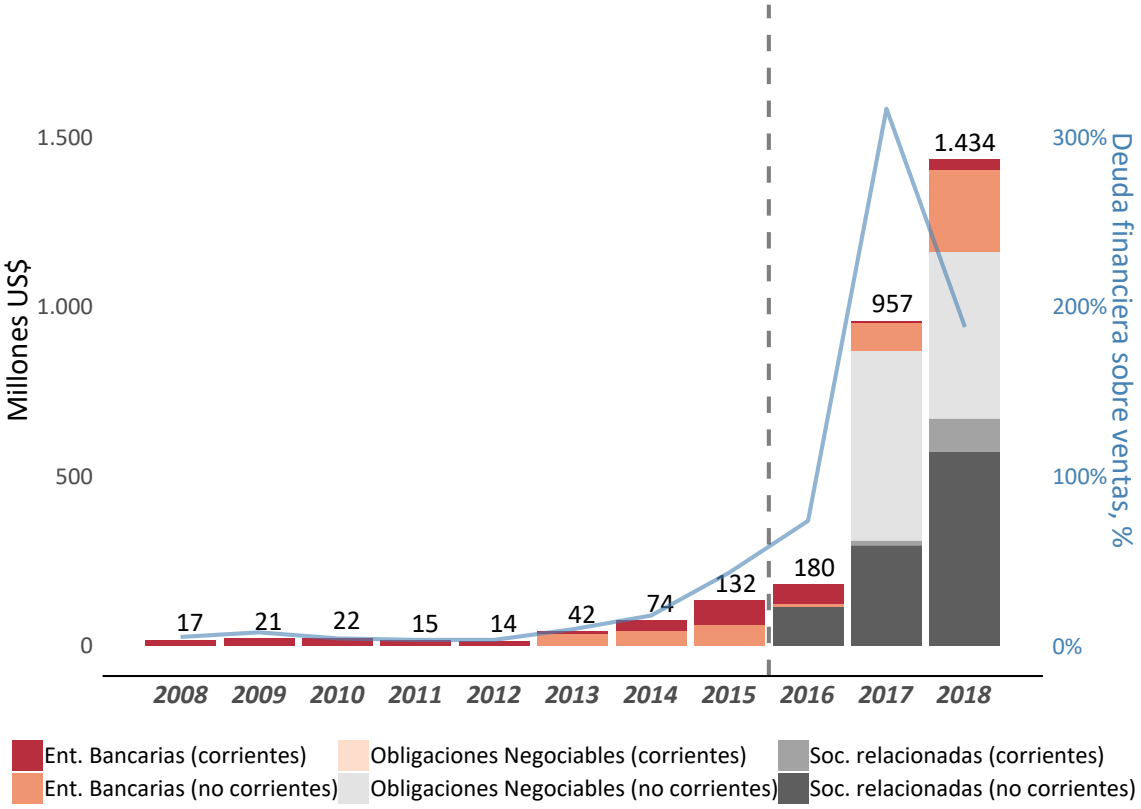
fundamental que viabiliza el mayor programa de inversiones y el crecimiento cuantitativo y cualitativo de la Sociedad"(Tecpetrol S.A., 2017, pág.5, la negrita es nuestra). A dicho escenario, habría que sumarle un sendero ascendente de precios[29] que el nuevo gobierno de Cambiemos le otorgó al sector gasífero.

Cabe aclarar que el peligro de tal estrategia de acumulación podría ser múltiple: en primer lugar, existiría un riesgo latente de sobre-endeudamiento en caso que las ganancias no evolucionaran a la par de las amortizaciones de deudas. En el año 2017, el nivel de endeudamiento (deudas financieras sobre ventas) fue del 317% (véase Figura 7.15). La firma dispuso de reducidos niveles de ganancias dado que esta estrategia inversora aumentó considerablemente los fondos destinados a la inversión productiva, mientras los ingresos no respondieron con la misma rapidez. En segundo lugar, podrían existir riesgos de descalzamiento de monedas, dado que el endeudamiento se nominó en dólares, mientras los ingresos se presentaron en pesos argentinos. En este caso, ante una devaluación de la moneda local, la firma necesitaría una mayor cantidad de pesos para afrontar su deuda en dólares. El riesgo aumentó ante una brusca devaluación como la ocurrida en 2018, a pesar que los ingresos podrían encontrarse semi-dolarizados[30].

Dado que la estrategia de incremento de las inversiones se basó en el endeudamiento, el stock de deuda financiera aumentó de los US$ 132 millones en 2015 a 1.434 millones en 2018 (véase Figura 7.15). La composición de la misma cambió radicalmente del punto de vista del tipo de acreedor. Mientras que en el año 2015 la deuda se encontraba principalmente en manos de entidades financieras, para el año 2018 las sociedades relacionadas

[29] Véase Resolución 212 – E/2016 del Ministerio de Energía de la Presidencia de la Nación.
[30] El programa de subsidios en el cual se encuentra inserta la firma, se presenta dolarizado.

Figura 7.15: Tecpetrol: stock de deuda financiera al 31 de diciembre en millones de US$ (eje principal, gráfico de barra); nivel de endeudamiento como stock de pasivos financieros sobre ventas, % (eje secundario, gráfico de línea) (2008-2018)



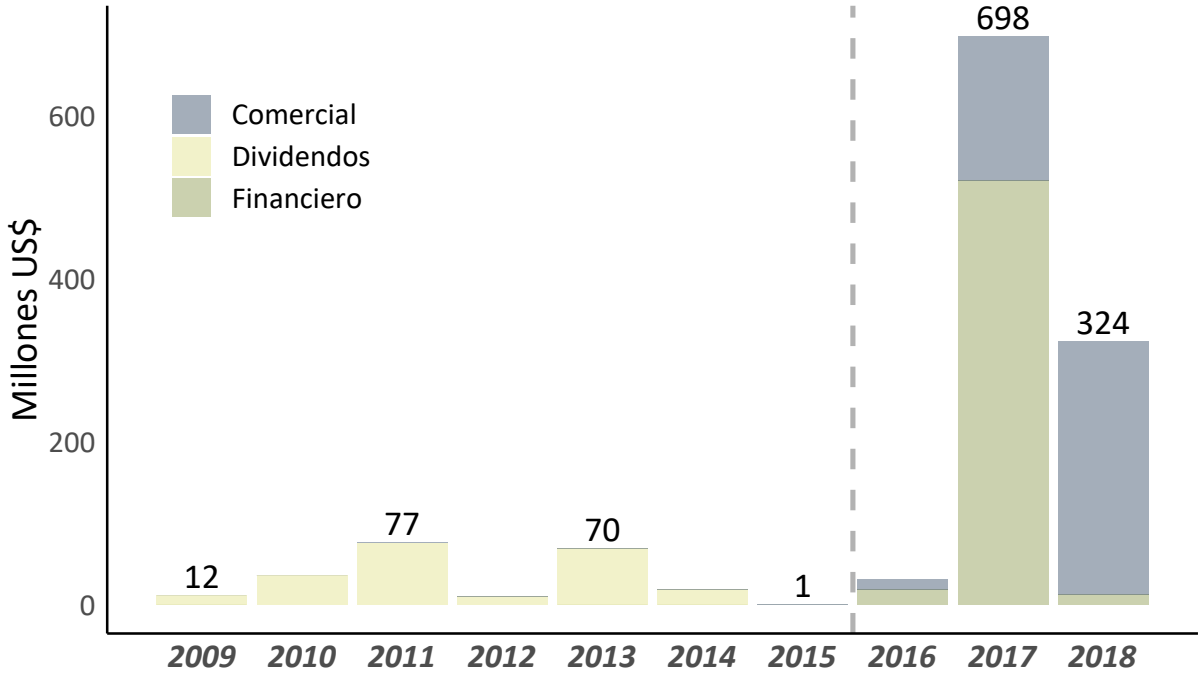
Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

ganaron espacios en el financiamiento. Además, la emisión de obligaciones negociables y otras deuda otorgadas por entidades financieras fueron incrementándose. La mayor parte de la deuda nueva se adquirió en forma no corriente, dado que la misma financió el desarrollo de activos productivos de largo plazo.

El endeudamiento con empresas relacionadas es un punto a destacar por su origen. En el año 2016, Tecpetrol tomó deudas no corrientes por 73 millones a través de la sociedad Tecpetrol Internacional S.L.U. (España). Esta estructura formó parte del control inmediato de Tecpetrol en Argentina. La firma española se constituyó como una sociedad *holding* -una cáscara- que adquirió la función de *conduit* al concretar préstamos. Además, en el año 2016, Tecpetrol en Argentina recibió financiamientos provenientes de Tecpetrol Libertador B.V. (Países Bajos) por US$ 41 millones. Según los balances de Tecpetrol Internacional S.L.U., la cáscara española controló a la cáscara en Países Bajos. En el año 2017, los préstamos de estas sociedades crecieron. Tecpetrol en Argentina detentó deudas financieras por 291 millones contra la firma española, y de 9 millones proveniente de los Países Bajos. En el año 2018, los préstamos ascendieron a US$ 668 millones provenientes de la firma española, y 9 millones de la estructura en Países Bajos.

