

# Las raíces financieras de los grupos industriales mundiales\*

The financial roots of global industrial groups

Claude Serfati\*\*

## Resumen

La presente colaboración aborda de manera amplia y profunda el proceso que han realizado las grandes corporaciones transnacionales entre el sector de la economía real donde participan y el sector financiero. Se analiza de manera crítica y pormenorizada el papel cada vez más complejo de las sedes corporativas y su dominación, que se construye en gran medida gracias al control de la liquidez y su continua manipulación.

**Palabras Claves:** Corporaciones transnacionales, sedes corporativas, acumulación, liquidez.

## Abstract

This collaboration addresses broad and deep way the process that have made large transnational corporations between the real economy sector where they participate and the financial sector. It critically analyzes and detailed the increasingly complex role of corporate headquarters and its domination, which is built largely by controlling liquidity and continuous manipulation.

**Keywords:** Transnational Corporations, corporate headquarters, accumulation, liquidity.

---

\* Traducción del francés al español por Eugenia Correa, revisión, Laura Vidal.

\*\* Profesor e Investigador de Cemotev (Université de Versailles-Saint-Quentin) y del IRES (Institut de recherches économiques et sociales).

## **Introducción: Una propuesta teórica**

Este artículo desarrolla la hipótesis de que las grandes corporaciones transnacionales (CT) no son las empresas industriales más grandes y más internacionales que las otras, sino que ellas constituyen organizaciones *sui generis* (Serfati, 1998,2009). Su ‘doble naturaleza’ -financiera e industrial- se inscribe en la separación del capital en capital-propiedad y capital-productivo, o en funciones (Marx 1894). El capital es, en efecto, una relación social de dominación que se encarna dentro de formas productivas (capital fijo, infraestructuras, etc.) y dentro de las formas financieras (derechos de propiedad sobre el capital). La finalidad del capital(lismo) es la de acumular más dinero al fin del ciclo de reproducción respecto del inicio. Es por lo que la producción de mercancías es todo el tiempo un medio y jamás un fin. Existe, por lo tanto, de manera permanente dentro de las estrategias puestas en práctica por los grupos, una tensión entre el ciclo largo de valorización del capital por la intermediación del proceso de trabajo (D...P...D’, donde D es dinero; P medios de producción y fuerza de trabajo; D’ Dinero, donde  $D' > D$ ), único creador de valor; y por otro lado, el ciclo corto D...D’, en el cual los derechos de propiedad del capital producen una ganancia (financiera).

La empresa por acciones<sup>1</sup> encarna esta unidad contradictoria del capital ya que combina dentro de su organización el circuito ‘largo’ (el capital productivo dentro de las filiales de producción) y el circuito ‘corto’ del capital, puesto que la empresa matriz, tenedora de acciones (holding) tiene por función de centralizar los derechos de propiedad (acciones) de sus filiales. A partir de fines del siglo XIX, el desarrollo de las bolsas de valores cristalizó esta

---

<sup>1</sup> En Estados Unidos Corporación (*corporation*); Empresas por Acciones en Reino Unido (*Joint Stock Company*); Aktiengesellschaft, AG en Alemania; Empresa por Acciones en español.

contradicción empujando al extremo la autonomía del capital-propiedad en relación al capital en funciones

A partir de los años ochenta, empezó una nueva etapa. La construcción de un ‘espacio mundial interno’ de las corporaciones transnacionales (CT) ha modificado profundamente su comportamiento y transformó a los grandes grupos industriales en un componente mayor del capital financiero contemporáneo (Serfati, 1998). Por una parte, los grandes grupos estructuran la producción mundial sobre la base de una nueva división internacional del trabajo formada a partir de lo que la economía industrial llama cadenas de valor mundial (CVM). Por otra parte, los grandes grupos internalizan al seno de su propio espacio la circulación internacional de una gran parte de sus flujos comerciales y financieros, eludiendo los débiles controles ejercidos por los Estados. Estas dos dimensiones son evidentes en los datos siguientes: 80% el comercio mundial es realizado por las CT y un tercio del comercio mundial es comercio intra-firma (dentro de la CT) (UNCTAD, 2013), el cual había sido estimado en 25% en 1992 (UNCTAD, 1992, 52). De manera que la ‘globalización’ le permitió a los grandes grupos desplegar sus estrategias de valorización del capital que combinan de manera inseparable la ganancia de las empresas (en el sentido ganancias nacidas de la actividad de producción y distribución) y las ganancias financiero-rentistas (Serfati, 2013).

La acumulación y la circulación financiera organizada por la dirección de los grupos en el interior de su espacio mundial descansa particularmente sobre aquello que se puede llamar la ‘tríptico-opaco’: precios de transferencia/intercambio de servicios/centros extraterritoriales (‘paraísos fiscales’). Los precios de transferencia (PDT) son precios que se fijan en el interior por los grupos para las transacciones de bienes y de servicios entre sus

filiales localizadas en los diferentes países. Las autoridades regulatorias comparan los precios de costo de un bien o de un servicio equivalente pero que sería vendido en el mercado (principio de competencia perfecta). O los PDT en general se refieren a los servicios, es decir, a los bienes intangibles específicos de los grupos (o inmateriales, tales como los servicios administrativos, la publicidad, la administración financiera, las regalías sobre la propiedad intelectual, etc.), y que no son, por definición, comparables a otras transacciones. Su localización en los paraísos fiscales proporciona estos servicios completos del tríptico opaco, al punto que el 70% de las ‘ganancias-transferidas’ destinadas a disminuir los impuestos a pagar, provienen de la práctica conjunta de precios de transferencia y estrategias en materia de propiedad intelectual (European Commission, 2015,23). De manera general, las sumas sustraídas al fisco alcanzan proporciones considerables a escala mundial (Zucman, 2014).<sup>2</sup>

La presente colaboración tiene por objetivo establecer los fundamentos teóricos del arraigo financiero de estos grandes grupos industriales, y mostrar el papel de sedes corporativas (*headquarters*) en la centralización y acumulación financiera. Se ha organizado como sigue. La literatura consagrada a estudiar el lugar de las sedes corporativas (*headquarters*) de las empresas por acciones, considera, en lo esencial, que la característica distintiva de las empresas por acciones y grupos de empresas en relación a otras empresas, es su gran tamaño, lo que deriva en problemas como de eficacia organizacional y productiva (economía de costos de transacción), o bien los problemas de la relación en la agencia entre los propietarios y los dirigentes (primera parte). La segunda parte, formula la hipótesis de la doble naturaleza de los grandes

---

<sup>2</sup> En Francia, los ingresos no declarados por los grupos debido a este comportamiento llegaría a los 8 mil millones de euros (mmde) en 2008 y no han dejado de aumentar desde entonces (Vicard, 2014:19). Es una suma que se compara con el monto total de importaciones de las empresas en 2008 que fue de 63 mmde.

grupos industriales mundiales y ello se ilustra en las siguientes partes. Por una parte, el valor contable y bursátil de goodwill (buena reputación) y de los activos ‘no identificados’ que son con mucho los principales componentes de los activos de los grandes grupos, resultado de una construcción conjunta de estrategias conducidas por los dirigentes y la ‘comunidad financiera’ (tercera parte). De otro lado, la acumulación de una inmensa masa de liquidez (*cash flow*), cerca de 4 billones de dólares a finales de 2014 (UNCTAD, 2015) por las CT, recuerda los procesos de creación del capital ficticio por los bancos (cuarta parte). La última parte está dedicada al examen del poder ejercido por la dirección de los grupos y sedes corporativas (*corporate headquarters*). El aumento del control que ellos ejercen sobre las actividades de las filiales es particularmente directo en el terreno de la gestión financiera, dentro de la que, las direcciones han desarrollado su experiencia de manera considerable. Esta ‘profesionalización’ de las funciones financieras al interior del grupo constituye un factor complementario de sumisión del conjunto de las actividades industriales de los grupos a la dominación de las finanzas. No es exagerado decir que los grandes grupos industriales son, por la vía de sus actividades financieras, los actores más dinámicos de la banca en la sombra ‘*shadow banking*’, incluso si no están incluidos en los estudios (FSB,2014).

### **La literatura económica sobre las sedes corporativas**

La literatura en ciencias económica y administración propone numerosos argumentos para justificar la existencia de las sedes corporativas (*headquarters*). Chandler (1992) subraya que en el periodo de entreguerras en Estados Unidos (US), y después de 1945 en Europa, los dirigentes pusieron en práctica las estructuras de organización multidivisionales (llamadas ‘forma-M’). Estas estructuras asocian una dirección general de decisiones estratégicas

(colocación de recursos) con las divisiones operacionales, definidas según las líneas de productos o zonas geográficas. El objetivo es permitir a las empresas desarrollar actividades diversificadas y estar presentes en los diferentes mercados. Con el crecimiento de las grandes empresas, el grado de complejidad de la sede corporativa ha aumentado, de manera que sus funciones se han diversificado. Su papel es doble: empresarial (creación de valor por la movilización de capacidades organizacionales de largo plazo y la colocación de recursos en gerentes competentes y tecnologías en consonancia), y administrativas (control de la utilización de los recursos por las divisiones para evitar pérdidas).

En este cuadro, la importancia alcanzada por los mercados financieros está considerada de manera adecuada por Chandler, como un reflejo de las características singulares de los sectores industriales a partir de los cuales las empresas operan. Las industrias maduras, en las que el costo de capital es relativamente menor, y las sinergias entre investigación y desarrollo (I&D), producción y distribución son limitadas, y donde la planificación estratégica de largo plazo es menos importante, atraen a los inversores financieros (Chandler, 1992:49).

Una visión mucho más crítica ha sido desarrollada por ciertos « herederos » de Chandler, según la cual los mercados financieros, junto a su obsesión cortoplacista y de maximización de creación de valor para los accionistas, en el curso de las últimas tres décadas, han cimbrado el desarrollo empresarial y la innovación, fundada por el contrario, en la movilización paciente y durable de recursos humanos y organizacionales (Lazonick, 2014).

