

INFORME CSI

CSI Confederación Sindical Internacional
Junio de 2007



Cuando la casa siempre gana:

Capital privado, fondos especulativos y el nuevo capitalismo casino

La Confederación Sindical Internacional (CSI) es la principal organización sindical internacional, que representa los intereses de los trabajadores y trabajadoras del mundo. Cuenta con 304 organizaciones afiliadas en 153 países y territorios, sumando una membresía total de 168 millones de trabajadores de los que el 40% son mujeres. La CSI fue fundada en el Congreso que se llevó a cabo en Viena, Austria, del 1 al 3 de noviembre de 2006. Ver

La CIOSL es una confederación de centrales sindicales nacionales, cada una de las cuales agrupa los sindicatos en su país. La afiliación está abierta a las organizaciones sindicales, independientes de toda influencia y con una estructura democrática.

Entre sus principales ámbitos de actividad se cuentan: derechos humanos y sindicales, economía, sociedad y lugares de trabajo, igualdad y lucha contra la discriminación, solidaridad internacional.

La CSI defiende los principios de democracia e independencia sindical, según estipulado en sus Estatutos.

CSI
5 Boulevard du Roi Albert II, Bte1
1210 Bruselas
Bélgica

Teléfono: +322 224 02 11
Fax: +322 201 58 15
E-mail: <mailto:info@ituc-csi.org>

www.ituc-csi.org

Comentarios o preguntas sobre este informe deben ser dirigidos a Kristian Weise a la siguiente dirección: kristian.weise@ituc-csi.org

Copyright, Junio de 2007

**Cuando la casa
siempre gana:
Capital privado, fondos
especulativos y el nuevo
capitalismo casino**

CSI
Junio de 2007

Este informe se basa en experiencias de toda la familia sindical respecto a los fondos de capital privado y especulativos. Quisiéramos agradecer especialmente a TUAC, a la CES y a las Federaciones Sindicales Internacionales por su labor a la hora de destacar los retos y los problemas que plantean estos fenómenos, además de situarlos en el debate internacional.

Cuando la casa siempre gana: Capital privado, fondos especulativos y el nuevo capitalismo casino

Índice

Las cuestiones	5
Resumen	
El fenómeno	7
Los problemas	7
Las soluciones	9
I. Financiarización: la verdadera cara del capitalismo	
El ABC de los fondos de capital privado y de los fondos especulativos	13
Fondos de capital privado	13
Fondos especulativos	15
Adquisición de empresas mediante emisión de deuda: ¿qué, cómo y por qué?	16
Los tratos	17
Las empresas e industrias	18
Los propulsores	19
La burbuja está a punto de reventar, es menester modernizar la reglamentación	20
II. Una riesgosa industria: los problemas y desafíos que plantean al capital privado los fondos especulativos	
Emperadores sin ropa	22
Los inversores apuestan	24
Dificultades en perspectiva	26
¿Seguirán a la larga?	28
Sacando una y otra vez el jugo	30
Operaciones entre socios, delito de información privilegiada, deslealtad gerencial y otros riesgos morales	32
Soportando el grueso de los riesgos y recortes – Los trabajadores as y los fondos de capital privado	34
Firmas de capital privado: empleadores invisibles, falta de información de consultas o relaciones laborales	36
El eje del modelo es una agresiva planificación impositiva	37
Los servicios públicos y las empresas de servicios públicos en peligro	39
La arriesgada caminata sobre cáscaras de huevo	40
III. Cambiando el rumbo: recomendaciones para una economía más sólida y equitativa	
Políticas y reglamentación	42
Transparencia	43
Estabilidad financiera y riesgos sistémicos	44
Gravación impositiva	45
Gobernanza empresarial	46
Derechos de los trabajadores	47
Protección de los servicios públicos y de las empresas de servicios públicos	48
Una unidad de trabajo internacional de reglamentación y otras tareas en el ámbito internacional	49
Fondos de jubilación	49
Capital privado	49
Fondos especulativos	50
Bibliografía - Notas finales	51-53

Cuando la casa siempre gana: Capital privado, fondos especulativos y el nuevo capitalismo casino

Las cuestiones

- > No crean en la publicidad: los fondos de capital privado y los fondos especulativos han sido muy sobrevalorados como oportunidades de inversión. Algunos de esos fondos efectivamente tienen una trayectoria de altísimos rendimientos –al igual que la tienen otros fondos mutuos de inversión - pero, en general, los fondos de capital privado han tenido un bajísimo rendimiento durante las últimas décadas mientras que los fondos especulativos llevan así dos años o más.
- > El vertiginoso aumento actual de las compras de empresas con fondos tomados en préstamo es parte de una locura especulativa que está haciendo que a diario baje la calidad de las empresas que son objeto de tales adquisiciones y que sus precios aumenten. Esto está creando una burbuja. Esta burbuja, al igual que sucedió con otras burbujas especulativas –desde los bienes inmuebles hasta los mercados de valores- en algún momento se va a reventar.
- > El endeudamiento en que están incurriendo actualmente los fondos de capital privado y los fondos especulativos representa un gran riesgo para la estabilidad de los mercados financieros. Muchos fondos están tan endeudados que si cambian las condiciones del mercado corren el riesgo de no poder cumplir con sus obligaciones. Debido a su creciente tamaño, pueden a dar inicio a un efecto dominó, con consecuencias perjudiciales para los grandes mercados financieros.
- > Aunque las directivas de esos fondos sostienen lo contrario, el creciente dominio de los fondos de capital privado y de los fondos especulativos en el mundo corporativo está socavando la factibilidad y la competitividad a largo plazo de las empresas individuales y de las economías en general. A estos modelos especulativos no les interesa en demasía ninguna inversión que no sea rentable en un lapso de un par de años.
- > En el modelo de los fondos de capital privado, los riesgos y las recompensas se reparten de manera muy despareja. Los trabajadores cargan con la mayor parte de los riesgos, costos y sacrificios, mientras que los gerentes de esos fondos se embolsan las ganancias. Esto constituye una injusticia básica –del más cruel tipo de capitalismo- y debe reglamentarse a fin de que se repartan tanto los riesgos como las ganancias.
- > Quienes más ganan en el juego de los fondos de capital privado son sus gerentes, no los inversores, ni los empleados, consumidores o público en general. Invertir en un fondo de acciones privadas en realidad es como apostar en un casino: a veces se gana mucho, otras, se pierde todo. Pero la casa siempre es la que se queda con la mayor tajada.
- > Las empresas de acciones privadas están ahora sacándole el jugo a las empresas y agobiándolas con deudas, hasta tal punto que ponen en peligro el futuro de lugares de trabajo donde están empleadas centenares de miles de personas.

- > Los fondos de capital privado y de los fondos especulativos activistas tienen como línea de conducta procurar desvergonzadamente recortar todos los gastos posibles. Algunos de esos esfuerzos suelen consistir en ejercer presión sobre los salarios, prestaciones y condiciones de trabajo, negarse a llevar a cabo negociaciones colectivas y hostigar directamente a los trabajadores que forman sindicatos.
- > Se necesita reglamentar de manera enérgica tanto el funcionamiento de los fondos de capital privado como el de los fondos especulativos. Los códigos de conducta y otras disposiciones voluntarias son una autorreglamentación que no es suficiente. Solamente el accionar gubernamental puede reducir los efectos externos y la directa explotación que efectúan esas actividades inversionistas. Se necesita verdaderamente una reglamentación nueva e innovadora. En este informe se explica cómo se lo puede hacer.