Se pudo contar con los balances contables de la estructura controlante radicada en

Figura 7.16: Tecpetrol S.A.: Evolución de la fuga de capitales en millones de US$ por componente (2009-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

España. En estos se observó el tipo de financiamiento y el origen de los fondos. Paradójicamente, dicha firma fue financiada con préstamos de su controlante -Tecpetrol Internacional S.A.- en Uruguay. Es decir, no sólo son estructuras que ejercieron un control en su participación accionaria, sino que además obtuvieron préstamos de sus controlantes (véase Figura 7.13). Desde ya, desconocemos el origen de los fondos de la sociedad uruguaya, sin embargo, se podría intuir que al igual que ocurre con la estructura en España, dichos préstamos provinieron de las estructuras controlantes. Por lo tanto, en esta última etapa, la fuga de capitales y el tipo de renta capturada adquiere (a priori) un componente financiero. Además, como se puede ver, estas rentas escalan en la estructura corporativa hasta alcanzar al último controlante en guaridas fiscales.

Sin quitar importancia, el resto del financiamiento provino de la emisión de obligaciones negociables (ON), así como de bancos nacionales y extranjeros. En el año 2017, se emitieron ON por US$ 500 millones (valor nominal). En tanto, en el año 2018 se concretó un préstamo sindicado (es decir, un préstamo a través de múltiples bancos internacionales), entre los cuales se encontraban J.P. Morgan Chase Bank, Citibank, etc. Desde ya, al igual que los préstamos intra-firmas, estas deudas significaron futuras salidas de divisas por el pago de intereses.

Al igual que la deuda tomada, la fuga de capitales cambió en gran parte de composición a partir de la nueva estrategia de acumulación de Tecpetrol. Como podemos ver, con anterioridad a las inversiones masivas en Vaca Muerta, la sociedad fugó divisas a través

de los giros de utilidades y dividendos (véase Figura 7.16). En total fugó US$ 222 millones entre los años 2009-2014 por medio de las remisiones de utilidades y dividendos. Los años de mayores fugas fueron en 2011 y 2013 por 76 y 69 millones de dólares, respectivamente. Al consultar los balances de las firmas controlantes en España y Uruguay, se logró cotejar los giros hacia las estructuras controlantes de estas mismas cáscaras. Es decir, Tecpetrol en Argentina giró utilidades dirigidas a su controlante en España, mientras a su vez este último nuevamente volvió a girar dichas utilidades a su controlante en Uruguay.

A partir de 2016, la fuga adquirió elementos financieros y comerciales. Desde ya, los mecanismos financieros se encontraron explicados por el pago de intereses perdidos dirigidos a las sociedades en España y Países Bajos. Los pagos de intereses sumaron US$ 19 millones y 12 millones en 2016 y 2017, respectivamente. A esto debemos sumarle la formación de activos externos por un valor de unos US$ 509 millones, expresados en depósitos en una sociedad relacionada en el exterior. En tanto, gran parte de la fuga obtuvo mecanismos comerciales dado que Tecpetrol adquirió bienes, servicios y honorarios a sociedades relacionadas fuera de la Argentina. En el año 2017, estas compras ascendieron a US$ 82 millones, de las cuales 35 millones significaron salidas por pago de honorarios. Para el año 2018, las compras a sociedades relacionadas alcanzaron los US$ 182 millones, mientras los intereses pagados ascendieron a 13 millones. En los balances de la estructura en España también registraron el pago de estas compras de bienes, servicios y honorarios, por lo que se intuye que estos han significado salidas de capitales. Aunque cabe aclarar que no se menciona a la estructura vendedora de tales bienes[31].

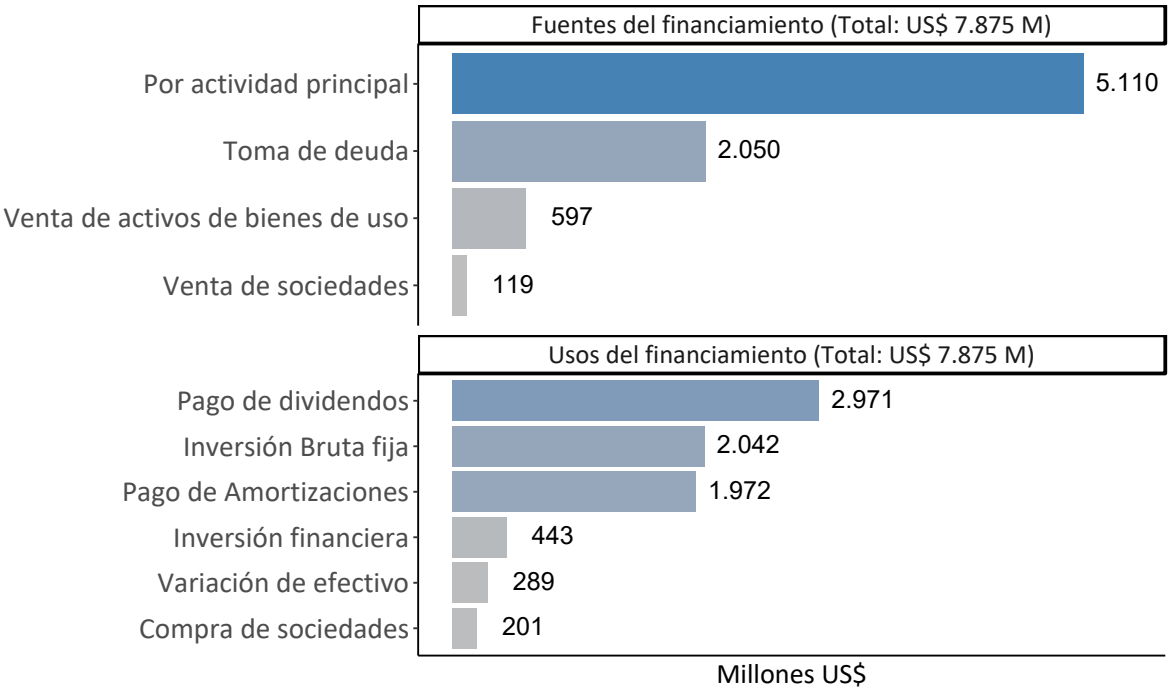
7.3 El sector en Brasil

El sector petrolero (*upstream* y *downstream*) en Brasil se encontró monopolizado por la empresa estatal Petrobras. Sin embargo, la comercialización de combustibles mantuvo una mayor diversificación en su oferta. Este segmento del mercado se encontró fuertemente regulado hasta el año 1990, momento que comenzó a desregularse. Para el año 2002, el precio de los combustibles se liberalizó. Esto significó la libre concurrencia de las comercializadoras al poder optar en obtener el combustible de las refinadoras, las usinas o de la importación en el mercado internacional (Pinto & Silva 2009).

El mercado de comercialización se encontró fuertemente concentrado en pocas empresas. En el año 2017, tres empresas concentraron el 61% del mercado de gasolina (BR de la empresa Petrobras 24,5%; Ipiranga 19,8%; Raízen 17,7%); a su vez, tres empresas detentaron el 99% del mercado del querosene (Raízen 42%; BR 40%; Ipiranga 17%); dos empresas acapararon el 78% de la comercialización en gasolina de aviación (BR 40%; Raí-

[31] Ante la sospecha que dichas compras provengan por las ventas de tubos sin costura de las sociedades relacionadas de Tenaris (sociedad que comparte el mismo controlante con Tecpetrol), se consultó los balances de la misma en la bolsa de Nueva York. Es por ello que se han descontado las ventas de tubos sin costura desde Tenaris a Tecpetrol.

Figura 7.17: Raízen Combustíveis S.A.: fuentes y usos del financiamiento en valores acumulados, en millones de US$ (2011-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

zen 38%); tres empresas explicaron el 44% de la comercialización de combustibles para automóviles (BR 18%;Ipiranga 14%; Raízen 12%)[32].

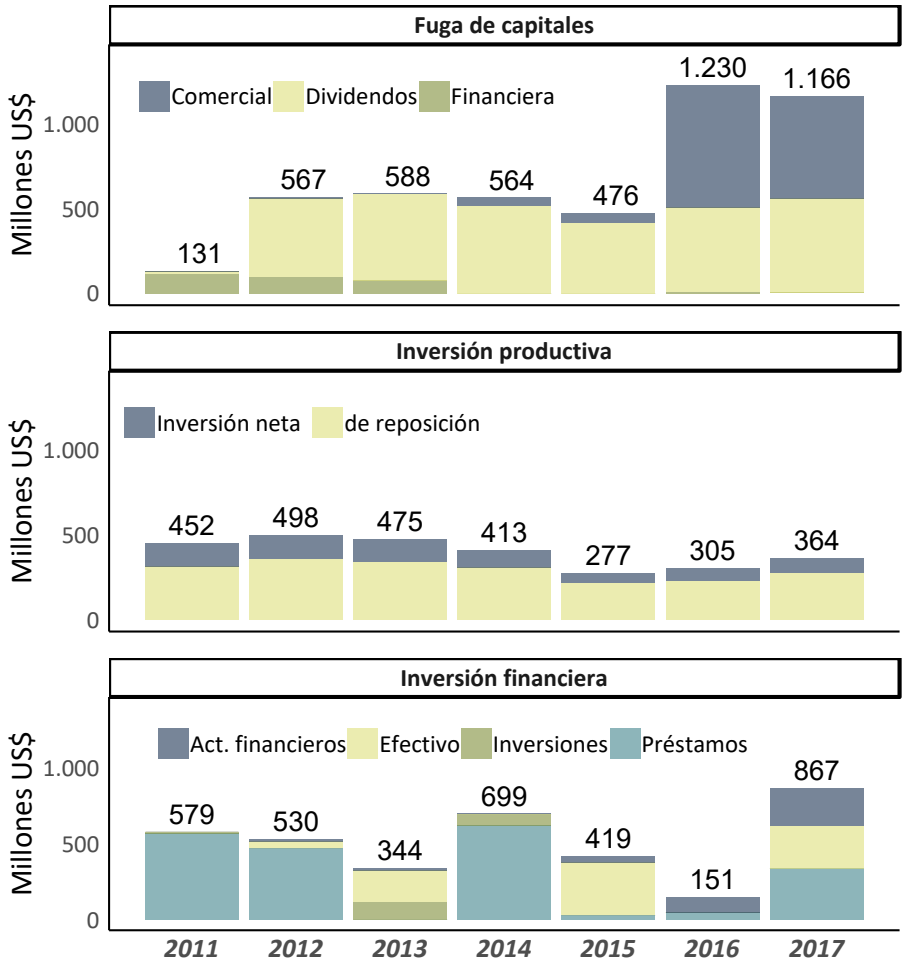
En el sector de comercialización, la empresa Raízen Combustíveis S.A. (Raízen) se ubicó en la tercera posición luego de la estatal BR (distribuidora de la empresa Petrobras) y de la nacional privada Ipiranga. La firma logró detentar un destacado espacio de acumulación, luego de la fusión entre el grupo Cosan y Shell en los años 2010-2011. Como consecuencia, pasó a facturar unos US$ 20 mil millones anuales (año 2017), al punto de encontrarse cuarta entre las empresas que más facturan en Brasil[33]. En este sentido, la fusión debe considerarse como una estrategia que buscó acaparar mercado, de forma de apropiarse de un excedente mayor en un mercado totalmente desregulado.