Por su lado, la literatura económica “ortodoxa” explica la existencia de empresas por las ‘imperfecciones del mercado’ puesto que “desde el inicio estaban los mercados” (Williamson,

1975<sup>3</sup>). Los costos de transacción justifican, según Williamson, la existencia de las firmas -que él llama “jerarquías”-, y cuando ellas se vuelven importantes, esto explica la aparición de empresas multidivisionales, y Williamson subraya sus ventajas. En la cumbre de la gran empresa multidimensional, se encuentran las sedes corporativas (*headquarters*) cuyo papel es “tratar, como agente de los accionista, vigilar, a este título, las operaciones de las unidades que la componen”<sup>4</sup> (1984, p.1225). El papel esencial que les atribuye Williamson a los dirigentes es de proporcionar una estructura de gobernanza que proteja a los accionistas.<sup>5</sup>

La forma M es, igualmente, según Williamson, una forma de organización preferible a la empresa tenedora de acciones (*holding*) (llamada forma H). Williamson no le atribuye un papel positivo puesto que ella posee poco de “la capacidad de la oficina general y, por tanto, es poco más que una cáscara corporativa” (1981,p.1556). Aún más, la forma M es más eficaz desde el punto de vista financiero puesto que la colocación de recursos financieros disponibles está decidida por la dirección en términos de un proceso de competencia entre las divisiones que tienen objetivos precisos de rentabilidad, mientras que dentro de la *holding*, las divisiones conservan sus recursos financieros de manera discrecional (Dugger, 1992). Dentro de la empresa de forma M “el Consejo juega un papel de mercado interno del capital”. O, la ventaja del financiamiento interno de proyectos de inversión sobre el financiamiento bancarios es la de evitar los problemas de información y de incentivos que atacan (plaga) el financiamiento

---

<sup>3</sup>Williamson confirma y refuerza esta posición en 2007, véase Williamson 2007.

<sup>4</sup> En inglés: «*Corporate head office [...] to act as an “agent of the stockholders whose purpose is to monitor the operations of the constituent parts”.*»

<sup>5</sup> En inglés: “[T]he principal function of the board remains that of providing governance structure protection for the stockholders”, Williamson 1975, 1220.

externo. La razón fundamental es que el propietario (owner) del capital que financia el proyecto posee al mismo tiempo los derechos de control residual sobre los activos (*residual rights of control of the assets*). Menos optimistas que Williamson, otros partidarios de este punto de vista, reconocen que el control de capital se hace en detrimento de la iniciativa empresarial de los gerentes (esto es a costa de reducir los incentivos de los directivos empresariales), y consideran que Williamson ignora los problemas de información y de agencia potenciales de los proveedores de capital (*potential for information or agency problems*) (Gertner y Alii, 1994,1229).

Es verdad que esta confianza asignada a la economía de los costos de transacción dentro de la capacidad de una forma organizacional (la empresa en forma M) que garantiza la colocación eficiente de los recursos financieros ha sido desmentida en los hechos. En efecto, a partir de los años noventa, la lógica de valorización financiera de los capitales se generaliza al conjunto de los grandes grupos industriales en transformación, cuando se necesitaba, las formas organizacionales existentes que podían oponerse a su influencia y que refuerzan particularmente el papel de las sedes corporativas de las empresas.

Ciertos autores buscan conciliar el enfoque de los costos de transacción con el de las empresas fundadas sobre sus recursos (Foss, 1997). Los dirigentes combinan a la vez la eficacia dentro del control financiero evitándose los comportamientos sub-óptimos fundados sobre el riesgo moral, como la postura de la economía de los costos de transacción, y ellos crean igualmente valor gracias a sus funciones de coordinación y de dirección del conocimiento (*knowledge direction function*) (334).

**La ‘doble naturaleza’ de las empresas por acciones y de los grandes grupos contemporáneos**

La literatura sobre las sedes corporativas *headquarters*, descansa sobre las ideas siguientes. Las sedes corporativas *headquarters* aseguran un conjunto de funciones y responsabilidades dentro del marco de la división del trabajo al interior de la gran empresa. Ellas se desarrollan y encuentran su racionalidad dentro de la creciente complejidad de las actividades de producción y de distribución de los bienes y servicios. En este marco analítico, donde la finalidad de las empresas es la producción de bienes, las direcciones crean las complementariedades entre las divisiones, y las funciones financieras ejercidas por las direcciones están al servicio de sus objetivos.

Esta literatura considera entonces que la empresa por acciones (*corporation*) no es más que, a fin de cuentas, una empresa más grande que las otras y más compleja de administrar. Esto borra igualmente la diferencia de *naturaleza*, y no solo de *tamaño* que existe entre las empresas por acciones (*corporations*), de las demás empresas. Ahora bien, tomar por objeto de estudio a la empresa por acciones se necesita precisamente estudiar la *genealogía* de su existencia. Dicho de otra manera, se debe analizar cuáles son las condiciones y posibilidades para que una empresa capitalista, en tanto que espacio para el desarrollo del capital, se transforme en empresa por acciones. Conviene en particular interrogarse sobre las más importantes características de la empresa por acciones, que es la separación entre cápita-propiedad y capital productivo (o en función).

Las teorías dominantes que encuentran que las respuestas ofrecidas por la economía de costos de transacción, para explicar esta separación (capital propiedad y capital en función) plantean la cuestión de la empresa por acciones en términos de la ‘relación de la agencia’ entre propietarios y dirigentes. No obstante es necesario ir más allá del individualismo metodológico en que se basan las

teorías de la agencia, ya que se debe dilucidar cuáles son las relaciones socio-económicas que se tienen detrás de las figuras del propietario y administrador (manager).<sup>6</sup> Desde este punto de vista, si bien A. Smith alertó de las consecuencias de la disociación entre propiedad y trabajo de dirección, los fundamentos teóricos de la dualidad del capital provienen de Marx. Marx es muy claro sobre el hecho de que esta dualidad del capital existe de igual manera para el capitalista que él mismo dirige del que es propietario. Se reconoce un ingreso compuesto por ganancias de la empresa (extraída de su actividad) y del interés del capital extraído de su condición de propietario del capital (1894).<sup>7</sup> Para Marx, la separación entre capital-propiedad y capital en función es inherente al capitalismo y ella es su forma de existencia. Es por ello que no es el desarrollo de la empresa por acciones y la Bolsa lo que crea esta dualidad del capital, sino todo lo contrario es la dualidad del capital lo que permite este desarrollo.

Marx proporciona algunas indicaciones sobre la naturaleza *sui generis* de las empresas por acciones en el Tomo III de El capital - terminado por Engels- y en otros varios escritos.<sup>8</sup> Él subraya la *doble* sujeción (embeddedness) de la empresa por acciones. Por una parte, ella está en el centro del proceso de acumulación del capital productivo. Ella facilita la centralización<sup>9</sup> del capital que es

---

<sup>6</sup> Esta es también la objeción hecha por Williamson a las teorías de la agencia: “Su interés real (Jensen y Meckling) es la difusamente propiedad de las corporaciones modernas, pero la base para explicar el movimiento de una firma empresarial de una empresa por acciones, no está descrito” (1988, 583). Williamson responde a este cuestionamiento a partir de la eficacia organizacional de la gran empresa, pero no responde al tema de la separación del capital-propiedad y capital en función.

<sup>7</sup> “El empleador del capital, incluso cuando trabaja con su propio capital, se divide en dos personalidades —el propietarios del capital y el empleador del capital; en referencia a las categorías de producción de la ganancia, su capital también se divide en capital-propiedad, capital fuera del proceso de producción, e intereses producidos por él mismo, y capital en el proceso de producción que produce una ganancia para la empresa a través de su función” (1894, Chapter XXIII) . Puede verse también: “The capitalist exists in a dual form—juridically and economically”, (1861-1863).

<sup>8</sup> En particular en sus artículos sobre el Crédito Mobiliario (1856).

<sup>9</sup> La centralización del capital refleja el proceso de fusión del capital-propiedad.

necesaria a los proyectos cada vez más codiciosos de recursos financieros. Ella es igualmente una precondition para el desarrollo de ciertos sectores, en particular del transporte. “El mundo podría estar hasta ahora sin ferrocarriles si hubiera tenido que esperar hasta que algunos pocos individuos hubieran tenido capitales individuales suficientes para ser adecuados para la construcción del ferrocarril. La centralización, por el contrario, realiza esto en un abrir y cerrar de ojos, por medio de las empresas por acciones” (1867, capítulo XXV). Las empresas por acciones constituyen, de alguna manera, los fundamentos micro-económicos de la reproducción del conjunto (macro-económico) del capital.

Por otra parte, las empresas por acciones son de inmediato organizaciones financieras. No es casualidad que el análisis de Marx sobre la naturaleza del capital por acciones (*shares*) esté directamente ligado al del papel del crédito dentro de la producción capitalista.<sup>10</sup> Marx no estaba interesado en el tipo de financiamiento de la empresa –bancario con el crédito o de mercado con acciones y obligaciones– sino más bien en la naturaleza común de estos dos tipos de capital. Para Marx, esta característica común del crédito bancario, de las acciones (y de la deuda pública) es la de constituir un capital ficticio. Su concepto de *capital ficticio* es a todas luces específico. Este tiene, según nosotros, un doble origen. Por un lado, el capitalismo es el único modo de producción guiado por una búsqueda incesante de acumulación; y puesto que el dinero es la forma universal del valor, al fin del ciclo una suma de dinero superior a la del inicio debe de ser recogida. La producción de mercancías, que condiciona la posibilidad de acumular plusvalía, es todo el tiempo un medio, jamás un objetivo para los

---

<sup>10</sup> « El crédito dió lugar a las empresas por acciones », 1984, capítulo 27.

capitalistas.<sup>11</sup> Por otro lado, debido a que el capitalismo es un modo de dominación social antes que un sistema de producción, los detentadores del dinero pueden transformarlo en capital-dinero de préstamo.<sup>12</sup> Este es el caso bien conocido de los bancos que transforman los depósitos o el crédito, creando capital de préstamo. Este es igualmente el caso de las obligaciones (*bonos*), de las acciones y otros derechos de propiedad (inmobiliaria, intelectual, sobre la naturaleza) a partir de lo cual quienes los poseen pueden transformarlos en capital portador de rentas regulares. Ahora los grupos industriales, como se verá, toman plenamente parte en la creación del capital ficticio, capital portador de rentas.

