



e-I@tina. Revista electrónica de estudios  
latinoamericanos  
ISSN: 1666-9606  
revista.elatina@gmail.com  
Universidad de Buenos Aires  
Argentina

## Financiarización en el comportamiento de las filiales de multinacionales industriales en Brasil (2003-2019)

---

**García Zanotti, Gustavo**

Financiarización en el comportamiento de las filiales de multinacionales industriales en Brasil (2003-2019)

e-I@tina. Revista electrónica de estudios latinoamericanos, vol. 21, núm. 83, 2023

Universidad de Buenos Aires, Argentina

**Disponible en:** <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=496474553002>

## Financiarización en el comportamiento de las filiales de multinacionales industriales en Brasil (2003-2019)

Gustavo García Zanotti

*Universidad Nacional de Rosario, Argentina*

**Resumen:** El presente trabajo pretende abordar el comportamiento de un conjunto de filiales multinacionales industriales radicadas en Brasil en el período 2003-2019. En dicho contexto, el excedente de las mismas se incrementó sustancialmente a partir del ascenso de los precios de los commodities. Es por esta razón que pretendemos analizar el destino del excedente hacia usos no productivos. La metodología utilizada incorporó datos contables que fueron procesados para construir variables útiles dentro del marco disciplinar de la economía política y la economía para el desarrollo económico. A través de esta se pudo dimensionar las salidas de capitales y las inversiones financieras de las compañías seleccionadas. Nos enmarcaremos dentro de las discusiones en torno a la financiarización, los cambios productivos mundiales y las formas que asumen estos fenómenos en países en desarrollo. A pesar del incremento del excedente, las firmas seleccionadas perdieron densidad productiva ya que potenciaron los usos no productivos en un contexto general de la economía brasilera caracterizada por la financiarización y la desindustrialización.

**Palabras clave:** financiarización, capital multinacional, industria manufacturera, Brasil.

**Abstract:** This paper aims to analyze the behavior of a group of industrial multinational subsidiaries located in Brazil in the period 2003-2019. In this context, their surplus increased substantially because of the rise in commodity prices. For this reason, we intend to analyze the destination of the surplus towards non-productive uses. The methodology used incorporated accounting data that were processed to construct useful variables within the disciplinary framework of political economy and economics for economic development. Through this, it was possible to measure the capital flight and financial investments of the selected companies. This paper ties in with the debate on financialization, global productive changes and the forms these phenomena take in developing countries. Despite the surplus increase, the selected firms lost productive density because they promoted non-productive uses, in a general context of the Brazilian economy characterized by financialization and deindustrialization.

**Keywords:** financialization, multinational capital, manufacturing industry, Brazil.

### Introducción

El presente trabajo tiene como objetivo discutir las estrategias de acumulación de un conjunto de filiales de multinacionales industriales radicadas en Brasil en el período 2003-2019. El estudio se centrará en el análisis de los mecanismos de salida de capitales y de inversión financiera, para lo cual se elaboró una metodología que permitirá contabilizar estas prácticas a partir de información contable. Aplicaremos dicha metodología en seis filiales de multinacionales radicadas en Brasil emplazadas en distintas ramas de la industria manufacturera, entre las que se encuentran: AmBev (bebidas), Bayer (farmacéutica y

e-l@tina. Revista electrónica de estudios latinoamericanos, vol. 21, núm. 83, 2023

Universidad de Buenos Aires, Argentina

Recepción: 29/01/22  
Aprobación: 15/08/22

Redalyc: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=496474553002>

agro-químicos), DuPont (química), Usiminas (Siderurgia), Whirlpool (electrodomésticos), y Cargill (industria alimenticia).

En el nuevo milenio se produjo un notable incremento del excedente[2] tras el ascenso de los precios de los commodities. Queremos dimensionar la relación existente entre el excedente de las compañías y su destino hacia usos no productivos. Escogimos especialmente a filiales de multinacionales dado que se suele pensar que estas poseen una expertise superior a los pares nacionales, y por esta razón, detentan un dinamismo mayor en sus inversiones tecno-productivas (Konings, 2001; Carkovic y Levine, 2005).

El presente trabajo se enmarca en la reciente literatura en torno a la financiarización y los cambios en los procesos productivos. A esto se le suma una más contemporánea literatura sobre las particularidades que poseen dichos fenómenos en los países periféricos. En particular, la región latinoamericana no escapó al proceso de creciente financiarización, y durante los últimos años, diversos estudios se referencian sobre tal fenómeno[3]. La financiarización se consolidó en Latinoamérica tras la reforma del Estado y la restructuración de la deuda reflejadas en el Consenso de Washington, aunque existen diversas experiencias previas (como lo fueron el caso chileno y argentino)[4].

En lo referente al sector industrial, este reflejó su poder económico por medio de su capacidad de influir sobre varios renglones del balance cambiario. La estrategia desplegada por las firmas analizadas se sirvió de diversos mecanismos para desviar el excedente productivo hacia el exterior en un contexto de incremento del mismo. Entre las salidas de capitales incluiremos a aquellas transacciones que signifiquen la absorción de divisas por parte de las compañías relacionadas pertenecientes al mismo conglomerado radicadas en guaridas fiscales, entre las más salientes se encuentran: las transacciones comerciales, financieras, así como los giros de dividendos, etc.

En tanto, dentro de las inversiones financieras incluiremos el incremento de demanda de efectivo, compras de activos financieros, el otorgamiento de préstamos y la compra de participaciones empresarias. En el período estudiado existieron determinados momentos en los cuales prevalecieron ciertos tipos de inversiones por sobre otros. Además, el vínculo entre las inversiones financieras y las salidas de capitales estuvieron evidenciados en más de una oportunidad.

En términos generales, Brasil sufrió un proceso de relativa desindustrialización a partir de la última globalización. Su densidad industrial se vio comprometida tras abandonar las políticas de industrialización, y como resultado, durante esta etapa ingresó a las Cadenas Globales de Valor (CGV) como un país especializado en proveer materias primas y bienes de uso difundido. En este contexto, la financiarización puso de manifiesto el privilegio de destinos no productivos del excedente.