La centralización del capital fue la principal estrategia de Raízen, al buscar incrementar su participación en el mercado. En la etapa estudiada el excedente generado fue suficientemente elevado como para autofinanciar los distintos destinos del mismo. La filial tuvo un escaso nivel de endeudamiento. Como se puede ver en la Figura 7.17, en términos acumulados en el período 2011-2017, Raízen se financió por US$ 7.875 millones, de los cuales US$ 5.110 provinieron del flujo de caja por su actividad principal. Además, la firma tomó deudas por US$ 2.050 millones, cancelando US$ 1.972 millones de los mismos en igual período. Dado que el monto de deudas asumidas resultó similar a los vencimientos,

[32] Datos de Sindicom (Associação Nacional das Distribuidoras de Combustíveis, Lubrificantes, Logística e Conveniência).

[33] Datos de la revista Exame del año 2016.

Figura 7.18: Raízen Combustíveis S.A.: destino del excedente en fuga de capitales, inversión productiva y financiera, en millones US$ (2011-2017)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.

se esperaría que el endeudamiento fue adquirido con vencimientos en un corto plazo. Como consecuencia, su uso también recayó en activos de un cortísimo plazo. Por otro lado, dentro del uso de dicho financiamiento se destacaron dividendos girados por US$ 2.971 millones, seguidos por la inversión bruta fija de US$ 2.042 millones. En este punto caben dos aclaraciones: en primer lugar, Raízen se encuentra controlada en un 50% por Shell Brazil Holding B.V. (Países Bajos), por lo cual gran parte del excedente fugado terminó en manos de espacios extraterritoriales. En segundo lugar, al igual que las empresas de Argentina en el período pre-estatización de YPF, Raízen tuvo como principal objetivo la fuga de capitales. Sin embargo, y a diferencia de aquellas, el uso del financiamiento se presento dominado por los giros de dividendos[34]. Esta elevada fuga de capitales con respecto a la inversión productiva pudo ser explicada por el bajo requerimiento de capital que comprende la comercialización de combustibles.

[34] Particularmente en YPF bajo la gestión Repsol, el principal uso del excedente fue el pago de deudas por US$ 26.785 millones, la inversión productiva por 21.781 millones y el pago de dividendos por 17.053 millones (periodo 2000-2011).

En la Figura 7.18 se puede comparar los montos destinados a la fuga de capitales, la inversión en activos financieros y la inversión bruta fija. La inversión financiera superó a la inversión productiva en casi todos lo años, incluso esta última decreció a lo largo del tiempo. Al interior de la misma, la inversión bruta estuvo reflejada en inversión de reposición, por lo tanto, su potencialidad en el incremento de las capacidades productivas tuvo serias trabas en la firma.

Con respecto a la inversión financiera de Raízen, se destacaron préstamos otorgados a sociedades relacionadas. Estos fueron efectuados hacia Raízen Fuels Finance Ltd. (Islas Caimán), empresa controlada por Raízen, los cuales financiaron a Raízen Energia S.A. en concepto de prefinanciación de las exportaciones. Por otro lado, se destacó el aumento de efectivo, el cual se encontró correlacionado con la toma de deuda a corto plazo.

Por último, la fuga de capitales se concretó principalmente a través de dividendos girados como habíamos mencionado. Sin embargo, se le sumaron intereses perdidos por US$ 304 millones pagados a Raízen Fuels Finance Ltd. (Islas Caimán) y Raízen Fuels Finance S.A. (Luxemburgo); así como compras por 722 millones y 605 millones en los años 2016 y 2017, respectivamente, a Shell Trading US Company (EEUU).

Por otro lado, al igual que los controlantes de las firmas argentinas, caben considerarse las ganancias patrimoniales realizadas en guaridas fiscales que obtuvo la multinacional Shell en filiales en dominios extraterritoriales. Estas se produjeron gracias a la compra que efectuó Raízen sobre los activos de Shell en Argentina. En este sentido, en septiembre de 2017, Raízen le comunicó a Shell Compañía Argentina de Petróleo S.A. (Shell Argentina) la intensión de adquirir esta última sociedad. A diferencia de Raízen, Shell Argentina no se insertó en los segmentos de comercialización en forma excluyente, sino que también mantuvo actividad en la refinación. La transacción se llevó a cabo en abril de 2018 por US$ 950 millones. Para entonces Shell Argentina estaba bajo el control de Shell Overseas Investments B.V. (Países Bajos) y B. V. Dordtsche Petroleum Maatschappij (Países Bajos) en espacios extraterritorial, por lo tanto, las divisas nunca tocaron suelo argentino. En el hecho relevante, se mencionó que la adquisición se llevó a cabo a través de una estructura tipo *holding* denominada Raízen Argentina Holdings S.A.U. radicada en la Argentina, la cual pasó a detentar el control directo de Shell Argentina[35].

[35] En este punto se abren ciertos interrogantes dado que por lo general el control directo de una gran compañía es resguardado por una estructura de tipo *holding* en una guarida fiscales. Sin embargo, las Sociedades Anónimas Unipersonales (S.A.U., bajo la forma que se rige Raízen Argentina Holdings) poseen ciertas ventajas legales. Las formas legales de tipo S.A.U. se crearon en Argentina en 2014, a la cual se le sumaron algunas modificaciones en el año 2016 en su articulación con el fin de aggiornarlas hacia los proyectos desarrollados por emprendedores de baja escala. Este tipo de sociedad posee como característica distintiva, la posibilidad de tenencia de un único socio. Desde ya, la escala pyme no posee comparación con una gran compañía, más aún cuando las exigencias legales en una S.A.U. se han ido simplificando. Sumado a ello, el capital social mínimo exigido comprende un monto muy inferior en comparación a una Sociedad Anónima: de tan sólo 100 mil pesos argentinos. En el boletín oficial segunda sección de Argentina se puede constar la constitución de Raízen Argentina Holdings con un capital mínimo de 100 mil pesos argentinos. Por lo tanto, ante problemas financieros, legales, o patrimoniales, la responsabilidad no recae en Raízen en Brasil sino en la estructura de tipo *holding* por el monto antes descripto.

Cabe destacar que una vez efectuado el cambio de gobierno argentino, tras el ascenso de Cambiemos, se implementaron nuevas políticas tendientes a la liberalización del precio[36] de los combustibles y del comercio exterior beneficiando a firmas como Shell Argentina. Las políticas implementadas mejoraron el valor de Shell Argentina, por lo tanto, los controlantes decidieron deshacerse de la misma en el mejor contexto posible[37]. La casa matriz mencionó que las filiales en Países Bajos, las cuales ejercieron el control de Shell Argentina, obtuvieron una ganancia patrimonial de unos US$ 225 tras la venta de dicha empresa en Argentina[38]. Sin embargo, cabe considerar que Shell Argentina no cambió de dueños en términos formales dado que Raízen pertenece al mismo conglomerado. Aunque significó un movimiento de divisas desde Brasil hacia las estructuras *holding* en Países Bajos, las cuales obtuvieron una ganancia patrimonial por la nueva dinámica sectorial de la empresa radicada en Argentina.

7.4 Conclusión

En este apartado haremos un breve repaso comparando los esquemas antes mencionados. En primer lugar, el esquema de YPF (bajo la gestión Repsol) priorizó la fuga y las ganancias patrimoniales. Si bien la sociedad se auto-financió, su controlante en España se endeudó para adquirir a YPF. Como consecuencia, Repsol articuló un proceso de desinversión y de fuga de capitales para obtener los fondos necesarios de forma que le permitiera afrontar los vencimientos de deudas. El proceso de desinversión le posibilitó acceder a ganancias patrimoniales extraordinarias a través de la re-venta de los activos a terceros. Además, tras el vaciamiento, YPF pudo obtener la liquidez suficiente para fugar capitales. El principal componente de fuga consistió en la remisión de utilidades y dividendos, lo cual nos habla en cierta forma del excedente generado, ergo, dicha fuga formó parte de los resultados acumulados. Por otro lado, parte del excedente se destinó al financiamiento de Repsol a tasas muy bajas para que pueda reestructurar su deuda.