### **El *goodwill* : un ‘valor’ creado por la interacción entre las estrategias de los grupos y la comunidad financiera**

En la época de Marx, el desarrollo del capital industrial sometía a su dominación a las otras formas de valorización del capital, el capital dinero a préstamo, el capital comercial (capital-mercancía), así como el capital invertido en la tierra, con la renta financiera integrada dentro de la producción de plusvalía. Marx partía, como sus contemporáneos, de la hipótesis que la parte fundamental de los recursos de las empresas por acciones estaba invertida en “trenes, minas, empresas navieras, y otras” (1894, capítulo XXIX).

No obstante la situación cambió rápidamente a partir de finales del siglo XIX. Las más importantes empresas por acciones se

---

<sup>11</sup> “ *El proceso de producción aparece meramente como un intermediario inevitable ligado, como un mal para el motivo real de hacer dinero. Todas las naciones con un modo de producción capitalista, caen periódicamente en la fiebre de tratar de hacer dinero sin la intervención del proceso de producción*” (El capital, Volumen II, Parte I: La metamorfosis del capital y sus circuitos. Capítulo I: El circuito del capital-dinero.

<sup>12</sup> “Interés, como distinto de la ganancia, [...]transforma la propiedad del dinero (de una suma de valores, mercancías, cualquiera sea la forma) en sí misma, en la propiedad del capital, y consecuentemente las mercancías o el dinero como tal en valores auto-expandibles”, Marx K. , Theories of Surplus Value, Marx (1861-3) Marx, K. Theories of Surplus Value, 1861-3 “Addenda. Revenues and its Sources. Vulgar Political Economy”. <https://www.marxists.org/archive/marx/works/1863/theories-surplus-value/add3.htm>

transformaron en grupos compuestos de filiales, algunas de ellas también empresas por acciones, y la dirección de ellas se encuentra en la empresa tenedora (*holding*). Esta evolución, conjuntamente con las bolsas de valores, ha dado un fuerte impulso a la creación del capital ficticio. Este se ha multiplicado al interior de los grandes grupos por la interacción dinámica (*feedback*) entre las fuentes del financiamiento recibido (acciones/obligaciones/crédito bancario) que aparecen en el pasivo del balance y los activos representativos del empleo de estos recursos. Ahora, una parte muy importante de estos activos, por los que el dinero se invirtió a cambio de acciones, no consiste en “capital real” –capital fijo como infraestructura de transporte, equipos de producción, etc.- sino que se compone de elementos intangibles. En 2015, los activos intangibles representaron 85% de la capitalización bursátil (a valor de mercado) de las 500 grandes empresas de S&P contra el 17% en 1975 y 68% en 1995 (Ocean Tomo, 2015).<sup>13</sup> Así, el valor de los activos intangibles es en sí mismo impreciso y frágil puesto que son simplemente obtenidos “por la resta del valor en libros del capital tangible de la capitalización de mercado de una empresa dada o de un índice”<sup>14</sup>. Dicho de otra manera, un proceso circular se lleva a cabo durante una adquisición: cuanto mayor sea el precio de las acciones de la empresa objetivo, se eleva más el valor de los activos intangibles. El hecho de que el “goodwill”, medido por la diferencia entre el valor bursátil (valor de mercado) y el valor contable (valor en libros), sea una parte importante de los activos intangibles y se compone de activos no identificados -es decir que

---

<sup>13</sup> En Francia, los activos intangibles representaron casi el 70% de los activos de las grandes sociedades del CAC 40 (donde el 40% es el goodwill y el 26% otros activos no identificados (Ricol Lasteyrie Corporate Finance, 2015).

<sup>14</sup> Ocean Tomo, <http://www.oceantomo.com/2011-intangible-market-value/>

no se pueden vender por separado de la empresa y su valor no es verificable- no disminuye el entusiasmo de los inversores.

La evaluación del valor de las empresas adquiridas por los inversores financieros que pagan para adquirir las acciones tiene entonces todas las características del comportamiento autoreferencial analizado por los keynesianos (Orléan, 1999), el desarrollo de la metáfora del “concurso de belleza” evocado por Keynes (1936).<sup>15</sup> Sería del todo erróneo comparar el comportamiento autoreferencial a un simple juego interno en la esfera financiera y que se sitúa fuera del ‘mundo real’. Ya que la evaluación de los activos de la empresa objetivo que va a dar lugar a un ‘goodwill’ está hecho por la ‘comunidad financiera’ definida como un grupo social compuesto de analistas bursátiles, de consejeros (auditores), de juristas que están en contacto permanente con los dirigentes de las empresas. No es solamente el capital-acciones (en el pasivo del balance) lo que constituye el capital ficticio, sino los activos ‘no identificados’ en los que este capital está invertido, el cual es él mismo ‘evanescente’ (Serfati, 2013).

El ‘goodwill’, en esa medida, es creado en las operaciones de adquisiciones, los grandes grupos están implicados en los incesantes procesos de fusiones-adquisiciones (F-A). En agosto de 2015 Wall Street registró un record de 2.5 billones de dólares de ‘goodwill’ para las empresas de S&P (Lachapelle, 2015). Este remolino de ‘destrucción creativa’ (sarcasmo de creativa destrucción) está en general motivado por el aumento del poder de mercado gracias a la compra de partes de la competencia en el

---

<sup>15</sup> Por ejemplo, Keynes señala: “No es el caso escoger aquellos que, para el mayor juicio, son realmente los más bonitos, tampoco incluso aquellos que la opinion promedio genuinamente piensa que son los más bonitos. Hemos llegado al tercer grado en el que dedicamos nuestra inteligencia para anticipar lo que la opinión media espera que sea la opinión promedio. Y hay algunos, creo, que practican la cuarta, quinta y más altos grados” (Capítulo 12).

mercado y produce valor para los accionistas, pero a pesar de la metáfora schumpeteriana, ésta va en contra de las capacidades innovadoras de las empresas.<sup>16</sup> Se debe en efecto recordar que las F-A representan un cambio en la propiedad del capital y no significan de manera alguna un aumento de las capacidades de producción de las empresas que se fusionan. Ello provoca generalmente el cierre de espacios y las supresión de empleos, igualmente en las industrias de alta tecnología, significan reducción de presupuestos y de personal en I&D.<sup>17</sup>

La evaluación de los activos intangibles y de su ‘goodwill’ es una construcción conjunta que asocia a los mercados financieros con las estrategias puestas en práctica por los dirigentes de los grupos industriales. Las decisiones de sus dirigentes en materia de concepción, producción y distribución de los grupos industriales son directamente seguidas, analizadas y evaluadas por la comunidad financiera. La lógica financiera opera por delante en el centro de la estrategia de los grupos industriales. Una de las consecuencias es la dictadura del ‘capitalismo trimestral’ fundado sobre la publicación de los resultados trimestrales y simboliza el ‘corto-placismo’ de los accionistas y los dirigentes de los grupos (Haldane and Davies, 2011, Kay 2012, OCDE 2015).

## **Los grandes grupos: ¿acumulación de efectivo o de capital ficticio?**

### **El debate**

---

<sup>16</sup> Según los especialistas en administración, entre el 70 y el 80% de las F-A, se volverán un fracaso (Christensen et al., 2011).

<sup>17</sup> Puede verse el caso de la ‘industria farmacéutica’, “La crítica ha señalado que la I&D ha sido la víctima del gran negocio de las Fusiones y Adquisiciones, debido a que las empresas combinadas tienden a recortar presupuestos y personal”, (Wharton University of Pennsylvania, 2014).

Desde los años ochenta, el crecimiento del volumen de liquidez (*cash flows*) de las empresas no financieras (ENF) de los países desarrollados es considerable (IMF, 2006, capítulo 4) y se acelera notablemente desde la crisis de 2007-2008 (Gruber, 2015).<sup>18</sup> Las ENF son desde entonces acreedoras netas del resto de la economía, una situación totalmente atípica en la historia del capitalismo. Los estudios publicados por analistas financieros muestran que la acumulación de liquidez es una realidad especialmente para los grandes grupos industriales mundiales. Al finalizar 2014, las Empresas Transnacionales (ET) tenían alrededor de 4.4 billones de dólares (bdd) en efectivo, de los que cerca de 1.3 bdd están en los 100 más grandes grupos mundiales (UNCTAD, 2015,19).

Este comportamiento de los grandes grupos alimenta un debate que abre la puerta principalmente sobre las causas de esta acumulación masiva de liquidez. Ciertos análisis consideran que la acumulación en la tesorería constituye una suerte de “tesoro de guerra” que los dirigentes de las empresas utilizan para realizar las adquisiciones cuando se presentan las oportunidades, o bien para organizar una recompra de acciones (*buybacks*) que les permiten así aumentar los ingresos distribuidos por acción y satisfacer a los accionistas. Esta es una razón por la que los ‘mercados financieros’ aprecian a las empresas que tienen una tesorería fuerte (*cash*), al menos hasta que... cambien de opinión, como Facebook lo ha experimentado (Bershidsky, 2015).

Otras interpretaciones relacionan la fuerte acumulación de efectivo con la debilidad de la inversión productiva. El antiguo gobernador del Banco de Canadá y actual gobernador del Banco de Inglaterra. Mark Carney califica de ‘dinero muerto’ (dinero estéril), la masa de liquidez en manos de las grandes empresas canadienses

---

<sup>18</sup> Esta acumulación por las CT está medida a nivel macro-económico por la diferencia entre el ahorro (ganancias no distribuidas iguales a las ganancias después de impuestos menos los dividendos distribuidos) y la formación de capital fijo.

(Carmichael et.al., 2012). Estos fondos son conservados por las direcciones de los grupos, en lugar de ser invertidos en la producción. Esta hipótesis encuentra una confirmación dentro de un estudio que distingue a las grandes empresas según su nivel de retención de efectivo (*cash holdings*). Las grandes empresas que mantienen mucho efectivo (*large cash holding companies*) son aquellas que han efectivamente frenado sus gastos de inversión productiva (*capital expenditures*), mientras que aquellas que mantienen poco efectivo lo han aumentado masivamente (Deloitte, 2014, 90). Otros estudios niegan que “tal excedente de liquidez (*over-hang*) se acompañe de una pobreza de inversión productiva” (IMF, 2011, 47). Sin embargo, se concluye con optimismo que los modelos econométricos muestran que el mantenimiento de tal monto de “activos líquidos es un buen presagio para la inversión” (IMF, 2001, 47).