El trabajo se estructura de la siguiente forma: en primer lugar, se realizará un recorrido sobre el marco teórico en torno a la financiarización y su vinculación con el comportamiento de las grandes empresas no

financieras y las CGV; en segundo lugar, se pretenderá realizar un aporte metodológico en la construcción y contabilización de las salidas de capitales y las inversiones financieras. En tercer lugar, se aplicará dicha metodología y se analizarán los resultados sobre el panel de firmas seleccionadas; por último, realizaremos una breve reflexión al respecto.

## Marco teórico

### *Financiarización*

La financiarización es entendida como un particular tipo de régimen de acumulación. A partir de la década de 1970' el mundo asiste a un proceso de profunda transformación. Entre los principales fenómenos a destacar que provocaron tales mutaciones, podríamos mencionar: la crisis del fordismo como forma de producción hegemónica y las respectivas políticas de corte keynesianas asociadas; la desindustrialización de Occidente (incluyendo a EEUU, Europa y ciertos países de América Latina –entre los que se encuentra Brasil-) y la consecuente industrialización exportadora del sudeste asiático sustentada por sus bajos salarios; el auge de una globalización financiera como forma de acumulación en Occidente dando origen a un nuevo estadio clasificado como de “hegemonía de las finanzas” (Krippner, 2005; Arceo, 2011; Dumenil y Lévy, 2013).

Existen dos tipos de enfoques en el estudio de la financiarización. Por un lado, un abordaje de tipo macroeconómico[5], y por otro, uno de dimensiones a nivel firma. El abordaje del tema a nivel firma entiende a la financiarización como una tipología de gobernanza guiada por lógicas financieras, en la que predomina la búsqueda 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 compañía, y como consecuencia, beneficie directa o indirectamente al patrimonio de los accionistas.

Además, el cambio de gobernanza 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 reemplazados por objetivos de corto plazo con el fin de proporcionar valor a los accionistas. Una forma de lograr dicho cometido consiste 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 una 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.

### *Cadenas Globales de Valor y financiarización*

A partir de la última globalización se ha popularizado el término de CGV (Gereffi y Fernandez-Stark, 2011; Gereffi 2014). 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 y Werner, 2014). El primer paso para dar el gran salto consistiría en desplegar una estrategia tendiente a buscar la especialización sobre aquellas ramas de la 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 (Marín y Stubrin, 2017; 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.

Los propios organismos internacionales asimilaron las discusiones sobre CGV con la intencionalidad que los países en desarrollo escojan un sendero productivo que privilegie su especialización. Como consecuencia estos dictámenes de políticas usualmente sirven para justificar las medidas de apertura económica y de atracción de capitales foráneos en países latinoamericanos en particular, y como resultado, se entiende que asistimos a un “Nuevo Consenso de Washington” (Trevignani y Fernández, 2017). Sin embargo, al recomendar la especialización productiva, esta visión se asemeja 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 (Arend, 2015; Tregenna, 2015).

En segundo lugar, la creación y consolidación de las guaridas fiscales resultó ser un mecanismo esencial para el armado de las CGV. Las guaridas fiscales se ubicaron en el centro 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. En la mayoría de los casos estudiados, las filiales de las multinacionales se encuentran controladas (en términos de propiedad) por estructuras offshore. Por lo tanto, gran parte de las ganancias corporativas de las empresas extranjeras son absorbidas por filiales del mismo conglomerado en países con baja tributación. Así, las nuevas estructuras de organización de la producción, el comercio y las finanzas significan condiciones favorables para las multinacionales en la disputa por el excedente.

En este sentido, las multinacionales constituyen las empresas más internacionalizadas, y como tales, sirven “como centros financieros con actividades industriales” (Serfati, 2009: 113). El capital financiero,

representado por medio de los accionistas de las sociedades de bolsa, presiona para que las multinacionales reduzcan sus costos y aumenten sus beneficios. Al mayor poder económico adquirido por el capital financiero en las últimas décadas se lo denominó como la “revuelta de los accionistas” (Arceo, 2011). Como consecuencia, las empresas multinacionales reestructuraron (racionalizaron) sus negocios para disminuir los costos. En el contexto de globalización, el proceso de trabajo comprende a numerosas partes de empresas relacionadas en forma intra-firma en una escala global, y constituye un proceso hegemónico dentro de la financiarización (Serfati, 2009).

### *Destino del excedente*

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; 2) el retorno a actividades básicas; 3) la reingeniería de procesos; y 4) la reducción de capital (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. efectivo, participaciones en sociedades, etc.) como si se tratasen de los primeros (Arceo, 2011). De esta forma, las corporaciones no financieras subordinan la inversión productiva a objetivos financieros, ya sea por la forma en que es realizada (bajo mecanismos financieros) o por el tipo de inversión (especialización productiva).

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, 2009). Estas formas de la renta alimentan las transferencias a las casas matrices en el corto plazo a través de las salidas 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 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 salidas de capitales desde países en desarrollo. Para ello, las empresas multinacionales establecen relaciones de propiedad, comerciales, o financieras con las filiales en países de baja tributación (Rua, 2014).

## Metodología

### *¿Qué son las Salidas de capitales?*

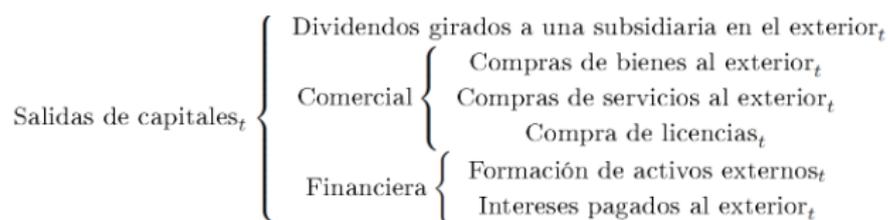
Las salidas de capitales alcanzan a todo egreso de divisas que, en caso de haber sido reinvertidas en el país, generarían un mayor retorno social y económico. Esta definición evidencia las filtraciones que sufren las economías periféricas, y, por lo tanto, les impiden desenvolver todo su potencial (Ajayi, 1997; Schineller, 1997; Kulfas, 2005). Entre las consecuencias que traería aparejada la salida 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 traducidos 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 motorizada por la inversión, y por ende, los salarios se ven estancados.; d) a su vez, la salida de divisas agrava la restricción externa y presiona a las economías en desarrollo a tomar deudas en el extranjero (Gaggero et al., 2007)[6].