Cuando la casa siempre gana: Capital privado, fondos especulativos y el nuevo capitalismo casino

Resumen

El fenómeno

Durante el último par de años, los fondos de capital privado y los fondos especulativos se han perfilado como los jugadores financieros y corporativos más dominantes. Ya no se los consideran inversiones alternativas sino que han pasado a formar parte de las inversiones principales, han pasado a ser algunos de los activos donde los fondos de jubilación, las empresas de seguros y los bancos colocan su dinero. Han tenido una repercusión perdurable en el sector financiero y ya han perjudicado la vida de millones de trabajadores/as comunes al poner en peligro sus jubilaciones futuras, como se muestra en este informe. Son el arquetipo de la creciente financiarización de nuestra economía y la consecuencia de ello es que sus demandas financieras dictan el comportamiento inclusive de sectores más amplios de nuestra sociedad.

El auge de los fondos de capital privado y de los fondos especulativos ha sido detonado por una abundancia mundial de dinero barato, inversionistas ávidos y bienes subvaluados. La constante disponibilidad de créditos con bajas tasas de interés ha propiciado el surgimiento tanto de las compras de empresas con fondos tomados en préstamo como del nivel de endeudamiento de los fondos especulativos. Como resultado de ello, durante más de una década el nivel de esas adquisiciones ha ido alcanzando nuevos récords todos los años y lo mismo sucedió con el nivel de los bienes administrados por los fondos especulativos.

Cuando las empresas pasan a manos de esos fondos privados, quedan fuera del alcance de la reglamentación de los mercados de valores, aumentan los dividendos de sus nuevos propietarios y acumulan niveles de deuda increíblemente altos. Dado que los fondos de capital privado aspiran a obtener rápidas ganancias revendiendo lo adquirido al cabo de un par de años, efectúan en sus carteras de empresas rápidas reestructuraciones en materia de finanzas y organización. Los bienes que no son fundamentales se venden y se cierran las operaciones que no son rentables. Los trabajadores de tales empresas sitiadas –que suelen ser empresas maduras con un elevado nivel de liquidez y que operan en industrias estables – son quienes pagan el precio.

Los problemas

La actual oleada de compras de empresas con fondos tomados en préstamo respaldadas por fondos de capital privado y por el dinero que inunda los fondos especulativos no es benigna ni tampoco neutral o insignificante. Ha empeorado toda una serie de problemas relativos a la estabilidad financiera, la transparencia, la gobernanza corporativa y el desarrollo económico pero, al mismo tiempo, los gerentes de los fondos, que están en el centro de tales transacciones, han obtenido inmensas ganancias de las empresas que han comprado. Simultáneamente, y a

El auge de las compras de empresas mediante emisión de deuda puede terminarse muy de repente. No obstante, como esta frágil economía de fondos de capital privado y de fondos especulativos se funda cada vez más en el dinero que debería utilizarse para pagar las futuras jubilaciones de la gente común y como cada vez más trabajadores están empleados en empresas que pertenecen a esos fondos, sus gerentes son quienes menos sufrirán en caso de que se produjera tal colapso.

medida que este auge fue tomando forma de burbuja, ha ido viéndose también con mayor claridad que la misma puede reventar en cualquier momento. No obstante, como esta frágil economía de fondos de capital privado y de fondos especulativos se funda cada vez más en el dinero que debería utilizarse para pagar las futuras jubilaciones de la gente común y como cada vez más trabajadores están empleados en empresas que pertenecen a esos fondos, los gerentes de los mismos son quienes menos sufrirán en caso de que se produjera tal colapso.

Los crecientes niveles de endeudamiento con los que se mueven los fondos de capital privado y los fondos especulativos constituyen las principales amenazas para la estabilidad financiera. Los niveles de la relación deuda-acciones y deuda-ganancias son los más altos de toda la historia y, como consecuencia, es preocupantemente alto el nivel de riesgosos compromisos de empréstitos. Los organismos de reglamentación y supervisión ya han hecho sonar la alarma y han advertido que no se está lejos de una crisis financiera y bancarrotas de empresas. Los detonantes podrían ser tanto problemas de las empresas individuales o de los fondos, cesaciones masivas de pagos de bonos de empresas, una inflación real más elevada como un aumento de las tasas de interés. Asimismo, los riesgosos fundamentos de los fondos de capital privado y de los fondos especulativos activistas también pueden constituir una amenaza para el desarrollo económico a largo plazo, tanto en el plano empresarial como nacional. En el plano empresarial, esto se debe a que las prioridades a corto plazo de tales propietarios no concuerdan con las inversiones a largo plazo en investigación, desarrollo y otros factores necesarios para que haya innovación y competitividad. En el nivel nacional, la amenaza radica tanto en los efectos de las prioridades de las empresas individuales como en la repercusión financiera que la empresa y sus propietarios tienen sobre el resto de la sociedad a través de la gravación impositiva.

Los fondos de jubilación invierten cada vez más en fondos de capital privado y en fondos especulativos. Existe una percepción popular que de esa manera pueden obtener mayor rentabilidad. Pero cuando se toma el rendimiento de esos fondos en conjunto y se lo evalúa durante un período largo, se ve que dan una rentabilidad media y, a menudo, baja. Como tales inversiones implican mayores riesgos y mayores honorarios, pueden debilitar los mercados públicos de valores y pueden contribuir a aumentar el conflicto intergeneracional al contraponer los intereses de los trabajadores/as más jóvenes a los de más edad, los fondos de jubilación tienen que ser más cautelosos al realizar tales inversiones.

Dado que procuran obtener una rentabilidad de sus inversiones en el menor tiempo posible, los gerentes de los fondos de capital privado están buscando constantemente nuevas maneras de sacar más valor rápidamente de las empresas que compran. Mientras siguen siendo propietarios de las empresas, con frecuencia toman nuevos préstamos para pagarse dividendos a sí mismos, a veces en un monto igual al de su inversión original. Y toman dudosas medidas para sacar provecho de su nueva adquisición, cobrando a las empresas grandes sumas en concepto de asesoría o, en otros casos, prestando dinero a sus empresas con tasas de interés muy superiores a las del mercado. Al mismo tiempo, los gerentes que efectúan dichas compras a menudo no acatan las leyes de la competencia y conspiran en las denominadas "operaciones concertadas por clubes bancarios / consorcios y llevan a cabo especulaciones aprovechando información privilegiada.

El efecto de los fondos de capital privado sobre los trabajadores también está claro: básicamente es un modelo de negocios antagónico con la idea del trabajo. Con las liquidaciones de activos, los rápidos traspasos de la propiedad y otras maneras de asegurarse rápidamente altas ganancias como su principal estrategia, a los fondos

La idea de los fondos de capital privado es un modelo de negocios conflictivo para la clase trabajadora. Con las liquidaciones de activos, los rápidos traspasos de propiedad y otras maneras de asegurarse rápidamente altas ganancias como su principal estrategia, no hay interés en invertir en sus empleados, no se necesitan asociaciones de empleador y empleados y no hay motivo alguno para ofrecer más del mínimo en lo que a salarios, prestaciones y condiciones de trabajo se refiere.

de capital privado no les interesa invertir en sus empleados, no necesitan tener asociaciones de empleador y empleados y no tienen motivo alguno para pagar más del mínimo en lo que a salarios, prestaciones y condiciones de trabajo se refiere. En su tremendamente azaroso juego de ingeniería financiera, que aumenta muchísimo la probabilidad de bancarrotas, los trabajadores/as son los que corren el mayor riesgo. Además, las compras de empresas mediante emisión de deuda cambian el carácter de las relaciones laborales de muchos trabajadores, haciendo que estos tengan que enfrentarse a empleadores invisibles, que no demuestran ningún interés en tratar con sus representantes sindicales ni en informarles lo que sucede en sus lugares de trabajo. Y se topan con prácticas patronales cínicas y duras, que los explotan al máximo, y con ejecutivos que admiten abiertamente su hostilidad hacia los sindicatos.