El alto nivel de ganancias realizadas por los grandes grupos industriales contrasta entonces en numerosos casos con el nivel de sus inversiones industriales, y la divergencia se traduce en este aumento del efectivo. El vínculo se establecería entonces, entre la abundancia de efectivo y la debilidad de la inversión productiva, reflejando la debilidad de las ‘oportunidades de inversión’ (Gruber, et.al., 2015). Esta situación estaría provocada por el insuficiente nivel de demanda que no estimula la inversión; esta es la perspectiva keynesiana, o más estructuralmente, por el regreso del estancamiento secular (Teulings y Baldwin eds, 2015).

Ciertamente, existe una relación entre la acumulación de efectivo y el débil nivel de inversión productiva, e incluso su declive en los grandes grupos industriales mundiales (Standard&Poors Rating Services, 2015). Sin embargo, no es simplemente la desgracia de una que arrastra a la otra. Un elemento aún más importante debe ser tomado en cuenta: el fuerte crecimiento de endeudamiento de

las empresas, que comprende incluso a aquellas que rebozan de efectivo. Este es el hallazgo constante en los análisis: las ganancias de los grupos aumentan, pero su endeudamiento también. Desde 2008, el volumen de deuda corporativa de las empresas no financieras (ENF) se ha incrementado considerablemente, y al mismo tiempo se ha triplicado para el caso de las ENF de los países emergentes, llegando a los 2.6 bdd en 2015 (IIF, 2015). Excluyendo a China, las ENF brasileñas y mexicanas representan respectivamente el 21% y el 10% del total del endeudamiento de las ENF de los países emergentes (*Outstanding non-financial corporate debt*) (Sobrun and Turner, 2015).<sup>19</sup> Conviene explicar esta situación extraña: por un lado, una inmensa acumulación de efectivo, y del otro un endeudamiento masivo.

### **Detrás del efectivo, el capital ficticio**

El debate sobre las causas de la acumulación de efectivo (liquidez) es evidentemente importante, sin embargo lo que significa el término (la palabra) de dinero en efectivo está poco explorado. Por lo que se necesita una clarificación teórica, ya que ella es contra-intuitiva. La ambigüedad de la definición de dinero en efectivo no existe cuando se hace referencia a los hogares: el efectivo en este caso está identificado con la tenencia de dinero como medio de pago inmediato. Aunque, la situación es muy diferente en el caso de las empresas, puesto que flujo de caja ‘*cashflow*’ contablemente incluye no solamente la moneda-medio de pago, sino también los activos financieros de corto plazo considerados como equivalente a efectivo (*near-cash items and marketable securities and other short-term investments*). La condición por la que un activo financiero se reconoce como cuasi-efectivo por la contabilidad de

---

<sup>19</sup> Una razón podría ser que los grupos industriales de los países emergentes se comprometen en operaciones de *carry trade* (consistente en tomar préstamos en sus países a tasas de interés menores y en monedas duras con el fin de re-prestar esas sumas en los mercados en donde las tasas de interés son más elevadas) (Bruno and Shin, 2015).

la empresa y los análisis financieros es su capacidad de transformación rápida y el pequeño costo de dicho cambio. Los títulos registrados como ‘equivalentes a efectivo’ (*near-cash items*) son a menudo bonos del tesoro de corto plazo y papel comercial de una duración inferior a 90 días, puesto que se consideran altamente líquidos, es decir transformables fácilmente y a bajo costo en medio de pago. Estos activos son generalmente adquiridos por los inversionistas a través de los fondos del mercado de dinero *money market funds*, cuya cartera está igualmente compuesta de activos de corto plazo y juzgados de alta calidad por las agencias calificadoras.

Así, la ‘buena’ liquidez de un activo procede del criterio esencial de su calificación, en tanto que conforma el efectivo en la contabilidad de las empresas. Y esto a pesar de la advertencia hecha por Keynes del ‘fetichismo del dinero’ que considera como virtuoso el hecho de mantener activos líquidos, olvidando que “no existe tal cosa de liquidez de la inversión para la comunidad como un todo” (1936, capítulo 12). Aquellos que no han leído a Keynes, o que retroceden frente a los pronósticos y recomendaciones de este capítulo con que concluye la *Teoría General* deberían al menos pensar sobre la ‘evaporación de la liquidez’ en los mercados financieros a partir de julio-agosto de 2007.<sup>20</sup> Esta ‘evaporación’ de la liquidez comenzó precisamente cuando los programas de activos respaldados en papel comercial (ABCP) que habían sido creados por los bancos, encontraron dificultades para ser prorrogados (*roll-over*). Por lo tanto, ese papel comercial fue apreciado por los inversionistas financieros, ya que es emitido a menos de un año de vencimiento y, en 2008, (antes de la explosión

---

<sup>20</sup> Ver por ejemplo, C. Borio, « Como todas las crisis precedentes, ésta ha estado martillando el mensaje de que la evaporación de la liquidez juega un factor clave en la dinámica del problema financiero. » (2009, p.1)

de la crisis) estaban ellos mismos en promedio a menos de 30 días de vencimiento (Anderson et Gascon, 2009,590).<sup>21</sup> Los inversionistas financieros consideraron entonces que ellos podrían “liquidar sus posiciones, tan a menudo como cada día, sin impacto en el precio” (Corvitz et al., 2009, p.7).

Más aún, la imprecisa definición de “equivalente a efectivo”, reforzada por la ausencia de obligaciones reglamentarias sobre las empresas a declarar la composición precisa de los activos financieros presentes dentro de ese renglón del balance llamado ‘equivalente a efectivo’, condujo a las tesorerías de los grandes grupos a invertir en activos que van mucho más allá de la ‘equivalencia’ entre activos financieros y dinero en tanto que medio de pago (efectivo en sentido estricto) que las admitidas por las convenciones contables. Un estudio detallado de las 500 ENF del índice de S&P 500, para el periodo 2009 y 2012 indica que la posesión de activos financieros es en realidad superior al 24% oficialmente registrado bajo la denominación de ‘tenencia de efectivo’ (*cash holdings*). Los numerosos activos financieros adquiridos por las empresas están, en efecto, en las antípodas del ‘equivalente a efectivo’ puesto que son muy riesgosos e ilíquidos (Duchin, Gilbert, Harford, and Hrdlicka, 2015). Otro estudio confirma igualmente que no existe diferencia entre los ‘equivalentes al efectivo’ y las inversiones de corto plazo (de una duración de tres a 12 meses) puesto que estos están tradicionalmente presentes en el balance bajo el renglón de ‘activos financieros de corto plazo’ (*short-term assets*) lo que es distintivo de aquellos que son efectivo. Por lo que es claro que el vencimiento de las inversiones de corto plazo (*short-term*

---

<sup>21</sup> El 9 de agosto de 2007, Paribas suspendió los reembolsos de tres de sus fondos, diciendo que “la completa evaporación de la liquidez del mercado” había hecho que “no fuera posible tener el valor justo (*value fairly*) de los activos subyacentes a las ABS estadounidenses”, BNP Paribas Press release, 9 August 2007, <http://www.bnpparibas.com/en/news/press-release/bnp-paribas-investment-partners-temporally-suspends-calculation-net-asset-value-fo>

*securities*), que es superior a tres meses, disminuye por definición su liquidez y aumenta su riesgo de interés (si la tasa de interés aumenta, el precio de los títulos disminuye).

El tema de la liquidez sigue siendo en la literatura un concepto multiforme, y por lo tanto una fuente de imprecisiones, lo que facilita posiblemente el ‘fetichismo’ que ella suscita. Por ejemplo, dentro del artículo de R. Lucas, se define la liquidez como “dinero en efectivo a corto plazo, con un plazo predecible y sin costos laborales indebidos” (2014, 201), pero él igualmente hace el concepto como sinónimo de dinero: “La cantidad de liquidez en el sistema –oferta monetaria, si así se quiere” (2000). La crisis financiera abierta a finales de 2007 ha puesto en evidencia las debilidades del concepto de liquidez que había sido ‘subdividido’ en liquidez del banco central, liquidez del mercado y liquidez para el financiamiento (Drehmann and Nikolaïou, 2009), sin contar la liquidez mundial (*global liquidity*) que se ha vuelto popular en el debate de las políticas públicas, pero para la que no existe más una deficiencia consensuada (Shin, 2013).

Keynes, a quien se debe prácticamente la definición de la liquidez en el Tratado del Dinero (1930),<sup>22</sup> considera igualmente que la diferencia entre dinero y activos financieros recae sobre su grado de liquidez: “podemos tratar como dinero cualquier dominio sobre el poder general de compra del que el propietario no se desprende por un período mayor a tres meses (...) Es conveniente con frecuencia en la práctica incluir en el dinero los depósitos a plazo con los bancos y, ocasionalmente, incluso instrumentos como (v.g.) bonos del tesoro” (Keynes, 1936, p.167). Ahora bien, este continuo entre dinero y activos financieros, que se distinguen