### *¿Cómo medimos las Salidas de capitales?*

Nuestra intención consiste en medir las salidas de capitales a nivel firma. Para ello, se realizó un extenso listado con todas las transacciones concretadas con sociedades relacionadas en el exterior por parte de las filiales de multinacionales bajo estudio. Por lo tanto, se utilizaron 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 dichas filiales con las cuales estas firmas mantienen transacciones en forma regular y sistemática. Toda transacción que posea a una sociedad relacionada en el exterior fue considerada como plausible de catalogarse tanto como una salida como una entrada de divisas, dependiendo el tipo de operación. Además, se diferenciaron las transacciones con filiales en el exterior que correspondan a guaridas 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 aquellos casos que involucraron a una filial en una guarida fiscal. Esto último hablaría del tipo de sociedades con las cuales se realizaron las transacciones, para distinguir aquellas que comprendan una cáscara[7] [8].

Se entiende como salidas de capitales a toda transacción que signifique un egreso neto 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:



**Figura N° 1: Componentes de las salidas de capitales**

Fuente: Elaboración propia.

Nuestra definición abarca salidas de divisas[9], por ende, se deberá trabajar con las partidas que afecten 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 salidas de capitales:

1) **Distribución de utilidades y dividendos:** comprenderá el giro de utilidades a una sociedad en el exterior. [10]

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.

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.

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 empresa relacionada caracterizada como una estructura offshore en una guarida fiscal. Estas partidas serán halladas en las notas referentes a las transacciones con sociedades relacionadas[11].

4) **Intereses perdidos con partes relacionadas:** comprenderán a los pagos por intereses correspondientes a préstamos percibidos en una operatoria intra-firma donde la contraparte relacionada se encuentra constituida en un dominio extraterritorial.

### *¿Qué son las Guaridas fiscales?*

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” (Shaxon, 2014: 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[12], filiales financieras, sedes regionales, etc. (OCDE, 2008).

¿Cómo medimos la Inversión financiera[13]?

Se consideró como inversión financiera a las siguientes partidas:

$$\text{Inversión financiera}_t \left\{ \begin{array}{l} \text{Temporarias} \left\{ \begin{array}{l} \text{Demanda de efectivo}_t \\ \text{Activos financieros}_t \\ \text{Préstamos otorgados}_t \end{array} \right. \\ \text{Permanentes} \left\{ \text{Inversiones permanentes}_t \end{array} \right.$$

**Figura N°2: Componentes de la inversión financiera**

Fuente: Elaboración propia.

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 del flujo de caja. Desde ya, no debiera pensarse tal componente como dinero en efectivo en forma estricta, sino que también incluye inversiones en plazos fijos y en fondos comunes, etc.

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.

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 o a clientes.

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.

## La industria manufacturera en Brasil y la pérdida de densidad productiva[14]

A partir de la década de 1980' y 1990', Brasil abandonó su modelo de industrialización dirigida por el Estado y abrazó un cambio rotundo hacia formas financiarizadas de la economía (entre las que, como se verá más abajo, se encuentra el comportamiento de las corporaciones). Este cambio en la dinámica económica se produjo a partir de la crisis de la deuda, el proceso de privatizaciones y el Plan Brady, las reformas

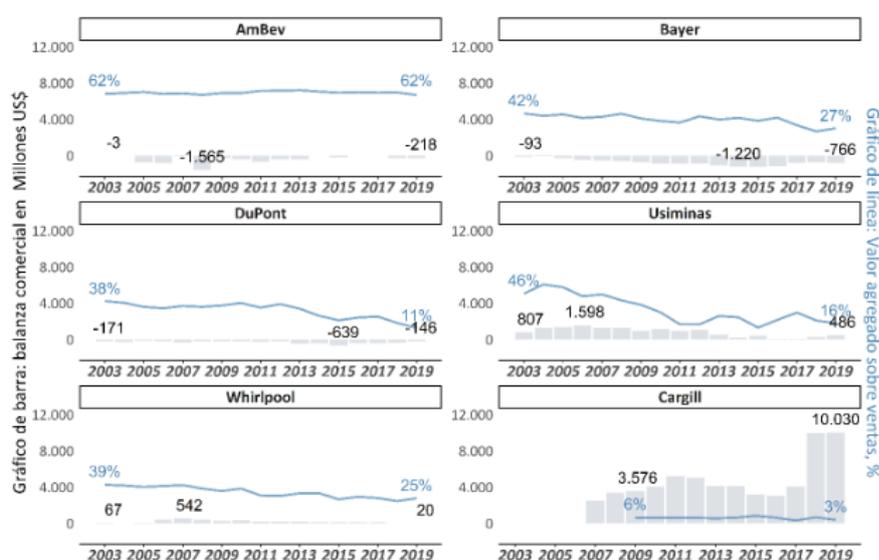
monetarias y cambiarias (Plan Real y las respectivas metas de inflación), etc. Si bien los gobiernos del Partido de los Trabajadores (2003-2016) pretendieron implementar una agenda desarrollista, la financiarización ya se encontraba consolidada (Bonelli y Pessôa, 2010).

En este contexto se consolidó el proceso de desindustrialización. Este remite a la pérdida de peso de la industria manufacturera en la economía. A priori, dicho fenómeno podría considerarse 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).

La 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.

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 desde el año 2012 en adelante (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 y Feijó, 2010).



**Figura N°3 Filiales industriales radicadas en Brasil: balanza comercial con partes relacionadas en el exterior en millones de dólares (eje primario); densidad industrial expresada como la relación entre el Valor Agregado generado por la firma y las ventas (en %, eje secundario) (2003-2019)**

Fuente: elaboración propia, datos contables.