El esquema de Petrobras en Argentina se asemejó en parte al de YPF. Esta empresa priorizó la realización de ganancias patrimoniales a sus controlantes por medio de las operatorias de re-venta de los activos adquiridos en Argentina. Además, Petrobras en Argentina destinó parte de su excedente para financiar a la controlante para que esta última adquiera los activos de la primera. En tanto, la fuga fue articulada a través de compras de servicios, giros de utilidades y compras de participaciones que detentaba una estructura en una guarida fiscal.

La salida tanto de Repsol, como de Petrobras no otorgó mayores ganancias patri-

[36] Para la liberalización del precio de los combustibles, se propuso como condición necesaria la igualación del precio del barril criollo con el precio internacional.

[37] En los balances de la casa matriz Royal Dutch Shell se menciona que la misma se encuentra en un proceso de desinversión.

[38] En el balance contable de 31/12/2018 Royal Dutch Shell plc., pág. 54.

moniales a las respectivas controlantes. Particularmente Repsol comenzó su retirada en los años 2008, y la intensificó en el período 2010-2011. Petrobras tardó varios años para reestructurar sus deudas con el fin de lograr desarrollar una estrategia de acumulación definida.

Por otro lado, PAE fugó divisas principalmente a través de la remisión de utilidades al exterior por medio del auto-financiamiento. Su estrategia incluyó la centralización del capital dado que tras la fusión de los activos de las partes controlantes, pasó a controlar actividades de refinación. Por otra parte, la compra-venta de las acciones en dominios extraterritoriales significó la entrada de los capitales chinos y la realización de ganancias patrimoniales al grupo Bridas.

La estrategia de acumulación de Raízen conjugó una clara valorización financiera de sus capitales. La firma en Brasil no atravesó un proceso de endeudamiento, por lo tanto, auto-financió gran parte de su destino del excedente. Sin embargo, este destino se comportó de una manera en la cual la inversión productiva se encontró subordinada a la fuga de capitales y a la inversión financiera. Además, se articularon ganancias patrimoniales en dominios extraterritoriales a través de la compra de Shell Argentina.

Por último, en el contexto del desarrollo de Vaca Muerta, el esquema de financiarización cambió radicalmente con respecto a otrora. De la auto-financiación se pasó al endeudamiento externo destinado a solventar los incrementos de inversión productiva. La fuga de capitales se basó en componentes financieros. Sin embargo, existieron ciertos cambios relevantes entre los gobiernos Kirchnerista y el de Cambiemos. Mientras en el primero, YPF logró constituirse en un jugador clave para el desarrollo productivo; a partir del gobierno de Cambiemos, la empresa estatal fue reemplazada por el capital privado. Sin embargo, el esquema de financiarización resultó ser el mismo, dependiendo del endeudamiento externo. Un aspecto virtuoso de dicha estrategia de acumulación comprendió el incremento de las capacidades productivas destinadas a las masivas inversiones en Vaca Muerta. Sin embargo, los capitales productivos se transformaron en capitales financieros al punto que no sería posible distinguir la diferencia entre ambos. Además, los proyectos productivos se subordinaron a la evolución de precios internacionales y a la liquidez del sistema financiero internacional. En caso que dichas inversiones no logren ser respaldadas sosteniblemente con aumentos de ganancias futuras, el sector se verá sometido a una burbuja financiera por sobre-endeudamiento. Nuevamente cabe destacar que los elevados niveles de inversión no entraron en contradicción con la financiarización de la estrategia de acumulación, ya que esta última se apoyó en el endeudamiento con partes relacionadas en guaridas fiscales.

Bibliografía

Arelovich, S., Bertinat, P., Arelovich, L. & García, G. (2015), 'Frack inc. tensión entre lo estatal, lo público, lo privado, y el futuro energético'.

Barrera, M. A. (2012), 'Las consecuencias de la desregulación del mercado de hidrocarburos en argentina y la privatización de ypf', *Cuadernos del CENDES* **29**(80), 101–129.

Barrera, M. A. (2013), 'Desregulación y ganancias extraordinarias en el sector hidrocarburífero argentino', *Política y cultura* (40), 177–199.

Barrera, M. A., Inchauspe, E. et al. (2012), 'Las "translatinas" brasileñas: análisis de la inserción de petrobras en argentina (2003-2010)', *Sociedad y Economía* (22), 39–68.

Barrera, M., Kennedy, D., Palermo, H. & Schorr, M. (2015), 'Impacto socioeconómico de ypf desde su renacionalización (ley 26.741). desempeño productivo e implicancias sobre los mercados laborales y el entramado de proveedores', *CEPAL* **1**.

Cantamutto, F. (2016), 'Economía política de la valorización en argentina: la energía en las disputas del bloque en el poder', *Revista Despierta* **3**(3), 77–104.

CHNC (2013), 'Acta de reunión de los socios', *Inspección General de Justicia* .

di Risio, D. (2016), 'Empresas estatales petroleras: el gobierno de los yuppies estadistas', *En Vaca Muerta: constricción de una estrategia. Políticas públicas ambiguas, empresas estatales corporatizadas y diversificación productiva a medida.* p. 37.

García Zanotti, G., Kofman, M. & Crespo López, F. (2016), 'Transferencias al sector hidrocarburífero en argentina', *EJES* .

Pan American Energy (Varios Años -2000 a 2015-), Balance contable, Technical report, Comisión Nacional de Valores.

Pérez Roig, D. (2016), 'Explotación de hidrocarburos en la argentina postconvertibilidad (2002-2013): entre el valor económico y la importancia estratégica', *Desarmando el modelo. Desarrollo, conflicto y cambio social tras una década de neodesarrollismo* .

Petrobras Argentina S.A. (Varios Años -2003 a 2015-), Balance contable, Technical report, Comisión Nacional de Valores.

Pinto, M. R. & Silva, E. C. D. (2009), 'O brilho da bandeira branca: concorrência no mercado de combustíveis no brasil', *Planejamento e Políticas Públicas* **1**(31).

Repsol International Fiance B.V. (Varios Años -1999 a 2003-), Balance contable, Technical report, Comisión Nacional del Mercado de Valores de España.

Repsol YPF S.A. (Varios Años -1999 a 2011-), Balance contable, Technical report, Comisión Nacional del Mercado de Valores de España.

Sabbatella, I. M. (2013), 'Ypf sa con participación estatal (1993-1998):¿ una empresa nacional?', *Instituto Argentino para el Desarrollo Económico* .

Tecpetrol S.A. (Varios Años -2008 a 2017-), Balance contable, Technical report, Comisión Nacional de Valores.

YPF-CHEVRON (2013), 'Contrato entre ypf (ypf shale oil investment i) y chevron (chevron overseas finance i)', *Justicia Argentina* .

YPF S. A. (2014), Prospecto obligación negociable clase xxviii, Technical report, Comisión Nacional de Valores.

YPF S.A. (Varios Años -1999 a 2015-), Balance contable, Technical report, Comisión Nacional de Valores.

Parte IV

Conclusiones de la Tesis

Capítulo 8

Conclusión

En la presente tesis hemos discutido las trayectorias divergentes en la financiarización de empresas productoras de bienes transables (entre ellas, las aceiteras y oleaginosas, la industria manufacturera, y el sector petrolero) en Argentina y Brasil durante el nuevo milenio (2000-2017). Dicha divergencia se produjo debido a la interrupción de la valorización financiera en Argentina durante el período 2003-2015. En contraposición, Brasil continuó con dicho proceso.

Como vimos en los capítulos en torno al Régimen de Acumulación de Brasil y Argentina, ambos países atravesaron por ciclos políticos caracterizados como nacionales y populares, presentando una agenda desarrollista o neo-desarrollista. Sin embargo, mientras Argentina logró desarticular la valorización financiera y desvincularse de los intereses del sistema financiero internacional, Brasil siguió adelante con su programa económico tendiente a articular una elevada tasa de interés como sustento central de su acumulación. Aunque cabe resaltar, en ambos casos, la fuga de capitales se transformó en un factor común y una continuidad en el funcionamiento de la financiarización de los países periféricos.

La salida de la valorización financiera en el caso argentino se produjo fruto de una brusca devaluación, la reducción de las tasas de interés, los reiterados canjes de deuda pública de los bonos del Estado entrados en *default* (2005 y 2010) y la cancelación de la deuda con el FMI. Los ganadores de dicha salida fueron los sectores vinculados a los bienes transables, particularmente los sectores extractivos (aceites y oleaginosa, minería y petróleo), conformándose en el núcleo del poder económico en lo que respecta al aporte de divisas. De esta forma, en los años subsiguientes al abandono de la valorización financiera, el sector financiero fue desplazado de la dominancia en los flujos de divisas.