---

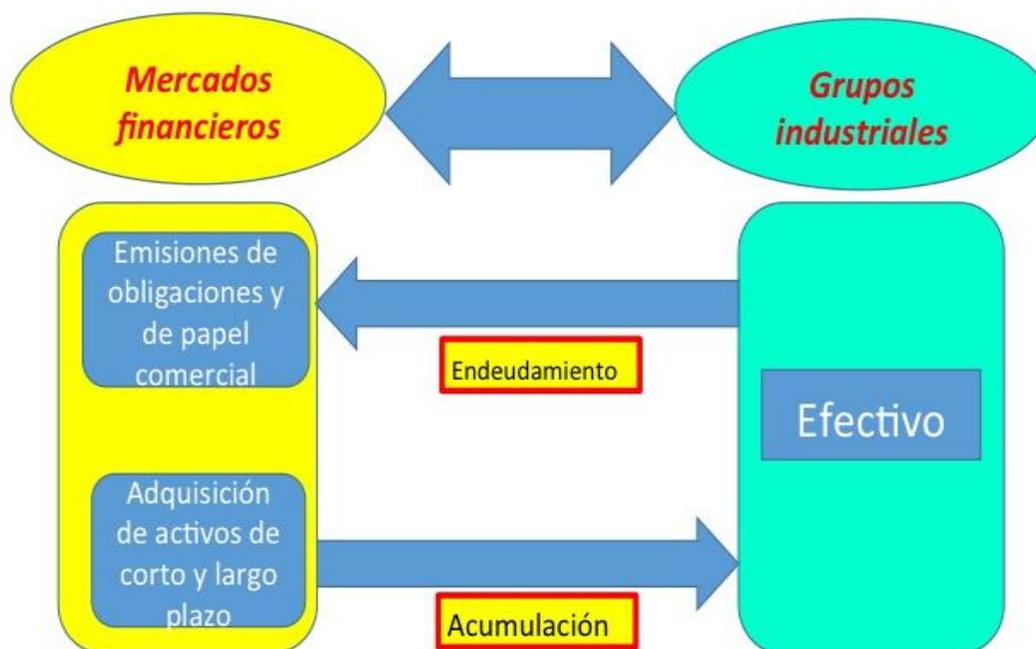
<sup>22</sup> Un activo es más líquido que otros, si es “más fácilmente realizable en corto plazo y sin costo” (vol II, página 67)

simplemente por su grado de liquidez (y por ello por la preferencia por la liquidez que cambia con el tiempo) descuida el hecho de que todos “Los activos contenidos en el ‘subconjunto líquido’ no tienen los mismos atributos” y en particular ignora el hecho de que “no todos los activos líquidos funcionan como patrón de valor y medio de pago” (Sardoni, 2015).

En realidad, contrariamente a lo que Keynes escribió, la diferencia entre dinero y activos financieros es una diferencia de naturaleza y no solamente una diferencia de horizonte temporal. El dinero representa en el capitalismo todas las otras mercancías intercambiadas, él constituye, según la expresión de Marx, su ‘equivalente general’ (equivalente universal) (Marx, 1867, capítulo X). Ello es lo que le permite funcionar a la vez como medida de valor, patrón de precios (*standard of prices*), medio de circulación (*medium of exchange*) y reserva de valor (*hoarding*). Sin embargo, el dinero en su función de moneda, no puede ser confundida con los activos financieros, es decir el capital-dinero portador de rentas (capital-dinero a interés). Ahora bien, la transformación del dinero en capital-dinero, es decir en dinero generador de dinero, es el objetivo permanente del capitalismo. Se ha visto que esta transformación es una fuente fecunda de creación de capital ficticio.

Los grupos industriales participan en esta creación de capital ficticio. La inmensa acumulación de efectivo que ellos realizan no constituye una tenencia por motivos de precaución (pagos a sus proveedores, etc.) puesto que éste se invierte en gran parte en activos financieros. Los grandes grupos crean un circuito de flujos financieros que conjugan la acumulación de efectivo con endeudamiento en obligaciones. (Véase figura 1)

Figura 1 : Endeudamiento y acumulación financiera: Relación entre mercados financieros y grupos industriales



Este comportamiento evoca el de los banqueros que transforman sus depósitos (depósitos en efectivo) en capital dinero de préstamo. Hilferding había ya antes señalado esta analogía entre las grandes empresas por acciones transformando el capital dinero en capital productivo, de ahí su definición de capital financiero (1910, capítulo 7) (Guillén 2013). La hipótesis de este trabajo es diferente: una parte del capital dinero centralizado por los grandes grupos sirve para adquirir los activos financieros, es decir se transforma en capital portador de rentas financieras (adquisición de acciones de otras empresas, obligaciones, recompra de sus propias acciones, etc.) Los grandes grupos disponen en adelante de una posibilidad complementaria, aquella de transformar el efectivo en capital portador de interés a la manera en que los bancos funcionan. No es infundado decir que los grandes grupos industriales son los actores dinámicos de los ‘bancos sombra’. Las

direcciones de los grupos industriales están más que nunca movilizados en la acumulación y la centralización financiera.

## **Las sedes corporativas y la centralización financiera**

### **De los grupos más centralizados...**

Cuando se observa en el funcionamiento de los grandes grupos mundiales, el término sede corporativa (*headquarter*) encubre realidades diferentes. Se puede distinguir como lugar de las oficinas de registro, espacio de creación de la empresa (sede de incorporación), espacio real donde se realizan las funciones de administración y control del grupo, en fin, el lugar donde son conducidas las principales actividades del grupo (asiento de la explotación) (véase recuadro 1)

### **Recuadro 1: El reto de las sedes corporativas (headquarters) y de su clasificación en los sistemas internacionales**

La medición de la actividad de las sedes corporativas constituye un reto para la contabilidad nacional. La dificultad es la de discernir entre los verdaderos centros de decisión y las simples filiales ('conduits') que son colocadas a fin de recoger las rentas financieras, evitar los impuestos, etc. Una distinción existe entre las clasificaciones que utiliza el sistema europeo (NACE, rev.2) y el internacional (ISIC, rev.4). En breve, "Una *holding company (HC)* es descrita como una unidad que mantiene los activos de las corporaciones subsidiarias pero que no realiza ninguna actividad administrativa. Las actividades de la oficina central (*head office (HO)*) incluyen la vigilancia y la administración de otras unidades de la empresa y la administración día a día de las operaciones relacionadas con sus unidades".<sup>23</sup> Las compañías tenedoras de

<sup>23</sup> United Nations Department Of Economic And Social Affairs Statistics Division, Classification of Holding Companies and Head Offices according to NACE Rev.2, ESA/STAT/AC.289/11 20 Abril 2015

acciones (holding companies) pertenecen al sector de las instituciones financieras (S12), mientras que las oficinas centrales pertenecen al sector de las instituciones no financieras (S11). Los estadísticos recomiendan utilizar algunos criterios (empleo efectivo, volumen de activos financieros, etc.) con el fin de poder distinguir las *holdings companies* de las oficinas centrales. En este artículo, y otros (Serfati 2013, Serfati y Sauviat, 2014), la hipótesis hecha es que las sedes corporativas (headquarters) combinan las estrategias de dirección operacional de los grupos (en tanto que HO) y las estrategias de valorización financiera dentro del ‘circuito corto’ M...M’ (como HO). Ahora bien, esas estrategias de valorización son, según las estadísticas públicas, de las actividades realizadas por las compañías tenedoras (*holdings companies*) (y las otras instituciones financieras). Aún más, ciertos criterios recomendados por las cuentas nacionales no ayudan a clarificar la situación. Así, solamente el mantenimiento del capital (50%)<sup>24</sup> y el empleo de más de tres personas<sup>25</sup> son considerados como los dos criterios que distinguen las oficinas centrales (*head offices/ operacionales*) y las empresas tenedoras de acciones (*Holdings*) (valorización financiera), aunque estos son muy frágiles (el control está a menudo asegurado con menos del 50% de los derechos de voto y tres personas es un límite máximo muy bajo).

Estas dificultades no son producto de la casualidad. La complejidad organizacional de los grandes grupos industriales mundiales ha aumentado mucho por diversas razones (estratégicas financieras, fiscales, etc.). Los grandes grupos pueden obtener

---

<sup>24</sup> "Una entidad teniendo al menos el 50% de sus activos consistentes en acciones de sus subsidiarias, puede ser considerado como un indicador práctico para la identificación de tales entidades ", (UN., 2015 p.17 )

<sup>25</sup> "In general, employment of three or more persons is a first indicator for a unit being a head office", (UN 2015. p.17)

ventajas de esta complejidad y organizar la puesta en práctica de la regulación de la competencia de los Estados. Existe incluso dentro de la Unión Europea, donde los dirigentes de las empresas pueden de este modo, confiar en la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de las comunidades europeas (TJCE) para crear sus empresas (incorporadas) en el país de su elección (por lo general el más acogedor desde el punto de vista fiscal y financiero (Gelter, 2015).

En este trabajo, la sede corporativa (Headquarter) es el lugar de control, supervisión y coordinación de las actividades del conjunto del grupo estudiado. Los grandes grupos mundiales, con sus sedes corporativas a menudo tienen sedes regionales. Así, dos tercios de los grupos Europeos presentes en Asia tienen al menos una sede en esa región (European Chamber of Commerce, 2011).

El elevado grado de la concentración de la concepción y producción de bienes y servicios alrededor de las grandes CT, a escala mundial, fue abordado en la presente Introducción. Menos conocido, pero quizá más significativo aún, es la concentración espacial de las sedes corporativas dentro del mundo. Un estudio realizado de las 8000 CT mundiales más grandes, concluye que “Solo las 20 mayores ciudades hospedan a un tercio de todas las grandes empresas –y junto con las empresas en *cluster* generan más del 40% del ingreso combinado de todas las grandes compañías” (McKinsey Global Institute, 2013,3). Dos factores importantes en la compleja operación de estos grandes grupos industriales mundiales son la aglomeración de las sedes corporativas de las CT alrededor de aquellas ‘hubs’ que dominan a voluntad los activos dentro de las grandes centros financieros mundiales, y el acceso a los recursos, junto con nuevas las tecnologías de la información.

Si bien existen diferencias significativas en el tamaño de las sedes corporativas, según la nacionalidad de las CT (Collis, Ylung, Gold, 2012), la diversidad de sus negocios (Morikawa, 2014), y entre las

CT que pertenecen a un mismo país y a la misma industria (Bloom et. Al., 2012), un hecho remarkable, es el observado después de algunos años es el aumento del poder de las direcciones de los grupos sobre las actividades de las filiales.

El número de funciones directamente centralizadas a nivel de las sedes corporativas ha aumentado mucho. Las direcciones, tomando a menudo el pretexto de la complejidad que tiene la mundialización en la gestión de los grupos en particular, está aumentado su control sobre las funciones financieras y jurídicas (a menudo ligadas a la propiedad intelectual) y refuerza así su poder de dirección. Un estudio realizado a una muestra de 300 empresas americanas muestra que en el periodo 1986-2006, el número de sus funciones ha aumentado en la mayoría de ellas. (Li, Guadalupe Wulf, J. 2012). Para el periodo 2007-2010, el exámen del comporta-miento de 761 grandes firmas conduce a los autores a concluir que tres cuartas parte de ellas han reforzado considerablemente la influencia de sus sedes corporativas.