En lo que refiere a las empresas seleccionadas, se elaboró un índice que permitiría observar la evolución de la densidad productiva de las mismas. Este mismo relaciona el Valor Agregado [15] (VA) a nivel firma 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 tecnológicos serán mantenidas en las filiales de Brasil, mientras que aquellas más complejas serán realizadas en otros espacios. Así también, dicha estadística está 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 las firmas analizadas. 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.

Como podemos ver en la Figura 3, tanto AmBev, Bayer, como DuPont, mantuvieron saldos comerciales deficitarios. Paradójicamente, el sector de bebidas mantuvo saldos comerciales deficitarios con partes relacionadas en el exterior a pesar de tratarse de una rama con poca complejidad tecno-productiva. 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 otra parte, tanto Usiminas, Whirlpool y Cargill detentaron saldos comerciales superavitarios. En los casos de Usiminas y Whirlpool, se produjo una reducción de los mismos lo cual vino acompañado 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. Cargill se constituyó en la única sociedad en aumentar su saldo comercial a partir de las mayores exportaciones de soja sin procesar hacia la Argentina desde el año 2018. Sin embargo, mayores ventas no redundaron en una mayor densidad industrial.

Usiminas explicó que debió realizar ingentes inversiones productivas para no perder participación en el mercado externo, dado que priorizó la expansión de la demanda interna[16]. Estas inversiones encaradas por la empresa no lograron ser materializadas en una mejor performance en la cadena de valor. En tanto, 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[17].

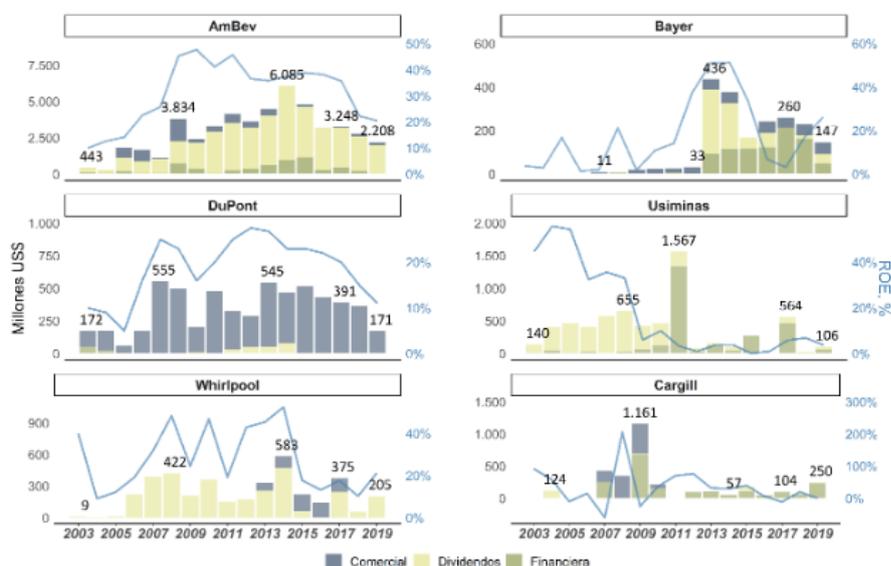
En el caso de Whirlpool, su menor densidad industrial se produjo en el marco del bajo dinamismo de la demanda interna reflejados en escasos niveles de inversión, y por ende, a partir de pérdidas en su participación en el comercio intra-firma. Según la empresa, su producción estuvo determinada por las políticas económicas y la falta de empuje en la demanda. 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 primas importadas[18].

## **Las salidas de capitales de las empresas multinacionales industriales**

La salida de capitales resultó prioritaria para las firmas analizadas. Las empresas se constituyen en mercados oligopólicos y acaparan grandes excedentes. Por lo general, la obtención y captación de excedentes tuvo como consecuencia el giro de dividendos hacia las estructuras controlantes, gran parte de los mismos fueron dirigidos hacia guardidas fiscales. Por ello, la etapa estudiada nos permite comprender el grado de contribución al desarrollo económico que realiza el capital multinacional en países periféricos en momentos de auge en los niveles de generación de excedentes.

En dicho contexto, existió una gran correlación entre la generación de excedentes y las salidas de capitales. Para ello hemos decidido expresar la generación de excedente a través de una variable financiera que mida la rentabilidad de las empresas –% ROE[19]- (véase Figura 4). En empresas como AmBev, Bayer, DuPont, Whirlpool, la rentabilidad se incrementó a lo largo del tiempo, acto seguido el monto de salida de capitales también

lo hizo. Particularmente tanto Usiminas como Cargill detentaron un elevado ratio de rentabilidad hasta el año 2007-2008, momento que fue correspondido con elevadas salidas de capitales.



**Figura 4 Filiales industriales radicadas en Brasil: salidas de capitales en millones de dólares expresada en mecanismos comerciales, financieros y giros de dividendos (eje primario, gráfico en barra); rentabilidad financiera –ROE- en % (eje secundario, gráfico de línea) (2003-2019)**

Fuente: elaboración propia, datos contables.

Ahora bien, observemos más de cerca las estrategias de salidas de capitales de cada firma. En primer lugar, AmBev articuló mecanismos de giros de utilidades a sus controlantes en dominios extraterritoriales (véase Figura 4). 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: 100). Por otro lado, las salidas de capitales se nutrieron de otros componentes en períodos particulares, este fue el caso de los años 2005-2008 y 2014-2015. Las salidas de capitales en el año 2008 se incrementaron dado que el excedente también lo hizo. Estas asumieron, en partes semejantes, la forma de compras de bienes a empresas en guaridas fiscales, dividendos girados, e 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), Jalu 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 de que en años específicos en los cuales la multinacional decidió dinamizar la salida de capitales, esta debió diversificarla. Por otra parte, las salidas de capitales asumieron su máximo histórico en los años 2014-2015, momento de mucha tensión política[20]. En estos años, los intereses perdidos aumentaron considerablemente, los cuales se dirigieron tanto a Dunvegan (Panamá), como a Monthiers S.A. (Uruguay). En los años 2017 y 2016, la rentabilidad cayó, así como las salidas de capitales en concepto de distribución de dividendos.