Pero los que sufren con los fondos de capital privado no son solamente los trabajadores de las empresas que han sido compradas, sufre la sociedad en general. Las empresas que son objeto de adquisiciones con fondos tomados en préstamo generalmente terminan reduciendo considerablemente los impuestos que pagan, a veces inclusive llegan a eliminarlos, deduciendo de los impuestos la deuda que han utilizado para adquirir las empresas. Esto significa esencialmente que el contribuyente común cubre una parte considerable del costo de las compras de empresas con fondos tomados en préstamo e inclusive contribuyen a engrosar las fortunas que algunas personas hacen con ellos. La calidad de los servicios públicos y de las empresas públicas de distribución también corre mayor peligro cuando pertenecen a empresas de capital privado, debido al conflicto fundamental entre las prioridades a largo plazo que deberían orientar a los proveedores de servicios públicos y los intereses a corto plazo de los nuevos propietarios. Se acicatea a la empresa de capital privado a reducir partes considerables del flujo de liquidez, lo que directamente perjudica la tarea del proveedor de servicios.

Los niveles de endeudamiento y los precios que se pagan por las empresas aumentan diariamente. Los cambios en los mercados financieros o de valores pueden hacer que las transacciones actuales de repente parezcan demasiado caras. Esto ejercería presión sobre el rendimiento de las inversiones y haría que los fondos quisieran salir lo más pronto posible de posiciones donde quedan expuestos. El resultado sería sumamente peligroso para la economía real. Una indicación de esta obsesión por este tipo de adquisiciones es que las compras de empresas con fondos de capital privado han inflado y desinflado la continuamente creciente burbuja de la que forman parte. Está claro que los fondos de capital privado y los fondos especulativos constituyen actualmente una riesgosa industria que opera en una economía frágil.

Las soluciones

Los fondos de capital privado y los fondos especulativos operan en un vacío político y normativo. Tanto los fondos como las empresas que adquieren están más o menos "fuera de alcance" de los legisladores y hacedores de políticas. Pero justamente lo que se necesita son más políticas y reglamentación para manejar los muchos problemas que son consecuencia de la emergencia de dichos fondos. La acción política puede y debe reglamentar esta industria, poner coto a sus excesos, y hacer que solamente operen cuando benefician a sus inversores comunes, los trabajadores y sus sociedades. Los fondos de capital privado y los fondos especulativos deben jugar con las mismas reglas que todos los demás.

Una reglamentación así renovada –cuyos pormenores se dan en la última parte de este informe- debe ocuparse de transparencia, estabilidad financiera, gravación

La acción política puede y debe reglamentar esta industria, poner coto a sus excesos, y hacer que solamente operen cuando benefician a sus inversores comunes, los trabajadores y sus sociedades. Los fondos de capital privado y los fondos especulativos deben jugar con las mismas reglas que todos los demás.

impositiva, gobernanza corporativa y derechos de los trabajadores, como así también de la protección de los servicios públicos y de las empresas públicas de distribución. Debe desalentar los rápidos traspasos de propiedad, defender las exigencias relativas a la presentación de informes, poner límites a los aparatosos endeudamientos utilizados para las compras de empresas, llenar las lagunas jurídicas y garantizar que las empresas pertenecientes a fondos de capital privado cumplan con sus obligaciones de empleadores.

Los fideicomisarios y fiduciarios de los fondos de jubilación deben además sopesar muy cuidadosamente las inversiones que hacen en fondos de capital privado y en fondos especulativos. Se ha de prestar debida atención al verdadero historial de rentabilidad de tales inversiones, a los riesgos vinculados con las mismas, a los numerosos efectos externos que generan y a la repercusión directa o indirecta que pueden tener en los lugares de trabajo de quienes son los dueños de los planes de jubilación del día de mañana.

I. Financiarización: la verdadera cara del capitalismo

Resumiendo, los fondos de capital privado han desarrollado formas extremas de financiarización que escapan a la supervisión de los mercados públicos de acciones, mientras que los fondos especulativos han inventado nuevas maneras de especular en cualquier cosa que esté vinculada con el mundo de las finanzas, acelerando cotidianamente el ritmo, volumen e influencia de tal especulación.

Desde el comienzo de la Revolución Industrial, el desarrollo del capitalismo se ha hecho en distintas etapas, cada una de las cuales tuvo características particulares. Cada etapa tuvo su propio concepto predominante sobre la empresa y sobre la manera de crear crecimiento y generar ganancias. Cada etapa tuvo también su propio conjunto de actores dominantes. La etapa actual podría denominarse “financiarización” o quizás inclusive “tardía financiarización”. Sus protagonistas son los fondos de capital privado y los fondos especulativos.

La palabra financiarización no aparece en la mayoría de los diccionarios. Pero es el mejor término para designar lo que está sucediendo en nuestras economías y en sus principales entidades o empresas privadas. La financiarización denota el creciente dominio de la industria financiera sobre el total de la actividad económica, una situación donde los mercados financieros determinan el estado de la economía en general y donde las demandas financieras dictan el comportamiento de las empresas. Esto significa que lo que sucede con las tasas de interés y con los precios de las acciones es lo que determina cada vez más los ciclos económicos y que las cuestiones financieras, y quienes las difunden, influyen cada vez más en la planificación de las estrategias empresariales. En resumidas cuentas, es el predominio de las actividades financieras por encima de la producción de bienes y servicios.

La financiarización se ha convertido en el rostro actual del capitalismo a través de los cambios en distintas partes de la economía. En el plano empresarial, está vinculada al enfoque del “valor de los accionistas” en la gobernanza empresarial, el modelo que cobró ímpetu en los Estados Unidos y el Reino Unido a partir de los ochenta. Este enfoque fomenta la financiarización de la empresa sosteniendo que la finalidad de su existencia es conseguir que sus acciones valgan el máximo posible y no sus ganancias a largo plazo. En la lógica de la financiarización está intrínseca la idea de que la empresa ha de considerarse un conjunto de acciones que generan distinta rentabilidad sobre las inversiones y que su objetivo es aumentar las ganancias a corto plazo manipulando tales acciones mediante fusiones, adquisiciones y diversificación. Para acrecentar el precio de las acciones de la empresa se utilizan estrategias financieras. Otras estrategias propias de este modelo corporativo son: la utilización activa de la deuda, la reestructuración de la organización y la recompra de acciones.

Con respecto a las inversiones, la financiarización está vinculada a las reformas de desreglamentación de las cadenas de inversión, creando el proceso denominado de “desintermediación” entre los propietarios del capital y el destino final de la inversión de estos últimos. Aunque solían estar reglamentadas y organizadas en torno a bancos privados, empresas de seguros, cooperativas e instituciones públicas, las cadenas de inversión de los mercados financieros funcionan hoy como una miríada de distintos tipos de instituciones, transacciones, servicios y productos. Esto, sumado a la liberalización del mercado, ha permitido que los operadores financieros se muevan en un vasto universo de inversiones, donde están comprendidas las inversiones y las transacciones no solamente en verdaderas acciones, como las de los fondos de capital privado, sino también en expectativas y riesgos en forma de toda una pléthora de productos derivativos como las denominadas opciones, operaciones a fecha fija y swaps (operaciones de pase)¹.

Si se toma como guía la trayectoria que siguió el capitalismo en el pasado, dentro de poco la financiarización estará dejando su impronta en la mayoría de los países emergentes y en desarrollo, si es que no lo ha hecho ya.