Esta evolución centralizadora, se refiere a todas las nacionalidades de la muestra de firmas estudiadas, se centra en los ámbitos juzgados estratégicos, tales como la elaboración de objetivos financieros, niveles de inversión industrial y la estrategia de acceso al mercado (Li, Guadalupe, Wulf, J. 2012, 30). De manera más precisa, las funciones de control financiero, junto con las dedicadas al desarrollo de tecnologías de la información, son las que tienen el mayor crecimiento en los grandes grupos (Roland Berger Strategy Consultants, 2014). A su vez son las funciones financieras las que permanecen más centralizadas (Mckinsey, 2009, Kunisch et. al., 2012).

Una de las consecuencias de la centralización creciente del poder de las sedes corporativas es el aumento significativo del personal empleado. El personal en las sedes corporativas de los grandes

grupos mundiales han pasado de 0.9% a 5.6% del personal total entre 1999 y 2012, lo que ha contribuido al aumento de los costos de funcionamiento y a mayor complejidad de la administración de los grupos gerenciales.<sup>8</sup> Los costos de oficina de la sede corporativa son un cargo significativo que representa entre el 2% y el 7% de las ventas de los grandes grupos (Roland Berger Strategy Consultants, 2013). Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que se establece una excepción al principio de transparencia, que es la piedra de toque (cornerstone) en la gobernanza de la empresa, pocas empresas publican en su informe anual de actividades los datos de los costos de sus sedes corporativas, headquarters.

Al mismo tiempo, la máquina burocrática de la dirección de los grupos se está ensanchando: el número de cuadros que reportan directamente con el Director Ejecutivo (CEO) se ha duplicado desde 1986, pasando de una media de 5 a 10 durante este periodo (Nobel, 2012). Así lo precisa un estudio de los 300 grupos estadounidenses más grandes. A pesar de los discursos de los consultores en administración y la prensa popular de miles de negocios, “el achatamiento en la parte más alta es un fenómeno complejo que al final se parece más centralización” (Wulf, 2012, p.17). Si bien menos del 10% de los grandes grupos se estima que satisfacen la eficacia demandada por las sedes corporativas (headquarters), los acusan de interferencia burocrática y de mediocridad de los servicios realizados (Kunisch et. al., 2012), con lo que su dominación se refuerza.

La reducción de los niveles burocráticos (delaying) de las grandes empresas, a través de la supresión de estratos intermedios, se ha llevado a cabo en una parte de ellas, pero esta supresión se ha convertido en una ventaja para los dirigentes de los centros de decisión. En este contexto, una de las consecuencias es la pérdida de poder de los dirigentes de las líneas de productos, mientras que el aumento de sus sueldos es claramente inferior al de los

dirigentes de las sedes corporativas, y estos últimos aumentan su control sobre los primeros. Algunos estudios concluyen que una verdadera brecha se está ensanchando entre las direcciones de las divisiones que se mantienen motivadas por las lógicas industriales (innovación de los productos, etc.) y las dirección de los grupos que son hoy en día directamente adquiridas (o sometidas) a la presión de los mercados financieros (Birkinshaw, Braunerhjelm, Holm *et al.*, 2005).

### **... en particular en la administración financiera**

A partir de los años ochenta, los grandes grupos industriales están progresivamente tomando ventaja de las transformaciones radicales que han tenido lugar en la esfera financiera.

La búsqueda de valorización financiera de sus capitales les ha conducido a aumentar el grado de centralización de las actividades consideradas centrales, tales como la intervención en los mercados financieros, las operaciones de fusiones y adquisiciones, la auditoría interna, los reportes financieros, la estrategia fiscal, la gestión de los riesgos financieros, la gestión de la liquidez. Al contrario, las funciones financieras sin valorización del capital, tales como la contabilidad general, la gestión de activos fijos, o aún el control fiscal que consiste en la puesta en marcha la recolección de los impuestos decididos en el país de implantación de la filial, se descentralizaron (Lee, Zhang, 2012, Economist Intelligence Unit, 2008). Como se ha visto, la función financiera es aquella que está menos dividida al interior del grupo. Por otra parte es interesante señalar que la gran mayoría de los dirigentes de los grandes grupos mundiales son dos veces más propensos a considerar que sus empresas tendrían mejores resultados si tuvieran más autonomía, si el control se deja a las filiales locales en la gestión de la producción, pero son también más propensos a considerar que las finanzas son una actividad que debe, al

contrario, estar fuertemente centralizadas (Lee, Zhang, 2012, Economist Intelligence Unit, 2008).

Los dirigentes de los grupos han confiado a las filiales especializadas y controladas por los centros de decisión del grupo, las actividades de financiamiento, como las relativas a la facturación de las actividades, y la instalación de programas de crédito de mediano y largo plazo. Una etapa complementaria ha sido atravesada con la creación de bancos del grupo (*internal or in-house banks*) (Hollas and Sands, 2013). El movimiento de la creación de bancos de grupo se aceleró en el curso de los últimos años (Golden, 2015). Ya son numerosos los grandes grupos de países desarrollados en poseer bancos, y son los grupos más activos en la gestión de su tesorería; como el grupo Siemens, que crean bancos de grupo en varias regiones continentales para tener ellos mismos una cobertura permanente (24 horas al día) (Treasury Today, Abril 2014). La creación de bancos de grupo ahora figura como uno de los objetivos de los grandes grupos industriales de los países emergentes de Asia (Danese, 2014) y de América Latina (Barrios et Coutos, 2015). En esta región el ambiente regulatorio y la introducción de tecnologías de pagos modernas (tales como SWIFT y ERP<sup>26</sup>) constituyen palancas para el desarrollo de estos bancos.

Los bancos de los grupos retoman una gama de funciones que son más y más complejas. La organización de préstamos intra firma constituye una primera etapa dentro de las actividades de estos bancos, ellos pueden enseguida hacer la gestión de tipos de cambio y de la deuda. Se debe recordar que dentro de las grandes CT, los montos de facturación diaria ligada al intercambio dentro del grupo de bienes y servicios puede alcanzar millones de dólares y que

---

<sup>26</sup> El ERP (sistemas de planificación de recursos empresariales, por sus siglas en inglés) hace referencia a un conjunto de instrumentos y logística que permite a dirigentes de las empresas proporcionar y administrar la información (procesos y administración de la información) a partir de una base única de datos.

ellos están inscritos en miles de cuentas bancarias repartidas en centenares de bancos (Golden, 2015). Un paso complementario en la centralización financiera es el establecimiento de un sistema de tesorería entre las filiales. Básicamente, el objetivo es establecer un balance diario de créditos y débitos en todas las filiales. Estos balances están centralizados por una entidad del grupo llamada ‘*cash pool leader*’ (el banco del grupo a menudo tiene este papel). Cada filial abre una cuenta en este banco y su posición al final de del día genera intereses a pagar en caso de sobregiro (overdraft), o bien, el pago de intereses en caso de un balance positivo. Los grupos más importantes poseen igualmente centros de tesorería regional (en el sentido continental), y están conectados a la tesorería central del grupo que constituye un ‘hub’.

Las medidas más recientes puestas en marcha por los directores financieros (Chief Financial Officer, CFO) han tenido dos objetivos. Por una parte, deben convencer a las divisiones, incluyendo a aquellas filiales de producción, de internalizar los criterios financieros de gestión. Cada división esta destinada a ser una unidad generadora de ganancia. El control ejercido por las direcciones financieras sobre las otras divisiones ha crecido progresivamente, y un director financiero de división reporta más y más a la dirección financiera central más que a los responsables de su división (Economist Intelligence Unit, 2008). Por otra parte, el objetivo fijado por las direcciones financieras es el de llevar más lejos la centralización de la gestión de tesorería del grupo, y de valorizar mejor el capital dinero disponible. Las tesorerías de los grandes grupos sueñan con realizar el “*cash management nirvana* (sic): *complete control over global liquidity*” (control total sobre la liquidez global) (Runow, 2015). Este objetivo requiere de la utilización de técnicas bancarias de lo más sofisticadas por el

grupo (por ejemplo planeación de los recursos de la empresa, ERP o el SEPA<sup>27</sup> en Europa) en las modalidades de pago.

La centralización financiera al seno de los grandes grupos tiene para ellos muchas ventajas. En un primer momento, ella disminuye los costos de transacción que son cargados por los bancos para la gestión de las cuentas, enseguida minimiza los costos y riesgos ligados a la tasa de cambio. Las filiales excedentarias en una divisa les prestan a las filiales que tienen necesidades de ella. La centralización financiera también aporta otras dos ventajas. Reduce la autonomía de las filiales y ancla a las lógicas de valorización financiera a todos los niveles jerárquicos del grupo. Además permite la constitución de una poderosa fuerza que permite a los grupos industriales establecer una relación de fuerza con los bancos, pues estos continúan evidentemente teniendo necesidades para el conjunto de sus actividades que se realizan hacia el exterior. Los bancos independientes tendrán que adaptarse al creciente poder de los bancos de grupo o bien arriesgarse a desaparecer (Danese, 2014). Esta fuerza de choque que las direcciones financieras de los grupos disponen, es particularmente eficaz en las negociaciones con los bancos menos fuertes situados en los países emergentes y en desarrollo.

En suma, los grandes grupos industriales han desarrollado en el campo de la gestión financiera una experiencia que no tiene nada que envidiar a aquella que han adquirido los bancos que tienen un oficio histórico. No se trata solamente de una posición ‘defensiva’ de buena gestión financiera. Las competencias adquiridas tienen por corolario una difusión más grande al seno de los grupos de una lógica de valorización financiera de los capitales, en particular sobre los mercados financieros, lo que en adelante adquiere un

---

<sup>27</sup> La zona única de pagos del euro (SEPA, por sus siglas en inglés) es una iniciativa europea que facilita la integración de los sistemas de pagos de los 28 estados miembros (a la cual están igualmente asociados Islandia, Noruega, Liechtenstein, Suiza, Monaco y San Marino).

lugar central en las estrategias de los grupos industriales. El estudio hecho sobre los grupos franceses subrayan el papel central de las sedes corporativas (Headquarters) dentro de la acumulación financiera de los grupos ( ver Recuadro 2).