Por otro lado, Bayer desarrolló compras de mercaderías con empresas relacionadas en guaridas fiscales, sin embargo, a partir de 2012 diversificó su estrategia por medio del pago de intereses y del giro de utilidades (véase Figura 2). La salida 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, las salidas aumentaron a su mayor nivel por unos US\$ 436 millones. Parte de los dividendos girados en dicho año correspondieron a una remisión de utilidades por US\$ 296 millones. 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 intra-firma de Bayer fue la contracara de gran parte de las salidas de capitales por el concepto de intereses perdidos. El endeudamiento fue destinado al aumento de la inversión financiera tras realizar préstamos a clientes (véase más abajo). Dado que el endeudamiento fue creciente, los intereses 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. Nuevamente cabe resaltar que los intereses perdidos se expresaron en la captura de rentas financieras sobre los intereses ganados por los préstamos a los clientes.

En el caso de DuPont, la estrategia de acumulación comprendió la salida de capitales hacia partes relacionadas con las cuales la sociedad articuló un extenso mecanismo de comercio intra-firma (véase Figura 4). Estas compras se tornaron crecientes en la medida en que el excedente se vio incrementado. Las salidas de capitales en la firma detentaron 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)[21]. Por otra parte, recibió financiamiento de partes relacionadas en años puntuales (años 2007-2008), financiamiento que se destinó a la salida de capitales por las compras realizadas. Los giros de dividendos se concentraron en los años 2011-2014. En dicho período el excedente aumentó por lo que la empresa decidió exteriorizarlos. Esto confirma la regla según la cual, en momentos de aumentos abruptos del excedente, las multinacionales diversificaron los mecanismos de salida de

capitales. Al igual que las anteriores sociedades, DuPont vio menguar su excedente en los últimos años del período analizado, y por ende, las salidas de capitales decrecieron.

En el caso de Usiminas, tanto el excedente como las salidas se mantuvieron en niveles elevados durante los primeros años analizados (véase Figura 4). Sin embargo, su rápido endeudamiento iniciado a partir del año 2008, abrió un nuevo capítulo en el proceso de salida de capitales de la compañía. El excedente decayó fruto de la sobre-acumulación de la firma y el sobre-endeudamiento[22]. Para el año 2012, la misma dejó de remitir dividendos a sus accionistas dado que el excedente se redujo. A pesar de esto, la sociedad recurrió a las salidas de capitales bajo el concepto de formación de activos en el exterior. El balance de Usiminas mencionó la adquisición de activos financieros en el exterior. 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[23]. Por otra parte, los pagos por intereses perdidos fueron la tercera forma que adquirió la salida 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, las salidas de capitales asumieron la forma de dividendos distribuidos por el abultado excedente manejado por la firma, luego del mismo, esta se reflejó en componentes financieros, ya sea en formación de activos externos o en pago de intereses perdidos a sociedades en guaridas fiscales.

Por otra parte, la salida de capitales de Whirlpool asumió mayoritariamente la forma de distribución de dividendos. Esta resultó en un reflejo de la evolución del excedente representado por su rentabilidad (véase Figura 4). 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 años 2008 y 2014, como consecuencia, logró incrementar los niveles de salidas de capital. En el año 2008, esta fue explicada por la necesidad de financiamiento de la casa matriz en un contexto de crisis internacional[24]. En tanto, la salida 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[25]. Por otra parte, durante los últimos años analizados aumentaron las salidas de capitales debido a compras a empresas en guaridas fiscales (más precisamente a Embraco Luxemburgo). Dicho fenómeno se produjo en un momento de caída del excedente durante los años 2015-2019.

Por último, Cargill distribuyó dividendos únicamente en años particulares, mientras que las mayores salidas asumieron la forma de pagos de intereses -principalmente con la cáscara Cargill Eurofinance B.V. (Países Bajos)-. Los pasivos financieros que derivaron en intereses 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 US\$ 1.488 millones. El mayor salto se realizó en los años 2011 y 2012 cuando los pasivos por préstamos alcanzaron los US\$ 934 millones y US\$ 1.628 millones, respectivamente. En lo que respecta a los intereses perdidos, Cargill abonó por dicho concepto unos US\$ 1.926 millones entre 2007 y 2019. Estos pagos de intereses, se concentraron en el año 2009. Esto nos remite a pensar que los intereses pagados otorgaron liquidez a la casa matriz tras la crisis internacional. Además, cabe destacar compras a partes relacionadas concretadas entre los años 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 ante la necesidad de liquidez de la casa matriz.

### Inversiones financieras

La inversión financiera en sus distintos componentes resultó ser elevada en las empresas seleccionadas. Esta parte del destino del excedente fue notablemente dinámica en ciertos períodos. La inversión financiera estuvo vinculada a la búsqueda de rentabilidad en el corto plazo. Más aún, cuando entendemos que las salidas de capitales requirieron de elevados niveles de liquidez para ser ejecutadas. Cabe destacar, las rentas financieras obtenidas fueron considerables. La jerarquía que obtuvo cada componente en el excedente fue sumamente valiosa para entender la estrategia de acumulación de cada firma analizada.