Los años noventas significaron una seguidilla de crisis financieras que desestabilizaron las monedas de dichas economías, en una dinámica que endeudó tanto a los Estados como a las corporaciones. El incremento de los precios de los *commodities* comprendió una primera salida a las crisis financieras. Este incremento permitió mejorar los precios relativos de los productores de bienes transables, y benefició a la región en general. Dicho fenómeno se

produjo gracias al dinamismo de las economías asiáticas. Como consecuencia, los países del Cono Sur verían con benevolencia las exportaciones de materias primas en un contexto de incremento de los términos de intercambio. En este último punto, la economía brasilera se diferenció de Argentina. A partir de la devaluación de 1999 se aplicaron las metas de inflación con un claro objetivo de sostener las elevadas tasas de interés que ya venían siendo positivas en términos reales desde principios de los 90´. En una continuidad en sus políticas económicas, la llegada del gobierno del Partido de los Trabajadores no pudo revertir el esquema general a pesar del intento por propiciar un nuevo Pacto Social. En este sentido, el régimen de acumulación por valorización financiera siguió adelante en Brasil durante el nuevo milenio. Aunque, desde ya, el gobierno del Partido de los Trabajadores escapó del esquema estricto neoliberal, e impulsó políticas sociales novedosas en conjunto con ciertas políticas productivas.

En este contexto, las empresas extranjeras de sectores productores de aceites y oleaginosas en Argentina incrementaron sus excedentes corporativos (véase Cuadro comparativo 8.1). El destino que obtuvieron dichos excedentes nos permite comprender su magnitud. Si bien existieron incrementos en sus capacidades productivas, en general, todas las firmas lograron fugar al exterior gran parte de su excedente por medio de varios renglones del balance cambiario, convirtiéndose en los grandes ganadores del período. Entre los mecanismos de la fuga de capitales, sobresalieron tanto los dividendos girados, como ciertos mecanismos comerciales (ya sea la compra de bienes y servicios a filiales cáscaras en guaridas fiscales, como la realización de precios de transferencias). En todos los casos, la fuga de capitales superó a la inversión productiva en el destino del excedente. Estas transferencias al exterior fueron intensificadas en el año 2008 dado que las casas matrices requirieron de liquidez. A su vez, las filiales obtuvieron fondos propios fruto al incremento de la rentabilidad. Por otro lado, la inversión financiera se concentró fundamentalmente en el período 2012-2015, ya que las restricciones cambiarias imposibilitaron la fuga. Dreyfus explicó gran parte de las inversiones financieras al realizar préstamos intra-firma hacia filiales en guaridas fiscales. En tanto, el financiamiento por medio de la toma de deudas tuvo dos destinos prioritarios en el sector aceitero argentino. Por un lado, el aumento de las capacidades productivas fue financiado mayoritariamente por medio de préstamos de filiales del mismo conglomerado en dominios extraterritoriales. Por otro lado, la toma de préstamos con entidades bancarias nacionales e internacionales fueron destinadas a la prefinanciación de las exportaciones. Este punto resultó sumamente importante, dado que las empresas aceiteras pudieron incrementar la liquidez de sus carteras gracias a dichos fondos. A través del endeudamiento, los bienes de cambio permitieron captar ganancias patrimoniales. Tras la inmovilización de los stocks lograron dinamizaron las ganancias de las empresas.

Al igual que en Argentina, las empresas de la agro-industria en Brasil fueron beneficiadas por el ascenso de los precios internacionales de los *commodities*. Estas firmas

emplazaron su estrategia de acumulación a través del financiamiento externo con firmas relacionadas. Gran parte de las salidas de divisas se produjeron gracias al pago de intereses por los mencionados préstamos. Particularmente estos se concentraron en los años 2009, dado que la crisis internacional demandó liquidez desde las casas matrices. En este contexto, Cargill realizó un ostensible préstamo a partes relacionadas para dotar liquidez a la casa matriz. Por otro lado, en dichos años recesivos de la economía mundial, Bunge Fertilizantes realizó una clara estrategia de vaciamiento dado que articuló compras a filiales en dominios extraterritorial por medio de un elevado endeudamiento. Esta firma terminó de vender sus participaciones en Fosfértil en el año 2010, y con las ganancias patrimoniales tras dicha venta, remitió los fondos por medio del giro de dividendos. De esta forma, tanto en Argentina como en Brasil, el sector estuvo influenciado en su comportamiento por la crisis internacional.

Por otro lado, las inversiones financieras de las firmas de la agro-industria en Brasil resultaron ser elevadas en comparación a sus pares en Argentina. Particularmente, Raízen Energía aumentó la liquidez de su cartera por medio de préstamos intra-firma. Además, dichas inversiones fueron sostenidas a lo largo del tiempo. Esto le valió la obtención de sendos ingresos financieros a las firmas de Brasil. Estos ingresos incluso representaron cerca del 50% de la facturación, dependiendo el año que se trate. Particularmente, en el año 2015, momento de una elevada conflictividad política en Brasil, se produjo la devaluación del Real y un posterior aumento de las tasas de interés con el objetivo de reducir la inflación. Como consecuencia, los ingresos financieros se elevaron en sus distintos componentes. En tanto, las inversiones productivas del sector fueron crecientes, aunque limitadas.

El financiamiento asumido por las empresas de la agro-industria en Brasil no resultó ser sorprendente en tanto se entienda el panorama general. En este sentido, a partir de la crisis internacional, la economía de Brasil fue testigo de la llegada de grandes capitales en forma de préstamos intra-firma. Dichos capitales fueron dirigidos en forma especulativa con el fin de valorizarse financieramente. Es por ello que el endeudamiento corporativo comenzó a incrementarse en forma poco sostenible a partir de la crisis de las hipotecas. En la mayoría de los casos estudiados en Brasil, las firmas mantuvieron una cartera con una mayor preponderancia de activos líquidos vinculada al nivel de endeudamiento asumido. Por otro parte, cabe resaltar que las empresas se financiaron con préstamos intra-firma provenientes de filiales del mismo conglomerado en guaridas fiscales. La velocidad de entrada y salida de capitales resultó ser muy elevada en Brasil.

Por otro lado, las firmas de la industria manufacturera en Argentina también resultaron en ganadoras fruto a la salida de la convertibilidad. Como vimos, el sector siguió adelante con la simplificación productiva de las firmas estudiadas, a pesar que estas se vieron beneficiadas por la mega-devaluación. Las firmas de la industria manufacturera en Argentina buscaron acaparar mercado rápidamente por medio de la centralización del

capital. Sus objetivos consistieron en capturar ingresos financieros a través de los resultados en participaciones de sociedades. Dicha liquidez permitiría emprender estrategias de fugas de capitales por medio del giro de dividendos al exterior. Estas tuvieron un éxito relativo en su cometido, los ingresos financieros provenientes de los resultados de participaciones en sociedades se incrementaron hasta el año 2008, para luego desplomarse. Aún así, las firmas siguieron insistiendo en su estrategia de centralización del capital. La fuga de capitales de las firmas seleccionadas fue relativamente elevada, aunque no resultó en el destino mayoritario. Este hecho marcó una gran diferencia con respecto a las empresas aceiteras, lo cual permitiría caracterizar a las firmas del sector de la industria manufacturera como relativamente menos ganadoras que aquellas. Otro componente con relativa importancia en la fuga de capitales incluyó a la formación de activos externos. Estos fondos en el exterior permitieron financiar -en conjunto a otras inversiones financieras- parcialmente la centralización del capital encarada por las firmas del sector. En el sector existieron algunas excepciones. Por un lado, Arauco logró fugar ingentes capitales por medio de dividendos y de la formación de activos externos, superando incluso el destino de las inversiones productivas. Por otro lado, la firma Quickfood destinó gran parte de sus fondos a la inversión financiera en general y los préstamos intra-firma en particular.

Por otra parte, la industria manufacturera en Brasil logró consolidar su estrategia de acumulación basada en la centralización del capital. A diferencia de las firmas del mismo sector en Argentina, las empresas de Brasil consiguieron obtener ingresos financieros en forma sostenida, nutridos muchas veces a través de participaciones de resultados en sociedades, los cuales fueron a parar a la fuga por dividendos girados. En la mayoría de los casos estudiados de las firmas manufactureras en Brasil, tanto la fuga de capitales como la inversión financiera, superaron a la inversión productiva. Particularmente, Bayer otorgó préstamos a clientes en un contexto de suba de tasas de interés durante el período 2013-2016. Estos préstamos fueron alimentados por financiamientos provenientes de sociedades relacionadas en guaridas fiscales. En la misma línea, Whirlpool otorgó créditos a filiales del mismo conglomerado con el fin de financiar la expansión productiva en otras partes del globo. Estas dos multinacionales lograron captar ingresos financieros provenientes de intereses ganados, los cuales se encontraron atados a la evolución de las tasas de interés de Brasil. Por otro lado, aquellas firmas que priorizaron la centralización del capital, vieron menguados los ingresos provenientes de participaciones en sociedades controladas durante el período 2012-2017, fruto del menor dinamismo de la actividad de la economía. En comparación a las firmas argentinas, las empresas brasileras mantuvieron un peso considerable de los ingresos financieros sobre las ventas. En tanto, mientras las inversiones financieras de estas se anclaron en activos líquidos, en aquellas se destacaron las inversiones permanentes. Como consecuencia de la estrategia por centralización del capital, la fuga de capitales se basó en el giro de utilidades hacia dominios extraterritoriales. Es decir, la centralización de capitales fue fundamental para financiar la fuga. Respecto

al ciclo de inversiones productivas, estuvo claro que estas evolucionaron de acuerdo a la demanda. Muchas empresas industriales fueron perjudicadas por las políticas contractivas que afectaron su dinámica de ventas, y por ende, sus inversiones. Sin embargo, estas empresas estuvieron de acuerdo con las medidas neoliberales de ajuste. Esto podría explicarse por su apego a una acumulación anclada en la valorización financiera. Es por ello que las mayores inversiones productivas se produjeron entre los años 2003-2011. En cambio, durante los años 2016-2017, el ciclo de inversiones cayó con fuerza en un marco de inestabilidad económica y política tras el *impeachment.*

El sector petrolero también resultó beneficiado por la dinámica de precios internacionales. Durante los primeros años del nuevo milenio, las multinacionales en Argentina aprovecharon la mayor rentabilidad para llevar a cabo una estrategia tendiente al vaciamiento de sus filiales. Esta se concretó por medio de dos mecanismos. Por un lado, el giro de ingentes dividendos a sus casas matrices, y por otro, la venta de activos y empresas al mismo conglomerado para luego concretar su re-venta. La finalidad de esta estrategia consistió en la captura de ganancias patrimoniales por medio de la re-ventas de dichos activos. En tanto, los préstamos intra-firma fueron claves en la política de vaciamiento, los cuales permitieron financiar la venta a sus casas matrices.