**Recuadro 2: Las sedes corporativas (*headquarters*), polo de acumulación financiera: el ejemplo de Francia**

En un artículo escrito con C. Sauviat (2014), hemos utilizado los datos de los bancos proporcionados por la Contabilidad Nacional para estimar el lugar de las sedes corporativas (S7010) (oficinas centrales) en la acumulación financiera de los grupos franceses (2015). Los datos mostrados del 2012, son los del último año disponibles. Las sedes corporativas no ejercen por definición ninguna actividad productiva (ver Recuadro 1). Lo fundamental de sus ingresos consiste en la prestación de servicios a las filiales, que en 35% proporcionan a las filiales.

El estatuto del polo financiero de las sedes corporativas de las empresas aparece claramente. Las inversiones financieras –es decir las sumas dedicadas a la adquisición de acciones, de bonos y de otros activos financieros- llegaron en 2012 a 257 mil millones de euros (mmde),<sup>28</sup> mientras que las inversiones en capital fijo no han alcanzado los 2.7 mmde, son cerca de cien veces menos. Las sedes corporativas han realizado 143 mmde de rentas financieras (dividendos e intereses percibidos) contra 88 mmdd de pagos financieros (intereses vencidos). Esos pagos corresponden al papel del prestatario a cuenta de sus filiales, puesto que las sedes corporativas se benefician de las condiciones preferenciales en los mercados financieros internacionales. Aún más, las direcciones crean filiales especializadas para conseguir fondos que sitúan en

---

28 Las inmobiliizaciones financieras de las sedes corporativas son 4,4 veces más elevadas que aquellas que mantienen el conjunto de las empresas que pertenecen a las industrias manufactureras y extractivas.

países con débil fiscalidad (los “paraísos fiscales”), lo que favorece la disminución de la base fiscal imponible. En el total, los saldos de las rentas financieras (dividendos e intereses recibidos) netas de los cargos financieros (intereses pagados) se elevan a 55 mmde, a los cuales deben agregarse 5.3 mmde que son el saldo de la cuenta de productos y de cargas excepcionales (ingresos no recurrentes). A manera de comparación, en 2012 el monto del saldo de ingresos financieros netos (definidos como se ha señalado) del sector financiero francés (bancos, aseguradoras, etc.) es cerca de tres veces menos importante (18.6 mmde).

Al final, el resultado neto contable –que sirve de base al cálculo del impuesto sobre las sociedades- se eleva a 62,714.6 mmde, una parte esencial de este resultado son fundamentalmente ganancias financieras (55 mmde). Ahora bien, a pesar de este monto considerable, las sedes corporativas de las empresas no pagan ningún impuesto sobre el beneficio; ellas están igualmente beneficiadas de un haber fiscal de 2,552.9 mmde. Esta situación atípica es el fruto de la estrategia fundada en el ‘tríptico opaco’.

## **Conclusión**

Desde el inicio de la crisis de 2007/2008, las ganancias de los grandes grupos industriales no han cesado de aumentar (Dobbs et. al., 2015). A ojos de los ‘mercados financieros’, que son adictos al ‘quantitative easing’, los grupos industriales constituyen objetos de inversión prometedores. El segmento de los ‘bonos corporativos’ es el más dinámico en los mercados financieros, las tasas alcanzadas por las empresas emisoras son muy atractivas.

Ocho años después del inicio de la crisis financiera, la fragilidad persistente del sistema bancario internacional es bien conocida. Por tanto, la implicación creciente de los grandes grupos industriales sobre los mercados financieros constituyen una amenaza menos

conocida pero no menos importante para el sistema financiero internacional. Teniendo en cuenta que los grupos industriales están directamente afianzados en las actividades de producción que emplean a centenares de millones de asalariados dentro del mundo, es conveniente igualmente prepararse a los efectos sociales destructores de la influencia de las finanzas sobre sus estrategias.

### Referencias

- Anderson Richard G. y Gascon Charles S. (2009), “The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crisis”, *Federal Reserve Bank Of St. Louis Review*, Noviembre/Diciembre
- Barrios, Martin y Couto, Luiz Carlos (2015), “In-house Banks Come of Age in Latin America” *Treasury Mangement International*, <http://www.treasury-management.com/article/4/339/2843/in-house-banks-come-of-age-in-latin-america.html>
- Bloom Nicholas, Genakos Christos, Sadun Raffaella, y Van Reenen John (2012), “The Organization Of Firms Across Countries”, *Quarterly Journal Of Economics*, Septiembre.
- Bruno, Valentina y Shin, Hyun Song (2014), Cross-Border Banking and Global Liquidity (Septiembre 2014). BIS Working Paper No. 458. Disponible SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2495003>
- Bershidsky Leonid (2015), “Save Companies From Drowning in Cash”, *Bloomberg*, view, 30 Enero, <http://www.bloombergtv.com/articles/2015-01-30/u-s-companies-have-too-much-cash-not-enough-taxes>.
- Birkinshaw Julian, Braunerhjelm Pontus, Holm Ulf, Terjesen Siri (2005), “Why Do Some Multinational Corporations Relocate Their Headquarters Overseas?”, *Strategic Management Journal Strat. Mgmt. J.*, **27**: 681–700 (2006)
- Borio Claudio (2009), “Ten propositions about liquidity crises”, *Bis Working Papers*, n°293, Noviembre.
- Carmichael K., Blackwell R., Keenan G. (2012), “Free up “dead money,” Carney exhorts corporate Canada”, *The Globe and Mail Published Wednesday*, Agosto 22.
- Christensen Clayton M., Alton Richard, Rising Curtis, Waldeck Andrew (2011) “The Big Idea: The New M&A Playbook”, *Harvard*

- Business Review*, <https://hbr.org/2011/03/the-big-idea-the-new-ma-playbook>
- Chandler A.D. (1992), “The Functions of the HQ Unit in the Multibusiness Firm”, *Strategic Management Journal*, n° 12, Invierno, p. 31-50.
  - Citizens for Tax Justice (2015), The Use of Offshore Tax Havens by Fortune 500 Companies, [http://ctj.org/ctjreports/2015/10/offshore\\_shell\\_games\\_2015.php#executive](http://ctj.org/ctjreports/2015/10/offshore_shell_games_2015.php#executive)
  - Collis, D., Young, D., & Goold, M. (2007) The Size, Structure, and Performance of Corporate Headquarters. Strategic
  - Covitz Daniel, Liang Nellie, y Gustavo Suarez (2009), “The Evolution of a Financial Crisis: Panic in the Asset-Backed Commercial Paper Market”, *Federal Reserve Board, Washington, D.C.*, Agosto 18.
  - Danese Paulo (2014) "Asian companies attracted to in-house banking options”, *Global Asia Money*, 19 marzo, [www.globalcapital.com/article/kkd1x2ypb65q/in-house-banks-the-future-of-treasury-in-asia](http://www.globalcapital.com/article/kkd1x2ypb65q/in-house-banks-the-future-of-treasury-in-asia)
  - Dobbs Richard, Koller Tim, Ramaswamy Sree, Woetzel Jonathan, Manyika, Krishnan James Rohit, y Andreula\_Nicolo, “The new global competition for corporate profits”, *McKinsey Global Institute*, Septiembre.
  - Drehmann Mathias, Nikolaou Kleopatra (2009), Funding Liquidity Risk, Definition and Measurement, *European Central Bank*, Working Paper Series, no 1024, Marzo.
  - Duchin, Ran y Gilbert, Thomas Harford, Jarrad Hrdlicka, Christopher M., Precautionary Savings with Risky Assets: When Cash Is Not Cash (Junio 23, 2015). Disponible SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2348415>
  - Dugger W.M. (1992), *Underground Economics: A Decade of Institutionalist Dissent*, Armonk, N.Y., M.E. Sharpe.
  - Economist Intelligence Unit (2008), “The empowered CFO: The emerging role of the finance office in large corporations”
  - European Chamber of Commerce (2011), “European Business in China Asia-Pacific Headquarters Study”, [https://www.rolandberger.com/.../Roland\\_Berger](https://www.rolandberger.com/.../Roland_Berger)

- European Commission Brussels, (2015), “Income Taxation in the European Union”, *Commission Staff Working Document Corporate*, SWD (2015) 121.
- Foss N. I. (1997), “On the Rationales of Corporate Headquarters”, *Industrial and Corporate Change*, Vol.6,nº2.
- FSB (Financial Stability Board (2014), Global Shadow Banking Monitoring Report 2014, 30 October.
- Gelter, Martin (2015), “Centros, the Freedom of Establishment for Companies, and the Court’s Accidental Vision for Corporate Law”, *ECGI Working Paper Series in Law*, Working Paper N°. 287/2015, Febrero.
- Gertner, Robert H., Scharfstein David S. and Jeremy C. Stein (1994), “Internal Versus External Capital Markets”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 4, Nov., pp. 1211-1230.
- Golden, Paul (2015), “Rise of in-house banks”, *Euromoney*, <http://www.euromoney.com/Article/3469841/Rise-of-in-house-banks.html?copyrightInfo=true>
- Gruber, Joseph W., y Steven B. Kamin (2015), “The Corporate Saving Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis”, *International Finance Discussion Papers*, 1150.
- Guillén, Arturo (2013), Contributions of Rudolf Hilferding to an understanding of the current global economic crisis. *Economie Appliquée*, LXVI, 2. Paris.
- Haldane, A. G. y Davies, R. (2011), “The short long”, speech to 29th Société Universitaire Européene de Recherches Financières Colloquium: New Paradigms in Money and Finance?, May. Disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech495.pdf>
- Hollas John C. y Hands Gordon (2013), “Transfer Pricing and Intra-group Cash Pooling”, 17 Septiembre, <http://www.tpa-global.com/news/2013/09/17/tp-and-intra-group-cashpooling>
- IIF (Institute of International Finance) (2015), “Corporate Debt in Emerging Markets Where are the risks?” *CMM RESEARCH NOTE*, Junio.