La financiarización viene creciendo desde hace cierto tiempo pero se implantó plenamente en los años noventa. Sin embargo, durante el último par de años entró en una nueva subetapa. Esta etapa, que podría denominarse “tardía financiarización”, está impulsada por el auge de los fondos de capital privado y los fondos especulativos. Resumiendo, los fondos de capital privado han desarrollado formas extremas de financiarización que escapan a la supervisión de los mercados públicos de acciones, mientras que los fondos especulativos han inventado nuevas maneras de especular en cualquier cosa que esté vinculada con el mundo de las finanzas, acelerando cotidianamente el ritmo, volumen e influencia de tal especulación. No ha pasado desapercibida la creciente influencia que tienen en los mercados y en los lugares de trabajo, demostrada por el hecho de que los fondos de capital privado actualmente tienen una participación equivalente entre la cuarta parte y la mitad de todas las grandes fusiones y adquisiciones que se hacen en los Estados Unidos y el Reino Unido, mientras que los fondos especulativos tienen representados entre 30 y 60 por ciento de los movimientos cotidianos mundiales de los mercados financieros. Han cambiado el paisaje financiero y corporativo además de plantear graves problemas sociales y económicos. Y ambos tipos de fondos de inversión ya han dificultado la vida diaria de millones de trabajadores/as comunes y puesto en peligro sus jubilaciones futuras.

Estos protagonistas de la financiarización hasta ahora han tenido su repercusión más marcada en América del Norte y Europa, al operar la mayoría de los fondos especulativos desde Londres y Nueva York y llevarse a cabo la mayor parte de las transacciones de fondos de capital privado en Estados Unidos y el Reino Unido. Pero el fenómeno se está propagando muy rápidamente. Están creándose nuevos fondos de capital privado y fondos especulativos en todo el mundo y los jugadores establecidos desde hace tiempo están ampliando su radio de acción. Las compras de empresas con fondos de capital privado que se hicieron en Dinamarca, Alemania y los Países Bajos se cuentan entre las transacciones más grandes de fondos de capital privado que se hayan hecho en Europa. En la región de Asia y el Pacífico, con Australia en el centro, también está teniendo lugar una oleada de compras de ese tipo. Ha habido compras de empresa con fondos de capital privado en Argentina, Brasil y Polonia. Japón y Corea del Sur también tuvieron su parte de negocios controvertidos. En Sudáfrica, grandes cadenas minoristas han sido compradas por fondos y en la India, en 2006 se concretó una adquisición por US\$ 900 millones². Si se toma como guía la trayectoria que siguió el capitalismo en el pasado, dentro de poco la financiarización estará dejando su impronta en la mayoría de los países emergentes y en desarrollo, si es que no lo ha hecho ya.

Como se ilustrará en la sección siguiente, Los fondos de capital privado y los fondos especulativos tienen entre sí similitudes y diferencias. En primer lugar, en este informe se los trata de manera conjunta porque tipifican la actual fase de financiarización y porque son parte de una íntima relación donde los fondos especulativos financian directamente gran parte de la deuda que los fondos de capital privado utilizan para adquirir empresas, casi siempre en forma de bonos corporativos. E indirectamente, en su búsqueda de ganancias motivan las compras de empresas con fondos de capital privado al poner dinero en el mercado a través de su endeudamiento. Quizás lo más significativo sea que se los analiza en este informe porque ambos aplican el mismo tipo de estrategias activas y a corto plazo que están poniendo en peligro los buenos puestos de trabajo y las relaciones laborales sólidas, debido a que plantean el mismo tipo de riesgos sistémicos para la estabilidad financiera, porque ambos representan una posible amenaza para las jubilaciones futuras de la mayoría de los trabajadores y trabajadoras y porque plantean las mismas preocupaciones en materia de reglamentación, desde la gobernanza corporativa hasta la gravación impositiva. Sin embargo, como los fondos de capital privado son los que más repercuten en esos

Los fondos de capital privado que habían terminado de recaudar fondos en 2006 obtuvieron más de US\$400.000 millones. Se prevé que en 2007 esa cifra suba a US\$500.000 millones. Las mayores firmas de capital privado poseen empresas que emplean a centenares de miles de personas y cuyas utilidades anuales sumadas podrían situarse entre las primeras doce de Fortune 500.

ámbitos –especialmente los relativos a los trabajadores y a nuestras sociedades en general- y como son los actores más activos de la esfera no financiera, en este informe se discuten más los fondos de capital privado.

El ABC de los fondos de capital privado y de los fondos especulativos

Tanto los fondos de capital privado como los fondos especulativos están sujetos a muy poca reglamentación y son fondos comunes de capital. Manejan dinero del mismo tipo de inversores –personas, bancos, empresas de seguros, fondos de seguro y ahorro y fondos de jubilación- y tienen estructuras de costos similares. Ambos tipos de fondos buscan derrotar a los inversores tradicionales, habitualmente fondos de inversión, y lo hacen sin depender de las utilidades habituales del mercado sino generando utilidades independientes o inclusive contrarias a las evoluciones del mercado principal. Y ambos tipos de fondos utilizan el coeficiente de endeudamiento para invertir mucho más dinero del que realmente tienen, apuntando a obtener ganancias con un índice más alto que el costo del préstamo, cosa que, como es evidente, eleva al mismo tiempo el nivel de riesgo de sus actividades. No obstante, esos fondos también difieren en varios aspectos. En las inversiones que se hacen a través de los fondos de capital privado hay muy poca liquidez y los inversores están “encerrados” durante un determinado tiempo, la mayor parte de las veces durante toda la duración del fondo. Los fondos especulativos, por su parte, fundamentalmente invierten en activos muy líquidos, con una perspectiva a mucho más corto plazo y generalmente permiten que los inversores entren o salgan del fondo con bastante facilidad.

Los fondos de capital privado

Fondos de capital privado, como tal, es una denominación amplia que abarca cualquier tipo de inversión en acciones en un bien donde la acción no se cotiza libremente en una bolsa pública de valores. Los inversores pasivos ponen su dinero en los fondos de capital privado, los cuales, a su vez, son utilizados por empresas privadas en acciones para invertir en las empresas que se eligen. Las inversiones de capital privado van desde las compras de empresas mediante emisión de deuda hasta capital de riesgo para nuevas empresas y otros tipos de capital para empresas más maduras y establecidas pero que no cotizan en bolsa. Sin embargo, los fondos recaudados para la compra de empresas actualmente constituyen de lejos la mayor parte, destinándose alrededor de las dos terceras partes de todo el dinero que va a los fondos de capital privado a este tipo de inversiones. Contrariamente a esto, el capital de riesgo (venture capital), que abarca el tipo de inversiones que giran fundamentalmente en torno al empresariado y la creación de puestos de trabajo, solamente constituye en este momento entre el 5 y el 10 por ciento de las inversiones de los fondos de capital privado³.

Los fondos de capital privado son los fondos de capital que invierten las empresas de capital privado. Generalmente están organizados como una sociedad limitada controlada por la empresa de capital privado, que actúa como socio general. El fondo obtiene el dinero que invierte de inversores calificados, como los fondos de jubilación, instituciones financieras y personas adineradas. Esos inversores se convierten en socios pasivos y comanditarios del fondo. Todas las decisiones sobre las inversiones las toma el socio general, en su calidad de gerente de la cartera de inversiones del fondo. La vida del fondo suele ser de un máximo de diez años, durante los cuales los socios limitados tienen comprometido su capital y no pueden retirarlo. El fondo habitualmente hace una serie de inversiones separadas – generalmente entre 15 y 25 por ciento- a lo largo de su existencia y ninguna de esas inversiones suele superar el diez por ciento del total de los compromisos.