A partir del año 2012, los precios de los *commodities* cayeron. Todas las empresas aquí estudiadas se vieron perjudicadas de alguna forma u otra. Particularmente el ciclo político y económico que tanto el Partido de los Trabajadores como el kirchnerismo habían iniciado, fue debilitado en los años posteriores. Mientras en la economía brasilera la caída de los precios logró ser solventada con un mayor nivel de endeudamiento -tanto público como privado-, la economía argentina agravó su restricción externa sin lograr poder recurrir a financiamientos externos. Los movimientos de capitales en Brasil desestabilizaron el Real en el año 2015. En tanto, los actores vinculados a la fuga de capitales lograron torcerle el brazo al gobierno argentino en el año 2014 con una brusca devaluación. En Argentina, estos mismos actores intentaron vetar las políticas económicas en reiteradas oportunidades y presionaron con el fin de abandonar el "crecimiento con inclusión social", y poder retornar a la valorización financiera de otrora. Los mayores controles de capitales fueron consecuencia de la profundización de la restricción externa tras las presiones sobre el tipo de cambio y los menores precios de los *commodities.*

En este contexto, se produjo la nacionalización de YPF y la firma del Contrato con Chevron. Este último pretendía sostener un canal de financiamiento para el desarrollo productivo de Vaca Muerta, con el fin de aliviar la restricción externa que provocaban las importaciones de hidrocarburos. El financiamiento de Vaca Muerta se transformó en un negocio financiero dado que Chevron canalizó los fondos a través de préstamos intra-firma en guaridas fiscales. De esta forma, los intereses pagados a las firmas prestamistas se constituyeron en la principal fuente de fuga de capitales.

Tras el ascenso del gobierno de Cambiemos, se produjo el retorno a un régimen de acu-

Cuadro 8.1: Sectores estudiados en Argentina y Brasil durante el nuevo milenio (2000-2017): variables relevantes en la estrategia de acumulación

Sector (País)	Origen del financiamiento	Destino del financiamiento	Fuga de capitales	Ingresos financieros	Inversión financiera
Agro-industria (Argentina)	Entidades financieras Préstamos intra-firma	Bienes de cambio Inversiones productivas	Comercial Dividendos	Ganancias patrimoniales por la retención de los bienes de cambio	Préstamos otorgados, Activos líquidos (2012-2015)
Agro-industria (Brasil)	Préstamos intra-firma	Activos financieros y fuga de capitales	Financiera Comercial	Intereses ganados y ganancias patrimoniales por los activos financieros	Activos líquidos
Industria Manufacturera (Argentina)	Entidades financieras-Formación de activos externos	Centralización del capital (compra de empresas)	Financiera Dividendos	Participaciones en sociedades	Inversiones permanentes
Industria Manufacturera (Brasil)	Préstamos intra-firma	Activos líquidos y centralización del capital	Dividendos	Participaciones en sociedades	Inversiones permanentes y activos líquidos
Petrolero 2000-2011 (Argentina)	Auto-financiamiento Venta de activos	Fuga de capitales	Dividendos	Ganancias patrimoniales por la revalorización de las empresas (por parte de las casas matrices)	Préstamos otorgados a las casas matrices
Petrolero 2012-2017 (Argentina)	Préstamos intra-firma	Incremento de las capacidades productivas	Financiera	Ingresos financieros bajos	Reducida inversión financiera
Petrolero (Brasil)	Auto-financiamiento	Fuga de capitales e inversiones financieras	Dividendos	Intereses ganados y ganancias patrimoniales por los activos financieros	Activos líquidos

Fuente: Elaboración propia.

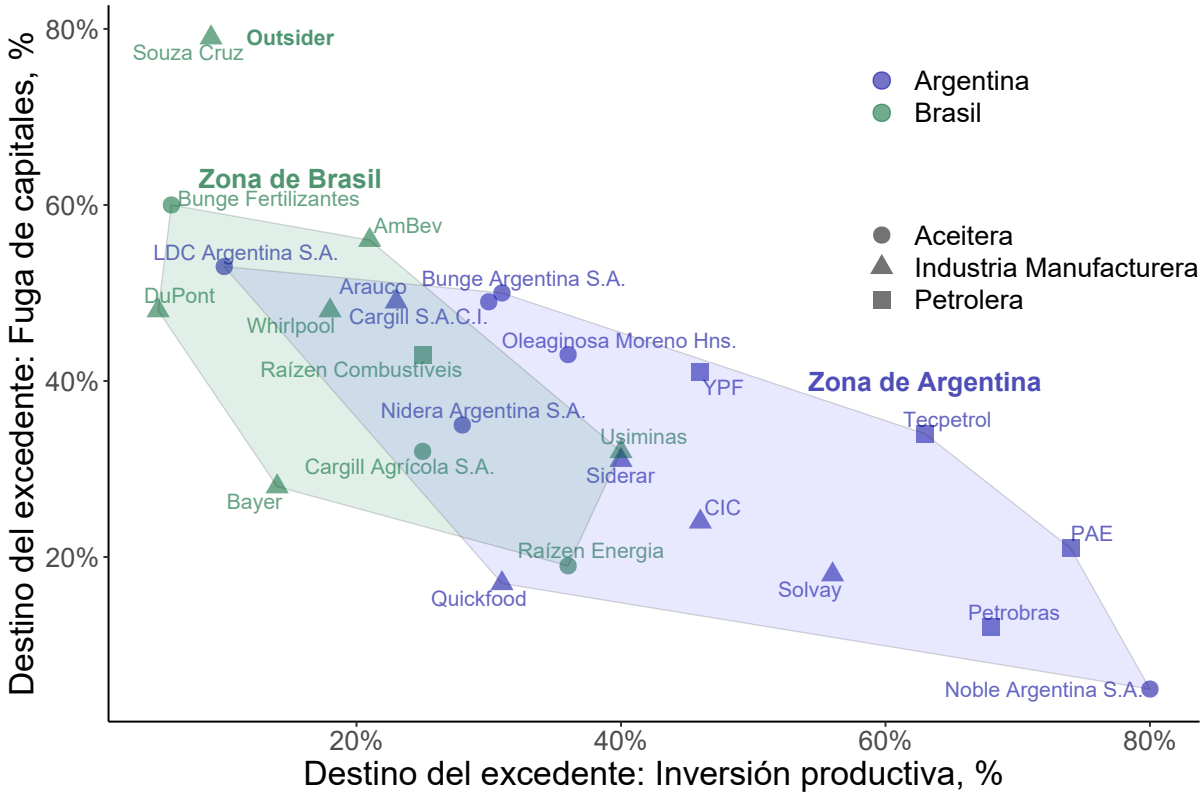
mulación basado en la valorización financiera. Esto puso en cuestionamiento a la producción como instrumento ordenador de la acumulación, y reflotó la especulación financiera. El gobierno de Cambiemos significó un cambio en continuidad para el sector petrolero, dado que la estrategia de acumulación perduró dando una mayor preponderancia al capital privado en general y a Tecpetrol en particular. Por otro lado, la industria manufacturera se constituyó en un perdedor de esta etapa. Las inversiones del sector manufacturero cayeron con fuerza. En cambio, ciertas inversiones financieras se dinamizaron (principalmente de firmas como Solvay). En definitiva, la Argentina mostró un péndulo en su régimen de acumulación entre la reproducción de un modelo que pretendía propiciar el "crecimiento con inclusión social" hacia otro de valorización financiera.

En última instancia, el sector petrolero en Brasil se presentó monopolizado por la empresa estatal Petrobras. Los espacios de acumulación para el capital extranjero estuvieron reducidos. Raízen Combustíveis se consolidó en los segmentos de comercialización, donde el grado de monopolio le permitió concretar ostensibles ganancias. En este sentido, en pocos años, Raízen pasó a ser la cuarta empresa en nivel de facturación de la cúpula empresaria en Brasil. Dicho segmento suele presentar un escaso requerimiento de capital. Es por ello que tanto las inversiones financieras como la fuga de capitales fueron elevadas. Al igual que las firmas en Argentina, la multinacional controlante de Raízen buscó articular ganancias patrimoniales con la compra de Shell en Argentina. La transacción se realizó por medio de estructuras en guaridas fiscales, en consecuencia, dichas ganancias patrimoniales fueron realizadas en dichos espacios extraterritoriales.