- IMF (International Monetary Fund), 2011, “United States”, *Country Report*, n° 11/202, Washington, D.C., Julio 7.
- IMF (2006), *World Economic Outlook*, Washington D.C., Abril.
- Jensen Michael C. y Meckling William H. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Octubre, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Keynes, J.M. (1930), *A Treatise on Money*, vols 1 and 2, CWK, V and VI, en Keynes, J.M. (1972-89), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, 30 vols, D.E. Moggridge (ed.), London: Macmillan and Cambridge: Cambridge University Press for The Royal Economic Society.
- Keynes, John Maynard (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan
- Krause Reinhardt (2015), "Apple, King Of Cash, Also King Of Debt From Buybacks", <http://news.investors.com/technology/050715-751477-apple-is-cash-king-and-also-debt-king.htm>
- [Kunisch](#) Sven, [Müller-Stewens](#) Günter, [Campbell](#) Andrew (2014), “Why Corporate Functions Stumble”, *Harvard Business Review*, December
- Kunisch Sven, Schimmer Markus, Müller-Stewens Günter (2011) , A new look for the head office: corporate headquarters redesigns during times of crisis, *Performance*, Volume 4, Issue 4
- Kunisch, S., Müller-Stewens, G., & Collis, D. J. (2012). *Housekeeping at Corporate Headquarters: International Trends in Optimizing the Size and Scope of Corporate Headquarters*, *Survey Report*. St. Gallen/Boston: University of St. Gallen/Harvard Business
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Andrei (1999), “Corporate Ownership around the World”, *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, Abril pp. 471-517
- Lachapelle, Tara (2015), “Merger Bubble May Burst as Record Goodwill Piles Up: Real M&A”, Agosto 25, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-25/merger-bubble-may-burst-as-record-goodwill-piles-up-real-m-a>
- Lee Andrew, Zhang Tracey (2012), “Building the CFO Function: Roles and Responsibilities”, *Singapore Management University*, 11-2012

- Li H., Guadalupe M., y Wulf J. (2012), “Who Lives in the C-Suite? Organizational Structure and the Division of Labor in Top Management”, *Working Paper*, n° 12-059, Harvard Business School.
- Lucas, Robert E. Jr.(2014), “Liquidity: Meaning, Measurement, Management”, Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, Third Quarter 2014, 96(3).
- Marx, Karl (1867), *Le Capital. A Critique of Political Economy*, <https://www.marxists.org/archive/marx/works/1867-c1/ch25.htm>
- Marx, Karl (1856), The French Crédit Mobilier, *New-York Daily Tribune*, No. 4737, Junio 24, <http://marxengels.public-archive.net/en/ME0978en.html>
- Marx, Karl (1861-1863), *Theories of Surplus Value*, “Addenda. Revenue and its Sources. Vulgar Political Economy”, <https://www.marxists.org/archive/marx/works/1863/theories-surplus-value/add3.htm>
- Marx, Karl (1894), *Le Capital. A critique of political economy*. “The Process of Capitalist Production as a Whole”, <https://www.marxists.org/archive/marx/works/1894-c3/index.htm>
- McKinsey Global Institute (2013), “Urban world: The shifting global business landscape”, Octubre.
- Monga V., (2015), The New Bond Market: Big Buyers of Corporate Debt Are Other Corporations. More than half of corporate cash is invested in investment-grade corporate bonds, Septiembre 24, <http://www.wsj.com/articles/big-buyers-of-corporate-bonds-othercorporations-1443141978>
- Moody's, (2015), “US non-financial corporates' cash pile grows to \$1.73 trillion, led by technology”, 7 Mayo.
- Morikawa Masayuki (2014), “Are Large Headquarters Unproductive? Evidence from a panel of Japanese companies”, RIETI Discussion Paper Series 14-E-036, Julio <http://www.rieti.go.jp/en/publications/summary/14070002.html>
- Nobel Carmen (2012), “Crowded at the Top: The Rise of the Functional Manager”, *Wharton Business School*, 12 Marzo.
- Ocean Tomo (2015), “Ocean Tomo Releases 2015 Annual Study of Intangible Asset Market Value”, 3 Mayo.

- <http://www.oceantomo.com/blog/2015/03-05-ocean-tomo-2015-intangible-asset-market-value/>
- OECD Business and Finance Outlook 2015, Paris.
  - Orléan, A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob
  - Palma, José Gabriel (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”, (*Cambridge Working Paper in Economics* 1539, Disponible en: <http://www.econ.cam.ac.uk/research/repec/cam/pdf/cwpe1539.pdf>)
  - Primpljeno: listopad 2011, [hrcak.srce.hr/file/137073](http://hrcak.srce.hr/file/137073)
  - *Professor Siniza PetroviE, Ph. D. \* □UDK 347.72.02:341.92*
  - Ricol Lasteyrie Corporate Finance (2015) , “Profil Financier du CAC 40”, 23 junio, <http://www.ricol-lasteyrie.fr/etudes-et-analyses/ricol-lasteyrie-corporate-finance-publie-pour-la-neuviere-annee-consecutive-le-profil-financier-du-cac-40-realise-a-partir-de-lanalyse-des-etats-financiers-2014-publies-au-printemps-2015/>.
  - Roland Berger Strategy Consultants (2013), “Corporate Headquarters. Developing value adding capabilities to overcome the parenting advantage paradox”, Munich, Abril.
  - Roland Berger Strategy Consultants (2014), “From Headquarters To Ahead -Quarters. How corporate functions can add more value”, Diciembre.
  - [Runow, Martin \(2015\), “In Pursuit of the Ideal Single-Account Structure: POBO and COBO Can Take You There”, Treasury & Risk, Marzo.](#)
  - Sardoni, Claudio (2015),” The functions of money and the demand for liquidity”, *Working Papers Series Dipartimento Di Scienze Sociali Ed Economiche*, n. 3.
  - Shin Hyun Song (2013), “The Second Phase of Global Liquidity and Its Impact on Emerging Economies”, Princeton University, Noviembre 7.
  - Sauviat C. y Serfati Claude (2014), "Emprise financière et internationalisation des groupes français: un premier état des lieux", *Revue de l'IREs*, n°82, 2014/3.

- Serfati, C. (1998) « O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia ». En: CHESNAIS, F. (Coord.). *A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã.
- Serfati, C. (2009), “Dimensiones financieras de la empresa transnacional: Cadena global de valor e innovación tecnológica”, *Ola Financiera*, 4. Disponible en:  
[http://www.olafinanciera.unam.mx/new\\_web/04/index.html](http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/04/index.html)
- Serfati Claude (2013), “La lógica financiero-rentista de las empresas transnacionales”, *Mundo siglo XXI*, vol.8, N°29.
- Shin Hyun Song (2013), “The Second Phase of Global Liquidity and Its Impact on Emerging Economies”, Princeton University, Noviembre 7.
- Standard & Poors Rating Services, *Global Corporate Capex Survey 2015*, Julio 30.
- Teulings C. and Baldwin R., eds (2014), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, VoxEu.org, Agosto
- The Economist Intelligence Unit (2006), *Global dreams, local realities. The challenge of managing multinationals*, Octubre
- The Kay Review Of UK Equity Markets And Long-Term Decision Making Final Report, Julio (2012). Disponible en:  
[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf)
- Treasurytoday (2014), “In-house banks”, Abril. Disponible en:  
[https://finance.siemens.com/financialservices/global/en/press/sfs-in-the-press/documents/2014\\_04\\_treasurytoday\\_interview-hans-peter-rupprecht.pdf](https://finance.siemens.com/financialservices/global/en/press/sfs-in-the-press/documents/2014_04_treasurytoday_interview-hans-peter-rupprecht.pdf)
- UNCTAD (1991) ,*World Investment Report. The Triad In Foreign Direct Investment*, New York and Geneva.
- UNCTAD (1992), *World Investment Report. Transnational corporations as engines of growth*, New York and Geneva.
- UNCTAD (2015), *World Investment Report. Reforming International Investment Governance*, New York and Geneva.
- UNCTAD (2013), “World Investment Report 2013: Global Value Chains: Investment and Trade for Development”, Geneva.

- Veblen, Thorstein (1904), *The theory of business enterprise*, New York, Charles Scribner's Sons, 1904.
- Veblen, Thorstein, *The Theory of Business Enterprise*. A Mentor Book. New York: The New American Library of World Literature, Inc., 1958.
- Vicard V. (2014), “Transfer Pricing of Multinational Companies, Aggregate Trade and Investment Income”, Octubre en: <http://vicard.univ.free.fr/research.htm>.
- Wharton University of Pennsylvania (2014), ‘Trying to recapture the magic’: the strategy behind the pharma M&A rush’, Wharton University of Pennsylvania, 28 Mayo 2014, <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/trying-recapture-magic-strategy-behind-pharma-ma-rush/>
- Williamson, Oliver E. (1980), “Corporate Finance and Corporate Governance’, *The Journal of Finance*, vol.43, n°3, Julio
- Williamson Oliver E. (1981), “The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes”, *Journal of Economic Literature*, Diciembre.
- Williamson, Oliver E. (2007), “An Interview with Oliver Williamson”, *Journal of Institutional Economics*, vol. 3, n° 3, p. 373-386.
- Williamson Oliver E. (1975), *Markets and Hierarchies, Analysis and Antitrust Implications*, New York, Free Press.
- Williamson, Oliver E., "Corporate Governance" (1984), *Faculty Scholarship Series*. Paper 4392, disponible en: [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/4392](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/4392)
- Williston Samuel, (1888), “History of the Law of Business Corporations before 1800”, I, *Harvard Law Review*, Vol. 2, No. 3 (Oct. 15, 1888), pp. 105-124.
- Wulf, Julie (2012), “The Flattened Firm -Not as Advertised”, *Working Paper* 12-087, Harvard Business School.
- Zucman, Gabriel (2014), “Taxing across Borders: Tracking Personal Wealth and Corporate Profits”, *Journal of Economic Perspectives*, Volumen 28, Number 4—Otoño.

Recibido abril 5, 2016

Aceptado abril 30, 2016