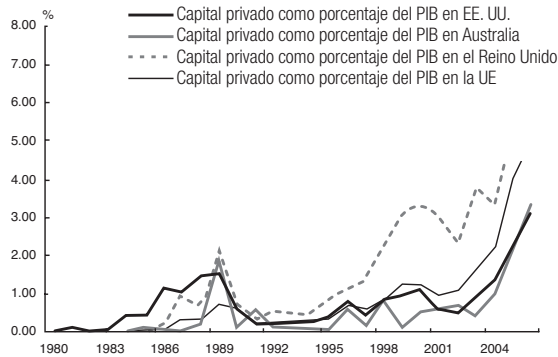
El socio general del fondo –en la práctica, las empresas de capital privado como Bain Capital, Blackstone, Carlyle, KKR, Permira, Providence Equity y TPG, para nombrar a algunas de las más grandes y conocidas- generalmente percibe honorarios por su labor gerencial y honorarios por las utilidades obtenidas. Los honorarios gerenciales se definen como porcentaje de las inversiones totales que se hacen en el fondo y suele ser de un 2 por ciento, aunque en algunos casos llega a ser hasta del 4 por ciento. Estos honorarios se pagan a los socios generales anualmente. Los honorarios por las utilidades obtenidas, denominados “intereses trasladados”, se basan en las ganancias que generó el fondo. El índice actual es de 20 por ciento. Los honorarios por las utilidades obtenidas a menudo aumentan recién cuando las ganancias alcanzan un índice preacordado de utilidades, denominado “tasa crítica de rentabilidad”. Esta estructura de honorarios implica que un inversor, un socio limitado, paga habitualmente US\$20 a los socios generales por invertir US\$100 en un fondo que tiene una duración de diez años. Y significa asimismo que los socios generales podrán retener US\$40 después de los diez años si el fondo ha generado US\$200 sobre lo invertido. Esto dejaría US\$160 de utilidades para el socio, además de recuperar US\$80 de su inversión inicial (US\$100 – US\$20). Pero también significa que si el fondo tuviera una pérdida de 20 por ciento, al socio comanditario le quedarían US\$60 y no US\$80, debido a los honorarios por la tarea gerencial.

Los fondos de capital privado reciben una rentabilidad por sus inversiones en empresas a través de una de las siguientes formas: una oferta pública inicial en el mercado de valores; una venta de la empresa que controlan, a menudo a otro fondo; una fusión; o a través de los dividendos pagados por recapitalización. Esta última forma, como se ilustrará más adelante en este informe, a menudo no es sino una compleja manera de “sacarle el jugo” a las empresas. Se efectúa tomando dinero en préstamo en nombre de la empresa pero en lugar de mantener el dinero en la empresa o de utilizarlo para hacer inversiones, se lo paga a sus accionistas. En general, los fondos de capital privado controlan la administración de las empresas donde invierten, muchas veces poniendo nuevos equipos de gestión, que suelen estar estrechamente vinculados con los socios generales y reciben órdenes directas de ellos. Los fondos de capital privado generalmente aspiran, y prometen, dividendos superiores al 20 por ciento anual. Muchas veces no alcanzan esas metas. Pero cuando lo hacen, la mayor parte de las ganancias se pueden atribuir a la manera en que se ha comprometido el capital a través del endeudamiento, ya que eso permite a las firmas hacer inversiones equivalentes a varias veces el dinero que sus inversores les han confiado.

Los fondos de capital privado que terminaron de recaudar fondos en 2006 obtuvieron más de US\$400.000 millones. Se prevé que en 2007 esa cifra suba a US\$500.000 millones, según la asesoría Private Equity Intelligence⁴. No habiendo transcurrido ni siquiera la mitad de 2007, los fondos de capital privado ya han participado en superventas como la compra de TXU por US\$45.000 millones y la adquisición de Equity Office Properties por US\$38.000 millones, la posible y tan discutida oferta de US\$22.000 millones por la cadena británica de supermercados Sainsbury, la entrega de US\$17.000 millones por la farmacia Boots, y la oferta de US\$11.000 millones por Qantas Airlines, trato que finalmente no se hizo. Empresas de renombre como Burger King, Dunkin' Donuts, Hertz y Toys “R” Us son parte de carteras de fondos de capital privado y los fondos de capital privado más grandes siguen creciendo: Blackstone, por ejemplo, ya ha cerrado transacciones por un valor de US\$200.000 millones. Posee establecimientos que emplean a más de 300.000 personas y sus utilidades anuales totales podrían situarse dentro de la primera docena de Fortune 500⁵.

Los legisladores han limitado los fondos especulativos a los inversores institucionales y personas acaudaladas. En los Estados Unidos ahora se debe disponer de un neto superior a US\$2,5 millones, bienes inmuebles o negocios, para poder invertir en ellos. Está claro que se considera que este tipo de inversiones es tan arriesgado que solamente se debería permitir a los super ricos arriesgar su dinero en este juego.

Operaciones de fondos de capital privado en Australia, la UE, Estados Unidos y el Reino Unido, como proporción del PIB



Fuente: Thomson Financial

Fondos especulativos

Al igual que sucede con los fondos de capital privado, un fondo de inversión especulativo es un fondo privado de inversión muy poco reglamentado, que cobra honorarios por rendimiento para brindar sus servicios y que está abierto solamente a una limitada cantidad de inversores. El término no se define de una manera estricta pero se lo utiliza para distinguir estos fondos de los fondos de inversión para consumidores, como los fondos mutuos que están disponibles para el público en general. Mientras que los fondos de inversión para consumidores tienden a estar altamente reglamentados, limitados a tener una gama específica de activos financieros como bonos, acciones o instrumentos monetarios de mercado y tienen una restringida capacidad para tomar empréstitos, endeudarse o salvaguardar sus inversiones, los fondos especulativos están limitados únicamente por los términos de los contratos que rigen cada fondo en particular.

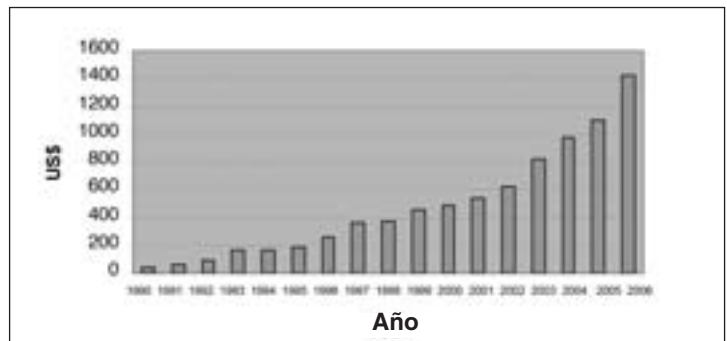
Los fondos especulativos son una entidad compleja —en realidad, los altos encargados de reglamentación y los guardias financieros a menudo señalan que se sienten perplejos ante el alcance de sus actividades— pero, aparte de los aspectos relativos a la reglamentación, se los debería diferenciar de otros fondos por lo que hacen. Casi siempre utilizan un enfoque activo de inversiones para aprovechar las oportunidades que proporciona el arbitraje ante los errores de precios de los instrumentos financieros. También utilizan mucho el endeudamiento y productos financieros complejos como los instrumentos derivados⁶. Siguen distintas estrategias con respecto a su exposición, técnicas, instrumentos y qué oportunidades de mercado buscan.

Para decirlo de la manera más directa posible, los fondos son básicamente inversores que procuran obtener ganancias fáciles rápidas especulando en todo lo que se pueda. Lo hacen sin tener que acatar las reglas que rigen los fondos públicos y con la posibilidad de asumir cualquier tipo de riesgo si así lo quieren. Al igual que sucede con los fondos de capital privado, están organizados como una sociedad limitada e invierten en nombre de personas e instituciones con altos valores netos. Debido a los riesgos implícitos en sus actividades, es habitual que solamente puedan acceder a ellos inversores profesionales, institucionales u otros inversores acreditados. En efecto, en los Estados Unidos, desde los años ochenta, se limitaron los fondos especulativos a personas que dispongan de un neto superior a US\$1 millón, incluyendo el valor de sus residencias primarias. Sin embargo, en 2007 se

subió ese umbral a US\$2,5 millones, excluyendo la propiedad en viviendas o negocios. Está claro que se considera que este tipo de inversiones es tan arriesgado que solamente se debería a los super ricos arriesgar su dinero en este juego⁷.