8.1 Divergencia en las estrategias de acumulación

Asumimos una dinámica divergente en la acumulación. Esta se expresó en la proporción del destino del excedente bajo la forma de fuga de capitales, inversión financiera e inversión productiva en un período de tiempo determinado (véase Cuadro 1.1 y 1.2). De esta forma, podremos reconocer ciertos patrones, basados en el país de la filial multinacional y en el sector de actividad (véase Figura 8.1).

Figura 8.1: Empresas seleccionadas: destino del excedente en fuga de capitales e inversión productiva, en % (valores promedios)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.
Nota: La suma de cada proporción del destino del excedente en fuga de capitales, inversión productiva e inversión financiera equivalen al 100%. El período tomado como promedio para cada firma se puede ver en los Cuadros 1.1 y 1.2

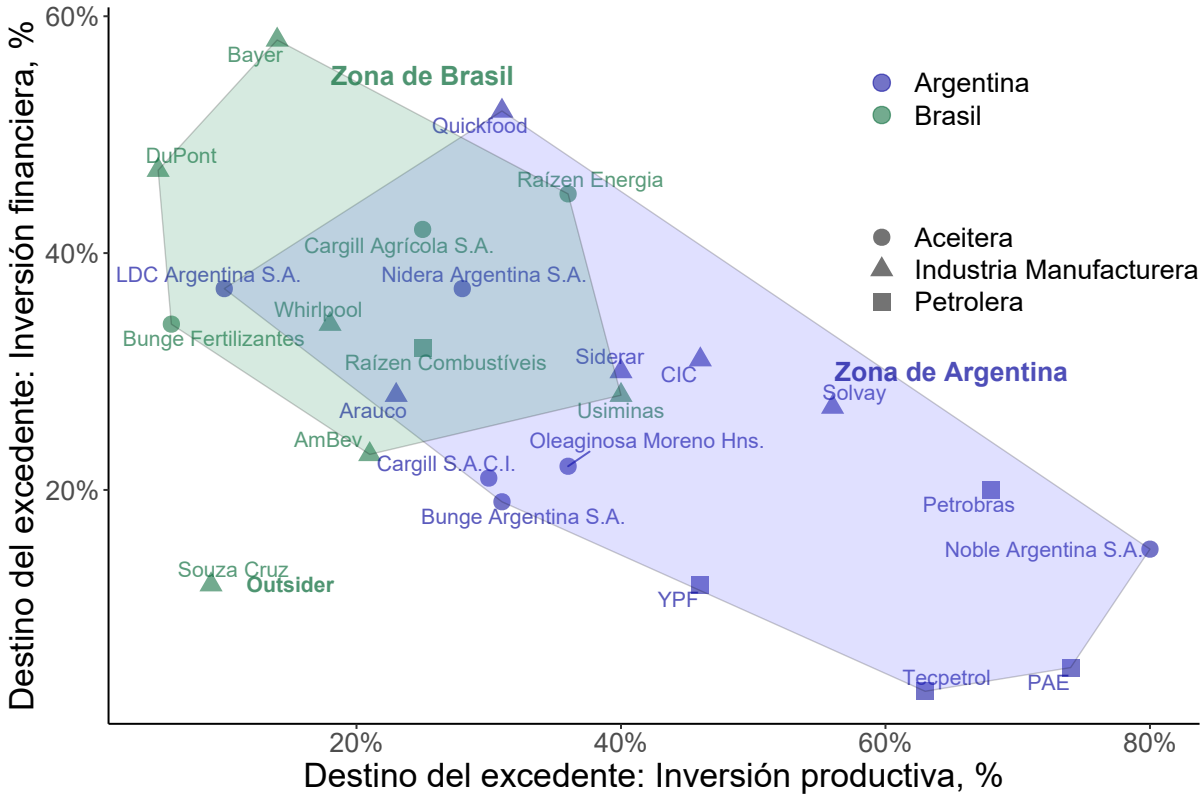
Las diferencias entre las firmas estudiadas pueden ser observadas en la Figura 8.1. Allí podemos advertir una relación negativa entre el destino del excedente en fuga de capitales y la inversión productiva. Queda claro que cuanto mayor sea la fuga de capitales, menor será el destino hacia la inversión productiva. En segundo lugar, se puede destacar el hecho que las firmas brasileras se encontraron más próximas al eje del destino del excedente en fuga de capitales. Esto permitiría pensar que estas fueron más propensas a la fuga, y por ende, menos inversoras. Por otro lado, las firmas argentinas se ubicaron desplegadas en ambos ejes, incluso invadiendo la "Zona de Brasil". Particularmente, las firmas argentinas más propensas a la fuga de capitales fueron las aceiteras. Estas firmas fueron las que

lograron invadir el terreno asignado a las firmas brasileras. De esta forma, en las firmas argentinas se presentó un claro patrón por sector de actividad. Las más fugadoras resultaron ser las aceiteras seguidas por la industria manufacturera, y por último, las petroleras. En cambio, en Brasil, las firmas fugadoras de capitales se presentaron mezcladas. En este sentido, cualquier sector de actividad pudo ser susceptibles de fugar cuantiosos capitales. Desde ya, en parte dicha divergencia se debió al régimen de acumulación de Brasil, el cual logró destacarse por la liquidez de sus activos, la centralización del capital y la valorización financiera. La fuga de capitales en Brasil se presentó diversificada en giros de dividendos, componentes comerciales, y por sobre todo, por medio de mecanismos financieros. La firma Souza Cruz resultó ser un *outsider* en lo que respecta a su posición en la Figura 8.1. Gran parte de su liquidez provino del propio autofinanciamiento, el cual fue girado en concepto de remisión de utilidades y dividendos. En caso contrario, la empresa Noble Argentina se destacó por su perfil inversor y su bajo nivel de fuga de capitales. En este caso, a pesar de ser una firma aceitera, direccionó los fondos de su endeudamiento a la inversión productiva.

En la Figura 8.2 podemos observar el *trade-off* entre inversión financiera e inversión productiva. Es decir, al igual que la Figura anterior, existió una relación negativa entre inversión financiera e inversión productiva. Las firmas con un perfil inversor más financiarizado, detentaron una inversión productiva reducida, y viceversa. Nuevamente, las firmas brasileras se encontraron más próximas al eje de la inversión financiera en comparación a las firmas argentinas. Por lo tanto, las firmas argentinas fueron más propensas a invertir productivamente en comparación a las brasileras, mientras las brasileras tendieron mayormente a desarrollar inversiones financieras.

Cabe considerar el régimen de acumulación de Brasil en dicha explicación. Las firmas brasileras lograron destinar gran parte de su excedente a la inversión financiera dado que la mayoría de las firmas desarrollaron inversiones en forma continua a lo largo del período estudiado, mientras que las firmas argentinas, tuvieron sesgos temporales en sus inversiones: las aceiteras en el período de restricciones cambiarias; mientras la industria manufacturera y petroleras en los momentos de crecientes ratios de rentabilidad (mayormente en el período 2003-2008). Al igual que en la Figura anterior, existieron firmas argentinas dentro de la "Zona de Brasil". Al interior de estas últimas, se encontraron tanto empresas aceiteras, como de la industria manufacturera. Particularmente, Quickfood, Dreyfus y Nidera Argentina fueron las firmas argentinas con una mayor proporción de inversiones financieras. Mientras tanto, las empresas brasileras desarrollaron fuertes inversiones financieras, las cuales abarcaron a algunas del sector de la industria manufacturera como Bayer, DuPont y otras vinculadas a la agro-industria como Bunge Fertilizantes, Cargill Agrícola y Raízen Energia. En cambio, las petroleras argentinas mantuvieron una baja proporción de su destino del excedente en la inversión financiera. En todo caso, las empresas petroleras detentaron un comportamiento especulativo relacionado a la compra-venta de empresas

Figura 8.2: Empresas seleccionadas: destino del excedente en fuga de capitales e inversión productiva, en % (valores promedios)