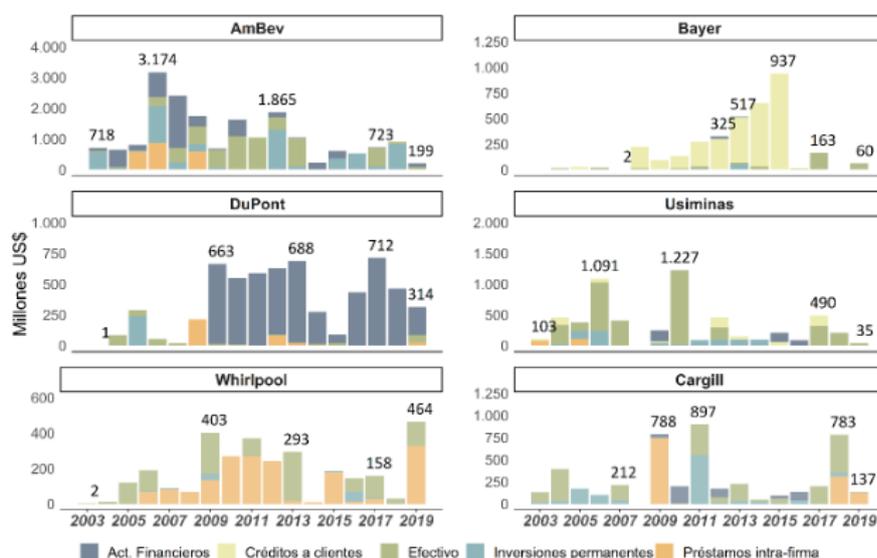


Figura N° 5 Filiales industriales radicadas en Brasil: inversión financiera en sus diferentes componentes, en millones US\$ (2003-2019)

Fuente: Elaboración propia, información contable.

Empezando por AmBev, la inversión financiera de la empresa resultó ser sumamente dinámica en los primeros años estudiados. En la Figura 5 podemos ver el monto en dólares de cada componente de la inversión

financiera. 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 acción en momentos de menor dinamismo como ocurrieron en los primeros años analizados. La compañía volvió a intervenir en el mercado de la misma forma en los años 2014-2015. Por otra parte, la firma en su afán por conquistar el mercado a través de la compra de empresas, 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[26]. Esta estrategia de compra de empresas le permitió nutrir aún más los dividendos remitidos al exterior dadas las mayores ganancias obtenidas por el control de un número más grande de empresas. Además, la demanda de efectivo fue constante en AmBev, la cual le fue funcional en aquellos momentos de adquisición de compañías. Por último, AmBev otorgó préstamos a partes relacionadas en el período 2006-2009. Desde ya estos fueron explicados por el momento de mayor fragilidad financiera de los países centrales tras la crisis financiera internacional de los años 2008-2009. Dichos préstamos 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 2014-2019, la inversión financiera de AmBev fue especialmente baja. El excedente decayó, y como consecuencia, la firma priorizó las salidas de capitales.

Por otra parte, la empresa Bayer destinó fondos al otorgamiento de préstamos a clientes (véase Figura 5). Dichos préstamos fueron abultados en términos absolutos a partir del 2008, pero crecieron con fuerza luego del año 2013, momento de mayor endeudamiento en forma intra-firma. La ganancia financiera de dichos préstamos a los clientes evolucionó de acuerdo a la tasa de referencia del mercado[27]. Es decir, la firma obtuvo tasas reales positivas 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 antes mencionados. O, mejor dicho, las ganancias financieras obtenidas por Bayer en Brasil tras los préstamos a clientes fueron capturadas por sociedades relacionadas en el exterior ya que estas habían financiado dicho destino. En los años 2016-2019, 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. Los financiamientos intra-firma en los años 2016-2019 buscaron otorgar liquidez a la misma dado los elevados pagos por intereses y capitales.

Por otro lado, DuPont destinó fondos a la incorporación de Pioneer en Brasil durante el año 2005 (véase Figura 5). 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 de 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 las salidas de capitales y a las inversiones financieras. En el período 2014-2016 y 2018-2019, las inversiones financieras decayeron por problemas de liquidez dado que el excedente también lo hizo. Aunque nuevamente en este período, la empresa priorizó las salidas de capitales y relegó parte de la inversión financiera.

En el caso de Usiminas, la inversión financiera estuvo traccionada por su endeudamiento. Particularmente en el período 2004-2007, la demanda de efectivo fue elevada, la cual tuvo como destino las salidas de capitales por los dividendos distribuidos. En el período 2008-2012 la inversión financiera resultó ser elevada a pesar de haber ingresado en un ciclo de endeudamiento con finalidad productiva. 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, las salidas 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[28]. 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 5). 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. 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 por los préstamos intra-firma.

Por último, la inversión financiera de Cargill estuvo explicada tanto por la demanda de efectivo, las inversiones permanentes como por los préstamos intra-firma. Respecto a las inversiones permanentes, Cargill compró Seara Alimentos en 2004, mientras en 2011 adquirió una planta de Unilever Brasil Ltda., y a Açúcar e Álcool S.A. por US\$ 550 millones. Además, otorgó préstamos intra-firma a partes relacionadas en el exterior

en el año 2009, momento de necesidad de liquidez a nivel internacional. Estos préstamos intra-firma se repitieron en los años 2018-2019, cuando las ventas de la firma crecieron fuertemente tras las mayores ventas a la Argentina.

## Reflexiones finales

A partir del nuevo milenio, el excedente de las filiales multinacionales en Brasil se incrementó sustancialmente. Nuestra inquietud expuesta en este trabajo estuvo centrada en el comportamiento de las empresas más grandes en un momento tan favorable para el desenvolvimiento de un país en desarrollo como lo fue tras los elevados precios internacionales.

Las formas de producción y acumulación atravesaron un proceso de profundas transformaciones durante las últimas décadas a nivel mundial. La región latinoamericana en general y Brasil en particular, reconvirtieron su estrategia de desarrollo tras abandonar la industrialización dirigida por el Estado e instaurar un nuevo régimen de acumulación que priorizaría la apertura financiera y comercial. La nueva dirección emprendida que se hizo eco de las políticas del denominado Consenso de Washington provocaron serias consecuencias productivas en la región ya que acentuaron la desindustrialización.

Las empresas más grandes de un país suelen marcar el sendero de desarrollo de las economías, así como el tipo de inserción en la economía global. Como vimos, en el panel de firmas estudiadas, éstas desplegaron una serie de prácticas más cercanas a la especulación y al traslado de riqueza al exterior que a la producción y el desarrollo productivo. Estas empresas mantuvieron un excelente desempeño, sin embargo, esta mayor capacidad de generación de excedentes no se tradujo en un aumento de la gravitación productiva, sino todo lo contrario. Las empresas escogidas redujeron el valor agregado generado, al mismo tiempo que sus relaciones comerciales intra-firma profundizaron un perfil subordinado dada la simplificación productiva reinante.