Durante los últimos 10 años, los fondos especulativos han crecido rápidamente. En el plano mundial, han pasado de ser un par de miles a casi diez mil actualmente. Las estimaciones sugieren que al iniciarse 2007 los fondos especulativos administraban más de US\$1.400 billones de activos. En realidad, algunas estimaciones los sitúan cerca de los US\$2 billones. Con los niveles generales de endeudamiento de 4-5 (lo que significa que los fondos pueden tomar empréstitos por un valor equivalente al cuádruplo o el quintuplo del valor del dinero que realmente recaudaron), esto significa que los fondos especulativos son especuladores activos, con US\$6-10 billones a su disposición. Si a esto se suma el rápido y agresivo estilo comercial que emplean se verá que su repercusión es inclusive mayor de lo que sugeriría el nivel de activos que administran. Dependiendo de los instrumentos financieros en cuestión, datos de Greenwich Associates sugerirían que los fondos especulativos representan entre el 30 y el 60 por ciento de los movimientos que se efectúan en el mercado financiero. La mayor parte de la actividad de los fondos especulativos tiene lugar en los Estados Unidos, el Reino Unido, el resto de Europa y Asia-Pacífico, aunque a los fines impositivos, la mayoría de los fondos especulativos –64 por ciento en 2004– están domiciliados en paraísos fiscales situados en el extranjero⁸.

Total de los activos administrados por fondos especulativos



Fuente: Hedge Fund Research

Adquisición de empresas mediante emisión de deuda: ¿qué, cómo y por qué?

Parecería que todos los días los medios informativos estuvieran anunciando una nueva posible transacción dentro del marco de la actual oleada de compras de empresas mediante emisión de deuda, transacciones que llevan a cabo fondos de capital privado y que a menudo financian en parte diversos fondos especulativos. En 2006, el valor de las compras de empresas con fondos tomados en préstamo llegó en los Estados Unidos a US\$410.000 millones. En el plano mundial, el mercado de fondos de capital privado cerró tratos por un valor récord de US\$730.000 millones, según Dealogic, una empresa de asesoría financiera⁹. Nominalmente, a comienzos de 2007 se alcanzó un nuevo récord, con la compra de TXU, una empresa de distribución de servicios de Texas, por US\$45.000 millones. No obstante, juzgada en términos de valor real, la tristemente famosa adquisición en 1989 de la empresa de alimentos de RJR Nabisco por parte de Kohlberg, Kravis, Roberts and Co. sigue

siendo la mayor transacción de la historia de capital privado. Cada vez que se hace una transacción, miles de millones vuelan de un lugar a otro y quienes orquestan esas operaciones obtienen millones. Como resultado de un par de firmas sobre una línea de puntos, centenares de miles de trabajadores pasan a tener un nuevo empleador y un futuro de mayor inseguridad en sus trabajos. ¿Pero cómo y por qué se hacen esas transacciones? ¿Qué empresas y qué industrias son las que se están comprando? ¿Y por qué esta oleada de compras de empresas mediante emisión de deuda está teniendo lugar precisamente ahora?

Las transacciones

La idea subyacente en una compra es adquirir una empresa a bajo precio, conservarla por cierto tiempo y luego deshacerse de ella a un precio mayor que el que se pagó. En la actual oleada de compras de empresas mediante emisión de deuda las firmas de capital privado buscan en particular empresas que cotizan en bolsa que, en su opinión, están subvaloradas o que tienen menor rendimiento del que podrían tener. Estiman que pueden transformarlas a fin de que sean más rentables y valiosas y luego hacer que suba su posición en los mercados públicos, traspasarlas en una fusión o venderlas a otro fondo. No obstante, la rentabilidad y el valor a largo plazo no son las principales metas de la adquisición ni tampoco la empresa misma sino la rentabilidad que puede generar el fondo durante los años en que conserve la empresa. Por lo tanto, se puede muy bien vender una empresa —como se mostrará— a un precio menor y menos rentable del momento en que se la adquirió y esto puede seguir siendo una buena inversión en acciones y para el fondo que está detrás de las mismas.

Al decidir si adquirir o no una empresa, las firmas de capital privado generalmente prestan atención a cuatro aspectos: la estructura de capital actual y la futura posible estructura de capital que tiene la empresa; el potencial para efectuar cambios en el funcionamiento de la empresa, la existencia de incentivos gerenciales y las alternativas para deshacerse de ella. El primero de los aspectos, la estructura del capital, es el aspecto clave de las compras de empresas mediante emisión de deuda. En realidad, la finalidad principal de la operación es transferir el riesgo a quienes efectúan los préstamos y realzar los dividendos por acción para los inversores. Por lo tanto, un fondo puede adquirir una empresa utilizando el 20 por ciento de las acciones, tomado de la inversión original efectuada en el fondo por los fondos de jubilación y demás, y un 80 por ciento de endeudamiento, proporcionado por bancos y otros mercados crediticios. Según las jurisdicciones legales donde se haga la transacción, la deuda utilizada para adquirir la empresa luego se transfiere a la misma empresa o se la coloca en una sociedad de cartera. Para la empresa adquirida esto significa que sus niveles de deuda suben muchísimo, a menudo más de 100 por ciento y que a partir del primer día tendrá que ir saldando la nueva deuda.

Una vez finalizada la transacción, los gerentes de los fondos de capital privado —los socios generales de los fondos— asumen total control de la empresa. Generalmente venden de inmediato bienes no fundamentales, a veces a otras entidades que poseen, y comienzan un proceso de intenso recorte de gastos. Como tienen que rembolsar la deuda rápidamente, esto debe hacerse con suma urgencia. Se inicia la reestructuración de la empresa, habitualmente reduciendo las tareas auxiliares e introduciendo disposiciones para tener mano de obra más barata previo despido de trabajadores/as, reduciendo los salarios y eliminando prestaciones.

Para atraer o mantener lo que se consideran buenos y eficientes gerentes, a menudo se agregan los denominados incentivos en acciones por un valor de 0,5 a 1 por ciento del valor de la transacción. Por este motivo, los ejecutivos de las empresas compradas con capital privado muchas veces reciben decenas de millones de

dólares, euros o libras como parte del trato. Como se mostrará más adelante, esta medida está lejos de estar exenta de problemas. Desde el punto de vista de los nuevos propietarios, la estabilidad es crítica y, por lo tanto, muchas veces la patronal acepta no irse de la empresa hasta que no hayan salido los inversores.

Una vez que aparece una buena oportunidad, generalmente una vez transcurridos 3 ó 4 años pero a veces apenas un año después de la adquisición, la empresa se traspasará a nuevos propietarios. Muchas veces esto se hace a través de una oferta pública inicial en el mercado de valores. Pero, contrariamente a las empresas que ya cotizan en bolsa, las empresas que están en manos privadas pueden fácilmente cotizar en bolsa en otro país, gracias a lo cual sus impuestos pueden ser menores, puede haber menos reglamentación y mayores mercados de capital.

Las compras de empresas mediante emisión de deuda pueden hacer que las utilidades corrientes de las inversiones parezcan pequeñas. Carlyle obtuvo 128 por ciento de ganancia con Hertz en menos de un año; KKR ganó más del 250 por ciento sobre su inversión en MTU Aero Engines en un lapso de dos años; Blackstone ganó 368 por ciento en tan sólo siete meses con un traspaso rápido de la propiedad de Celanese, una empresa alemana de productos químicos; y Bain Capital ganó más del cuádruplo de su inversión inicial en Burger King al tiempo que conserva una parte de la empresa que ahora ha vuelto a ser inscrita para cotizar en bolsa ¹⁰.