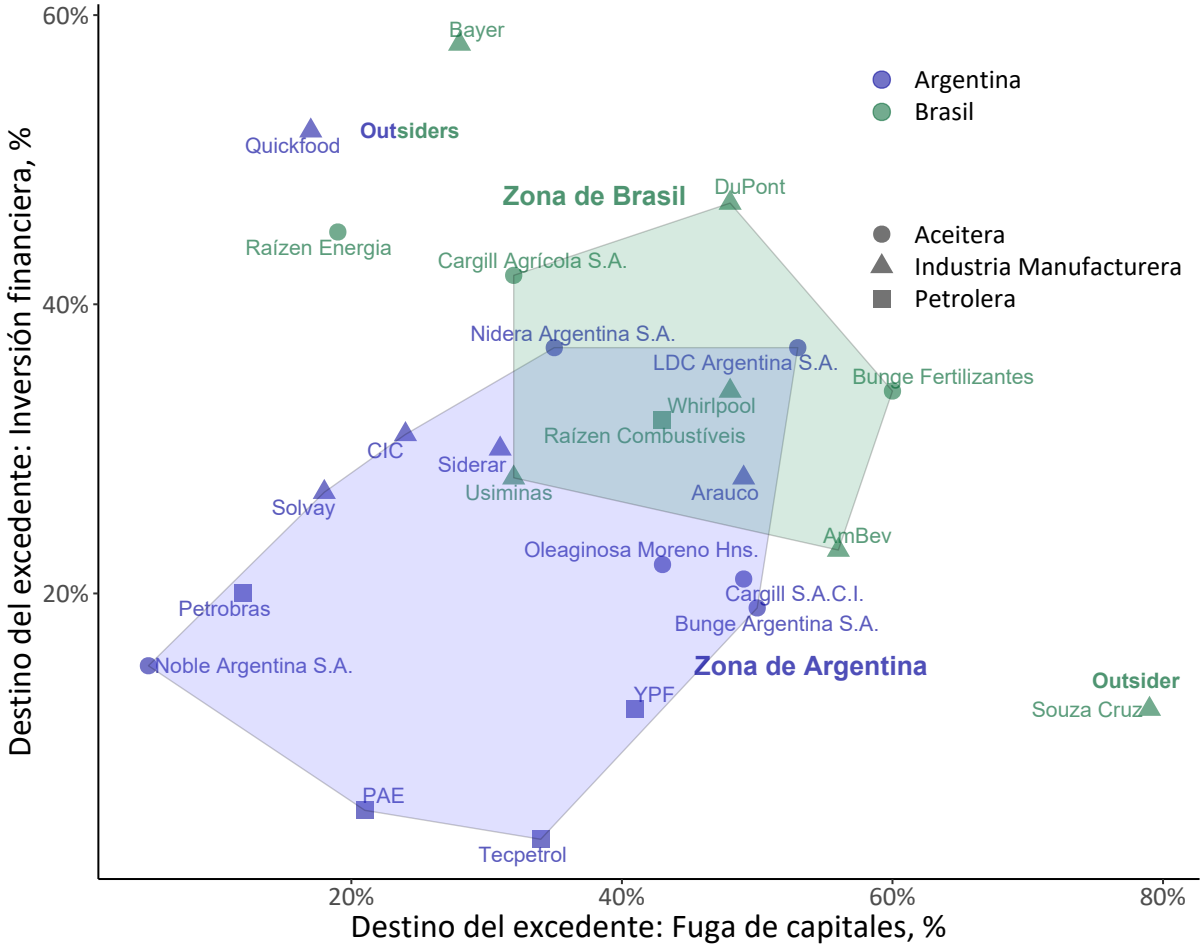
Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.
Nota: La proporción del destino del excedente en fuga de capitales, inversión productiva e inversión financiera suman el 100%. El período tomado como promedio para cada firma se puede ver en los Cuadros 1.1 y 1.2

para la realización de ganancias patrimoniales. Dado que YPF y Petrobras Argentina realizaron sucesivas ventas, estas afectaron el destino del excedente en tanto que permitieron financiar las remisiones de utilidades. Por otro lado, Souza Cruz comprendió un *outsider* dado que fugó gran parte de su excedente en forma de remisión de utilidades sin apoyarse en la adquisición de liquidez para traccionar dichas salidas. Aunque se debe destacar el papel que tuvo el dinero en efectivo dentro de su composición de los activos.

Por último, en la Figura 8.3 se destaca el destino del excedente en fuga de capitales e inversión financiera. Aunque existieron algunas empresas que mostraron un comportamiento como *outsiders,* pareciera que no existe una clara relación negativa *(trade-off)* entre la fuga de capitales y la inversión financiera. Es decir, dichos destinos no resultaron excluyentes en la estrategia de acumulación, sino más bien, se complementaron. De esta forma, las firmas que más fugaron se apoyaron en estrategias que elevaron su liquidez a través de las inversiones financieras. Dentro de los *outsiders* podemos destacar a firmas como Souza Cruz, Bayer, Raízen Energia, y Quickfood de Argentina. Por otro lado, las firmas brasileras se encontraron al noreste de la Figura 8.3, confirmando su agresivo perfil tanto en la fuga de capitales como en las inversiones financieras. Nuevamente, el régimen

de acumulación en Brasil promovió una mayor liquidez en las firmas no financieras, la cual resultó ser fácilmente fugada hacia el exterior.

Figura 8.3: Empresas seleccionadas: proporción de destino del excedente en fuga de capitales e inversión productiva, en % (valores promedios)



Fuente: Elaboración propia con datos de los balances contables.
Nota: La proporción del destino del excedente en fuga de capitales, inversión productiva e inversión financiera suman el 100%. El período tomado como promedio para cada firma se puede ver en los Cuadros 1.1 y 1.2

8.2 Enseñanzas y consecuencias para el desarrollo económico

Las prácticas especulativas que hemos descripto debieran dejar algunas enseñanzas a la hora de emprender políticas que pretendan sortearlas. Desde ya, toda política deberá ser determinada por la correlación de fuerzas que poseen los gobiernos sobre el capital transnacional. Además, alcanzar el desarrollo dependerá del sendero productivo escogido dentro de tales fuerzas en pugna. Es por ello que:

1. Como hemos visto, las empresas escogieron una estrategia de acumulación que articuló diversos mecanismos en el destino del excedente, ya sea en fuga de capitales, inversión financiera y/o productiva. Seguramente, la sociedad y los gobiernos desearán que las empresas multinacionales privilegien la producción y la inversión productiva por sobre los demás destinos. La inversión productiva depende de la evolución de la demanda efectiva y del excedente. Sin embargo, como hemos visto, cuando dichos excedentes crecieron, estos fueron destinados tanto a la fuga de capitales como a inversiones financieras. De esta forma, se tornaría imposible que el destino del excedente sea volcado enteramente en inversión productiva. Debiera buscarse una política que anule este comportamiento en los momentos de auge de los ciclos económicos. Algunas de estas políticas podrían apoyarse en la incorporación de gravámenes y tributos móviles. En tales casos, el Estado (en sus distintos niveles) lograría participar del excedente corporativo. En segundo lugar, las políticas sectoriales deberían constituirse en una herramienta fundamental para propiciar las inversiones productivas. Más aún, cuando existieron ciertas diferenciaciones sectoriales en el destino del excedente. Las políticas industriales y del sector energético podrían lograr elevar la proporción destinada a la inversión productiva en un marco de crecimiento económico.
2. Relacionado con el punto anterior, el papel de las guaridas fiscales resultó ser un elemento estructural respecto a la entrada y salida de capitales. Las filiales en dominios territoriales (léase en Argentina o Brasil) escogieron una específica estrategia de acumulación, la cual determinó en cierta forma el tipo de relación predominante con aquellas filiales relacionadas en dominios extraterritoriales. Las CGV permitieron centralizar las rentas financieras en dichas guaridas a través de numerosos mecanismos. Las filiales en dominios extraterritoriales concentraron principalmente los flujos financieros y comerciales. Es por ello, los Estados deberían poseer un activo papel en los mercados de cambios para corroborar la relevancia y la naturaleza económica de las transacciones. En el mismo sentido, políticas activas en el comercio exterior, en conjunto con las agencias tributarias, deberían poder articular ciertos mecanismos de control para impedir y/o restringir las transacciones con dominios extraterritoriales. Esto evitaría salidas innecesarias de divisas escondidas en transacciones que en realidad constituyen fugas de capitales. Sin embargo, las limitaciones serán agravadas al presentarse la falta de recursos, y más precisamente, cuando la misma se refleja en la restricción externa. En este caso, el financiamiento desde el exterior cumple un rol destacado para el desarrollo de los países periféricos. El problema comprende cuando dicho financiamiento se reduce a un mero negocio financiero de las filiales en guaridas fiscales en detrimento de las filiales en países en desarrollo.
3. La centralización del capital comprendió un mecanismo central en la obtención de ganancias patrimoniales. Usualmente las compras-ventas de filiales se realizaron por

medio de guaridas fiscales. Dichas ganancias patrimoniales permitieron amasar ingentes excedentes dispuestos a ser remitidos hacia el exterior, o más precisamente hacia las filiales en dominios extraterritoriales. Una mayor regulación antimonopólica debería ser clave para evitar las compras y ventas de empresas ya existentes. Para ello, los países tendrían que contar con un rol activo en las respectivas oficinas nacionales de Defensa de la Competencia. Particularmente impidiendo el control de las firmas a través de estructuras tipo *holding* en guaridas fiscales.

4. En relación con el punto anterior, los ingresos financieros en cualquiera de sus apariencias, formaron parte central en la estrategia de acumulación con características financiarizadas. Dependiendo a la captura de dichos ingresos financieros, las multinacionales desarrollaron una particular estrategia para la fuga de capitales. Los ingresos financieros comprendieron un nexo entre las inversiones financieras y la fuga de capitales. El Estado debería impedir la propagación de los ingresos financieros. En tanto, las ganancias patrimoniales sea cual fuese su fuente (compra-venta de empresas, retención de stocks de bienes de cambios, etc.) podrían ser restringidas con políticas sectoriales. Los ingresos financieros basados en ganancias por tasas de interés podrían controlarse por medio de la reducción de las tasas de interés de referencia. Desde ya, esto significaría desmontar la valorización financiera traccionada por el Estado.

5. Los sectores extractivos resultaron de mayor interés para las empresas multinacionales en los países en desarrollo. Estos espacios de acumulación lograron acaparar grandes excedentes corporativos. En dichos espacios, el capital transnacional detentó su poder económico para desarrollar una estrategia de acumulación con claras características financiarizadas. Por lo tanto, los Estados deberán realizar mayores esfuerzos para regularlos. Los capitales extranjeros en sectores extractivos mantuvieron arraigadas influencias en varios renglones del balance cambiario. La regulación de sus transacciones y operaciones comprendería una herramienta clave en el desarrollo económico.

En definitiva, los desafíos son amplios. Los países periféricos deberán emprender su camino en un contexto mundial no propicio para el desarrollo económico. Sin embargo, dicho desarrollo puede ser posible. En todo caso dependerá de las relaciones sociales y económicas, y del consenso social para lograrlo.