Las firmas abordadas destinaron gran parte de sus excedentes a la salida de capitales por medio de diversos mecanismos. Observamos que, en momentos de aumento del excedente, las firmas amplificaron las transacciones con partes relacionadas en guaridas fiscales con el fin de trasladar parte del excedente hacia el exterior. Algunas firmas lo hicieron por medio de la distribución de dividendos a contrapartes en países de baja tributación, mientras otras por medio del comercio y las transacciones financieras intra-firma. De esta forma, para países en desarrollo, las CGV potenciaron el traslado de riqueza al exterior, y en ningún momento, estas posibilitaron un salto tecno-productivo hacia nuevas capacidades.

Por último, las firmas estudiadas desplegaron cuantiosas inversiones financieras que buscaron capturar rentas financieras en un contexto de apertura a los flujos de capitales. Muchas de las firmas se endeudaron con partes relacionadas en el exterior en el corto plazo, y como consecuencia, este financiamiento alimentó dichas estrategias financieras. Además, algunas firmas seleccionadas otorgaron préstamos a partes relacionadas

en el exterior durante años de crisis internacional, al punto que éstas actuaron como brazo financiero de la multinacional al accionar una serie de créditos a diversas filiales en el exterior.

## Bibliografía

- Abeles, M., Pérez Caldentey, E., y Valdecantos, S. (2018). *Estudios sobre financiarización en América Latina*. CEPAL. Santiago de Chile, Chile. <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/43596>
- 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. Working paper WP/97/68. <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/1997/068/article-A001-en.xml>
- Arceo, E. (2011). *El camino a la crisis, centro, periferia y transformaciones de la economía mundial*. Cara o ceca. Buenos Aires, Argentina.
- Arend, M. (2015). *A industrialização do brasil ante a nova divisão internacional do trabalho*. Texto para Discussão N°2105, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). Working paper. Brasília, Brasil.
- Basualdo, E. (2010). *Estudios de historia económica argentina: desde mediados del siglo XX a la actualidad*. Siglo XXI Editores. Buenos Aires, Argentina.
- Bonelli, R., y Pessôa, S. D. A. (2010). *Desindustrialização no Brasil: um resumo da evidência*. Texto para Discussão N° 7. Instituto Brasileiro de Economia. Brasília, Brasil.
- Bruno, M., Diawara, H., Araújo, E., Carolina Reis, A. y Rubens, M. (2009). *Finance-led growth regime no brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas*. Texto para Discussão, N° 1455. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília, Brasil.
- Bruno, V., y Shin, H. S. (2017). *Global dollar credit and carry trades: a firm-level analysis*. The Review of Financial Studies, 30(3), 703-749.
- Caballero, J., Panizza, U., y Powell, A. (2016). *The second wave of global liquidity: Why are firms acting like financial intermediaries?*. Working paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2956681>
- Cano, W. (2012). A desindustrialização no Brasil. *Economia e sociedade*, 21, 831-851.
- Carkovic, M., y Levine, R. (2005). Does foreign direct investment accelerate economic growth. *Does foreign direct investment promote development*, 195.
- Cassini, L., García Zanotti, G. y Schorr, M. (2017). *Los caminos al desarrollo. Trayectorias nacionales divergentes en tiempos de globalización*. Documento de trabajo. IDAES. Buenos Aires, Argentina <https://www.unsam.edu.ar/escuelas/idaes/docs/Cassini-Zanotti-Schorr.pdf>
- Demir, F. (2007). The rise of rentier capitalism and the financialization of real sectors in developing countries. *Review of Radical Political Economics*, 39(3), 351-359.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2013), *The crisis of neoliberalism*, Harvard University Press.
- Fernández, V. R. y Werner, M., Bair, J. (2014). Linking up to development? Global value chains and the making of a post - washington consensus, *Development and Change* 45:6, 1219-1247.

- Trevignani, M. F., y Fernández, V. R. (2017). *Desarrollo y Cadenas Globales de Valor. Una revisión crítica desde la periferia*. Universidad Nacional del Litoral. Santa Fe, Argentina.
- Gaggero, J., Casparrino, C. y Libman, E. (2007). *La fuga de capitales: historia, presente y perspectivas*. Documento de trabajo N°14. CIFID-AR <http://www.iade.org.ar/system/files/dt14-lafugadecapitales.pdf>
- Gaggero, J., Rúa, M. y Gaggero, A. (2013). Fuga de capitales iii. argentina (2002-2012). magnitudes, evolución, políticas públicas y cuestiones fiscales relevantes, Documento de Trabajo N°52. CEFID-AR.
- Gereffi, G. (2014). Global value chains in a post-washington consensus world, *Review of international political economy* 21(1), 9–37.
- Gereffi, G. y Fernandez-Stark, K. (2011). Global value chain analysis: a primer. *Center on Globalization, Governance & Competitiveness (CGGC) Duke University Durham.*
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the american economy, *Socioeconomic review* 3(2), 173–208.
- Kulfas, M. (2005). *Internacionalización financiera y fuga de capitales en américa latina*, FLACSO. Buenos Aires, Argentina.
- 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
- Marín, A. y 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.
- OCDE (1996). *OECD benchmark definition of foreign direct investment, third edition*. <https://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/2090148.pdf>
- OCDE (2008). *OECD benchmark definition of foreign direct investment, fourth edition*. <https://www.oecd.org/daf/inv/investmentstatisticsandanalysis/40193734.pdf>.
- Oreiro, J. L., y Feijó, C. A. (2010). Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. *Brazilian Journal of Political Economy*, 30, 219-232.
- Pérez, C., Marín, A., y 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*, 8(2), 41-56.
- Rabinovich, J., y Artica, R. P. (2020). El aumento de los activos financieros en firmas de América Latina.¿ Un caso de financiarización?. *Realidad económica*, 49(333), 113-a.
- Rúa, M. (2014). *Fuga de capitales v. argentina, 2014. los “facilitadores” y sus modos de acción*. Documento de Trabajo N° 60. CEFID-AR.
- Schineller, L. M. (1997). An econometric model of capital flight from developing countries. *Board of Governors of the Federal Reserve System Working Paper*, (579).
- Schorr, M. y Wainer A. (2018). *La financierización del capital. Estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos*. Futuro Anterior Ediciones. Buenos Aires, Argentina.