En transacciones como éstas se hace dinero de distintas maneras, aunque, por supuesto, el socio general es el primero en tomar su parte, inclusive antes de que se haga la transacción, a través de los honorarios de administración que paga el fondo especulativo. Mientras las ganancias de la empresa sean mayores que el dinero que tiene que utilizar para pagar el servicio de sus deudas, habrá una rentabilidad anual que se puede sacar como ganancia del fondo que se invirtió originalmente. Y si se revende la empresa a un precio mayor del que se la compró, entonces el fondo de capital privado puede embolsar la totalidad de la ganancia. De allí que, al capitalizarse al capital estos fondos pueden, si todo va bien, generar índices de rentabilidad de varios cientos por ciento en apenas unos años (aunque como se muestra en el capítulo siguiente, tales niveles de rentabilidad son más una excepción que la regla). Además, las empresas de capital privado han inventado maneras de pagarse honorarios especiales en concepto de asesoría administrativa que muchas veces también ascienden a centenares de millones. Y como también se muestra más adelante, han pasado a ser conocidas por pagarse enormes dividendos financiados con préstamos. Todo esto se va sumando y significa que las transacciones exitosas de los fondos de capital privado pueden hacer que las utilidades corrientes de las inversiones parezcan pequeñas. Las cifras son elocuentes, las empresas a veces obtienen ganancias de varios cientos por ciento en un lapso de un año o dos.

Las empresas y las industrias

Los fondos de capital privado generalmente buscan oportunidades en industrias maduras que tienen flujos constantes de liquidez. En los mercados más activos, esto se ha hecho primordialmente en productos de consumo como bebidas y comida, como así también en empresas de venta minorista que también se benefician con gastos constantes. La adquisición ya mencionada de RJR Nabisco en 1989 y las actuales transacciones de Boots y Sainsbury son algunos ejemplos. La atención médica es también un sector que goza de popularidad para las adquisiciones, como lo ilustra la adquisición por US\$32.000 millones de HCA, la mayor cadena de clínicas privadas de los Estados Unidos, que tuvo lugar en julio de 2006. Las empresas de servicios públicos de distribución tienen algunas de las mismas características que garantizan ingresos dejando potencial para expansión. En efecto, como se

Cualquier empresa que parezca estar rindiendo menos de lo que debiera y que pueda soportar el doble de deuda de la que tiene puede terminar siendo objeto de una compra por parte de un fondo de capital privado.

mencionara anteriormente, en dólares actuales, la mayor adquisición de mediados de 2007 fue la de una empresa de servicio público. Además, industrias con mercados monopólicos u oligopólicos –como las agencias de alquiler de autos y especialmente Hertz– también están en el radar de los gerentes de adquisiciones. En el sureste de Asia, las empresas financieras y los bancos se han dedicado mucho a la industria de semiconductores.

En lo que se refiere a las empresas individuales, los fondos de capital privado generalmente van tras blancos cuyos balances tienen una buena relación pasivo-capital, por lo que queda espacio para endeudamiento, de manera que la empresa puede tanto asumir el endeudamiento necesario para financiar la adquisición como la recapitalización para los pagos de dividendos. Los gerentes de los fondos buscan además empresas con bajo rendimiento que parezcan más baratas que otras similares, donde parezca más fácil efectuar mejoras o donde sea posible obtener efectos sinérgicos poniéndolas a la par de empresas que ya tienen en sus carteras. En última instancia, cualquier empresa que parezca tener un rendimiento inferior al que podría tener y que pueda asumir un endeudamiento equivalente al doble del que tenga puede terminar siendo el blanco de un operativo de absorción por parte de los fondos de capital privado.

El capital privado recientemente puso la mira en empresas de propiedad estatal ya que dichas empresas tienen muchas de las características que más interesan a los gerentes del capital privado. En general, son empresas bien establecidas, con posiciones muy competitivas, a menudo en situaciones cercanas al monopolio. Su nivel de endeudamiento a menudo es bajo. Y los fondos de capital privado las consideran entidades que no están suficiente motivadas, con gerentes que son demasiado blandos y sin planes estratégicos. Se las ve como gigantes dormidos, con un potencial para efectuar una gran reducción de gastos y despidos masivos. Si los gobiernos y las municipalidades están dispuestos a vender sus empresas de servicios públicos, las firmas de capital privado están por cierto entre las más dispuestas a invertir en ellas.

Adquisiciones mundiales de empresas estatales por parte de fondos de capital privado

Año	Cantidad de adquisiciones	Valor en US\$
2000	17	1,515
2001	20	2,219
2002	14	1,976
2003	27	3,078
2004	30	10,269
2005	40	3,928
2006	46	14,324
Total	194	37,309

Fuente: Thomson Financial

Los propulsores

La oleada actual de compras de empresas mediante emisión de deuda con fondos tomados en préstamo está propulsada por una serie de factores, principalmente el endeudamiento a bajo costo. Esto ha hecho que surgiera una oportunidad masiva para que empresas e inversores compren bienes de mayor rendimiento. Los fondos

especulativos basan su existencia en este hecho y lo hacen con toda una variedad de bienes. Los fondos de capital privado están aprovechando esa misma oportunidad de utilizar endeudamiento para comprar bienes corporativos en los mercados de valores, buscando solamente privatizar las empresas. La disponibilidad de endeudamiento de bajo costo dimana del exceso de liquidez y de los ahorros que se hacen en la economía mundial. Al haber aumentado la dimensión de los fondos especulativos y de sus derivados, y debido a que el sistema financiero actual está todo lo integrado mundialmente que puede, la liquidez y el financiamiento no son una cuestión que entre dentro del ámbito de las políticas monetarias nacionales. Esto significa que, aunque las tasas de interés puedan estar subiendo en algunos lugares del mundo, como lo han hecho en Europa y Estados Unidos en el curso del último año, el precio global del crédito puede seguir siendo bajo. En realidad, los expertos financieros aseguran que mientras las tasas de interés de Japón estén cercanas a cero y el tipo de cambio del RMB chino esté fijo, habrá dinero más o menos libremente disponible para los principales actores de los mercados financieros mundiales.

Si bien el hecho de que el endeudamiento sea barato puede ser uno de los principales propulsores de las compras de empresas mediante emisión de deuda, no es el único. Los balances y las ganancias de las corporaciones también tienen mucha importancia en este momento -habiendo estado las últimas cercanas a los niveles más altos de todos los tiempos en los países de la OCDE durante el último par de años- y son entonces atractivos cuando se buscan rendimientos líquidos. Además, los gerentes de los fondos y los ejecutivos de las corporaciones tienen cada vez mayor interés en que las empresas pasen de ser públicas a pertenecer al sector privado porque al hacerlo dejan de tener que acatar las crecientes exigencias en materia de presentación de informes y la reglamentación sobre gobernanza corporativa surgidas a raíz de los escándalos de Enron y de WorldCom. La privatización de una empresa en realidad significa que esa empresa tendrá mayor privacidad.

Los defensores del mercado privado sostienen además que, al no cotizar en bolsa, los ejecutivos pueden concentrarse en los asuntos centrales de sus empresas porque ya no tienen que presentar informes públicos, tratar con accionistas, corredores de bolsa y analistas, ni tampoco preocuparse por obtener márgenes trimestrales. Además de la reglamentación, con las compras de empresas mediante emisión de deuda también se puede lograr que las grandes empresas eludan otro de sus deberes más detestados: el pago de impuestos. Como se mostrará en el próximo capítulo de este informe, las compras de empresas mediante emisión de deuda respaldadas por capital privado y por los fondos especulativos reducen considerablemente la cantidad de impuestos a las ganancias que pagan las empresas. En realidad, lo hacen en tal medida que algunos países ya han tomado medidas para desalentar ese excesivo endeudamiento. Finalmente, el hecho de que las denominadas inversiones alternativas de los fondos de capital privado y de los fondos especulativos hayan pasado a revestir tanta importancia y estén rodeados de comentarios sobre las utilidades superiores a las habituales ha hecho que aumentara el interés de los inversores en esos fondos y, con ello, el capital al que tienen acceso.