- 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).
- Shaxon, N. (2014). *Las islas del tesoro. Los paraísos fiscales y los hombres que se robaron el mundo*, Fondo de Cultura Económica. Buenos Aires, Argentina.
- Tregenna, F. (2013). Deindustrialization and reindustrialization, Capítulo 3. En: *Pathways to Industrialization in the Twenty-First Century: New Challenges and Emerging Paradigms* pp. 76–102. Adam Szirmai (ed.). Oxford University Press. Oxford, Reino Unido. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199667857.003.0003>
- Tregenna, F. (2015). *Deindustrialisation, structural change and sustainable economic growth*. Maastricht, Países Bajos, UNU-MERIT.
- UNCTAD (2014) El espacio de políticas y los orígenes del sistema económico multilateral, capítulo 4. En UNCTAD: *Espacio fiscal para la estabilidad y el desarrollo: retos actuales*, pp. 181–214..
- Vercellone, C. (2009). *Crisis de la ley del valor y devenir renta de la ganancia. Apuntes sobre la crisis sistémica del capitalismo cognitivo*. Université Paris1 Panthéon-Sorbonne.

## **AmBev S.A**

## **Bayer S.A.**

## **Cargill Agrícola S.A.**

## **DuPont do Brasil S.A.**

## **Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. (Usiminas)**

## **Whirlpool S.A.**

## **Notas**

[1] Doctor en Desarrollo Económico (Universidad Nacional de Quilmes), Licenciado en Economía (Universidad Nacional de Rosario). Becario Postdoctoral del CONICET-UNR. Docente Universitario en las facultades de Derecho-UNR y Cs. Económicas y Estadística-UNR.

[2] Si bien desde la crítica a la economía política el término corresponde a la parte del valor agregado que no es destinado a la reproducción de la fuerza de trabajo, en particular este estudio entiende como excedente a la proporción apropiada por el Capital del valor agregado. En términos contables se asemeja a la ganancia operativa de una empresa.

[3] Cabe destacar diversos trabajos que abordan la financiarización en Latinoamérica, entre los cuales se encuentran Abeles et al. (2018), Bruno y Shin (2017), Demir (2007), Caballero et al. (2016), Rabinovich y Pérez Ártica (2020), Schorr y Wainer (2018).

[4] Véase Schorr y Wainer (2018), Abeles et al (2018), Basualdo (2010), Bruno et al. (2009).

[5] Este enfoque permite brindar un análisis histórico de las transformaciones en la economía mundial, del rol de diversas instituciones de crédito internacional (Duménil y Lévy 2013), 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), entre otros.

[6] Para dimensionar las salidas de capitales en la región latinoamericana a nivel economía se recomienda a Kulfas (2005).

[7] 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.).

[8] 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 proceso productivo, por ende, no poseen trabajadores ni capital fijo.

[9] Las transacciones en los balances contables se encuentran en moneda nacional. Es por ello que estas fueron expresadas en dólares estadounidenses al tipo de cambio vigente.

[10] En el caso de Cargill, la filial se encuentra controlada por la cáscara en Países Bajos denominada Cargill Brazil holding II B.V., mientras que ocurre lo propio con AmBev a través de Interbrew International B.V. (Países Bajos) y con Whirlpool CSA Holdings SARL (Luxemburgo).

[11] Cabe destacar, únicamente se tomará en cuenta como salidas de capital a las compras realizadas a empresas relacionadas radicadas en una guarida fiscal. Estas últimas comprenden meras cáscaras sin otra finalidad que la de captar dichos capitales para su posterior valorización financiera. Las salidas de capitales afectan especialmente a las economías en desarrollo dado que estas no disponen del suficiente financiamiento para su desarrollo.

[12] Ambos términos refieren a estructuras jurídicas radicadas en dominios extraterritoriales, las cuales pueden ser utilizadas de diversas maneras ya sean Holdings (estructuras que mantienen participación en otras) o Conduits (estructuras utilizadas para ser vehículos de financiamiento y comercio intra-firma).

[13] En la mayoría de los casos se ha estudiado a firmas latinoamericanas que utilizaron el carry trade – que consiste en la valorización financiera de fondos líquidos a través 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-. Entre estos estudios podemos citar a Abeles et al. (2018), Bruno y Shin (2017), Demir (2007), Caballero et al (2016), Rabinovich y Pérez Ártica (2020), entre otros.

[14] A lo largo del documento se ha citado la memoria de los balances de las empresas seleccionadas. Estos extractos nos permitirán comprender el punto de vista que brinda el empresariado sobre el comportamiento de la compañía.

[15] El valor agregado es una variable presente en los balances contables de los estados contables presentados por las compañías en Brasil bajo la sección de demostraciones de valor agregado.

[16] “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” (Usiminas, 2007: 1).

[17] “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: 1).

[18] “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: 1).

[19] Return on Equity –ROE- comprende una variable financiera usualmente utilizada para mostrar la evolución de la rentabilidad a través de la relación entre el resultado operativo y el patrimonio neto de una compañía.

[20] “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: 8).

[21] 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.

[22] “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: 4).

[23] Se trata de Usiminas Commercial (Islas Caimán), la cual realizó un depósito para pagar Eurobonos.

[24] “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 Matriz, 2008: 6).

[25] “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: 3).

[26]En el año 2003 adquirió las compañías de cervecería Quilmes (Argentina), Embotelladora Rivera (Argentina), 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 adquirió la 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).

[27]“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. –interanual- (31 de diciembre de 2015 - 14,25% a.a –interanual-)” (Bayer, 2016: 2).

[28]Esto se ve reflejado en los aumentos de capital de Usiminas Europa a lo largo del período analizado.