La burbuja está a punto de reventar, es menester modernizar la reglamentación

La etapa de financiarización originada por el capital privado y por los fondos especulativos ya ha creado enormes riquezas para un puñado de personas – primordialmente las personas que manejan esos fondos y los ejecutivos que dirigen las empresas que han sido adquiridas- y también ha dejado su impronta en todo,

No obstante, aunque en este momento parecería no poder detenerse este auge del endeudamiento, el mismo podría finalizar mucho antes de lo esperado. Su fuerza aparente y su atractivo pueden, en realidad, terminar siendo también su punto débil.

desde las estrategias corporativas y las relaciones de empleo hasta los servicios públicos y la renta gubernamental. No obstante, aunque en este momento parecería no poder detenerse este auge del endeudamiento, el mismo podría finalizar mucho antes de lo esperado. Su fuerza aparente y su atractivo pueden, en realidad, terminar siendo también su punto débil.

La otra cara de todas las adquisiciones –como se verá en el próximo capítulo– es que los fondos están sobrepasando la raya. Los niveles de endeudamiento y los precios que las empresas de fondos de capital privado están dispuestos a pagar por las empresas suben día a día. El conjunto de la industria tiene demasiado dinero que necesita poner a trabajar. En consecuencia, ya está haciendo compras que de otra manera no hubiera hecho, asumiendo mayor endeudamiento del conveniente y elevando las ofertas por los bienes donde pone la mira. Si los mercados de valores siguen subiendo, las metas que se fija para sus adquisiciones naturalmente se encarecerán y disminuirá la cantidad de los bienes disponibles a precios atractivos. Como resultado, los inversores percibirán menos dividendos, con lo que se aproximará todavía más el día en que comenzará una implosión de las grandes adquisiciones. En realidad, si los mercados crediticios mundiales cambiaran, ese día llegará inclusive más rápidamente. Y si, al mismo tiempo, se debilitara la economía mundial más de lo esperado, todo puede llegar a sumirse en una gran confusión de un momento a otro. Las adquisiciones perderían ímpetu y los precios de 2007 parecerían exorbitantemente altos.

Pero antes de que la burbuja reviente por sí sola, pueden pincharla los encargados de la reglamentación. En lo que ahora se ve como los comienzos del auge de las compras de empresas mediante emisión de deuda, a los fondos de capital privado y los fondos especulativos se los comparaba con una manga de langostas. Más recientemente, en círculos más exclusivos y dándosele por lo tanto menor difusión, se dijo que eso constituye un insulto para las langostas: los protagonistas de la financiarización son como termitas. No dejan nada detrás de ellos que pueda dar una nueva cosecha sino que destruyen todo lo que encuentran en el camino. No importa si son termitas o langostas, tales comparaciones están indicando claramente la necesidad de que se modernice la reglamentación. El último capítulo de este informe se hace eco de tal reclamo. Sin embargo, antes que eso, el próximo capítulo muestra cómo los fondos de capital privado y los fondos especulativos ya plantean una larga serie de preocupaciones y toda una gama de problemas, como así también la manera en que afectan a nuestras sociedades y los lugares de trabajo.

II. Una riesgosa industria: los problemas y desafíos que plantean al capital privado los fondos especulativos

La creciente influencia del capital privado y de los fondos especulativos no ha pasado desapercibida. Con buenos motivos, distintos actores han planteado diversas preocupaciones, desde encargados de reglamentar las finanzas y gobiernos hasta inversores, grupos de la comunidad, trabajadores y sus sindicatos. Estas preocupaciones se pueden dividir en dos grupos: uno de ellos se refiere a los efectos externos, en cierta medida no intencionales, que causan estos protagonistas de la financiarización, el otro, a la medida en que el modelo de las compras mediante emisión de deuda, en particular, se fundamenta en una explotación lisa y llana.

En este informe se sostiene que prácticamente es infinita la cantidad de problemas y desafíos relacionados con la financiarización. En este capítulo se tratan únicamente los desafíos y problemas más acuciantes, entre los muchos que se podrían haber incluido. Antes de hacer referencia a las perspectivas de los perplejos recaudadores de impuestos y de los preocupados trabajadores, en este capítulo se comienza por evaluar los fondos de capital privado y los fondos especulativos con sus propios parámetros: sus tasas de rentabilidad. En efecto, a menudo cuando se plantea un problema con respecto a estos fondos y sus actividades, se sugiere que se los debería tolerar más debido a la alta rentabilidad que pueden generar. ¿Pero estos fondos realmente les pagan a sus inversores mayores utilidades?

Emperadores sin ropa

En el capítulo anterior se señaló que las compras mediante emisión de deuda a veces dan exorbitantes ganancias a las firmas de capital privado que hacen esas operaciones. Como se mostró, en tan sólo unos pocos años a veces se alcanzaron índices de rentabilidad de varios cientos por ciento. Pero tomándolos en conjunto, esta industria de adquisiciones es mucho menos rentable. En realidad, no parece superar una rentabilidad promedio. Y es interesante observar que la investigación realizada por académicos independientes ha mostrado que en los hitos de la industria que se citan cuando los gerentes de los fondos de capital privado alardean de sus logros a menudo se exageran las ganancias que dan los fondos. La industria habla de los fondos exitosos pero omite los que no dieron ganancias o los que quebraron antes de terminar de formarse. De allí que digamos que los reyes de las adquisiciones podrían ser como emperadores que sin ropa.

Un estudio que se cita mucho, hecho por académicos de la Universidad de Chicago y del Instituto de Tecnología de Massachusetts, donde se examinaba el rendimiento de los fondos de capital privado entre 1980 y 2001, se señalaba que el nivel de rentabilidad promedio de los fondos, descontados los honorarios, era aproximadamente igual al desarrollo de "Standard & Poor's 500", un índice de grandes empresas que cotizan en bolsa, la mayoría de las cuales son estadounidenses. El estudio llegó a la conclusión de que la actuación de los gerentes varía mucho de un fondo a otro, y que, si bien los ingresos del capital de riesgo pueden ser algo superiores a los niveles de los

“La gran mayoría de fondos abocados a adquisiciones no agregan suficiente valor para superar una estructura de honorarios altamente irracional.”

DAVID SWENSEN, GERENTE DE FONDO, FONDO YALE ENDOWMENT, CONSIDERADO UNO DE LOS MÁS EXITOSOS INVERSORES DE CAPITAL PRIVADO.

mercados públicos, en lo referente a rendimiento, los fondos abocados a hacer adquisiciones se han situado un poco por debajo de los índices de mercados públicos comparables. Como dicen los autores “como promedio, las ganancias de las compras de empresas con fondos tomados en préstamo una vez descontados los honorarios, son inferiores a los de la lista S&P 500.¹¹”

En un estudio similar realizado por la Universidad de Amsterdam y la escuela de administración de empresas HEC de París se analizaron 1.328 fondos maduros de capital privado. Dicho estudio llegó a la conclusión de que “son exageradas las estimaciones del rendimiento que figuran en investigaciones previas y que se utilizan como hitos para la industria.¹²” Una vez más, las espectaculares utilidades del capital privado parecían ser más un mito que una realidad. En efecto, los autores encontraron que “son considerables los valores contables comunicados por fondos maduros por inversiones inexistentes” y “estos datos son tendenciosos con respecto al mejor rendimiento de esos fondos. Una vez corregidos los ejemplos tendenciosos y los valores contables aumentados, el rendimiento promedio de los fondos pasa de ser algo más alto que lo habitual a equivaler a menos del 3 por ciento anual del rendimiento de las S&P 500¹³”.

Otros estudios confirman que cuando se contemplan los riesgos particulares del capital privado –entre los cuales el alto nivel de endeudamiento utilizado para las adquisiciones no es precisamente el menor- junto a sus demás características, las inversiones de los fondos de capital privado en realidad dan una rentabilidad inferior al promedio del mercado¹⁴. O como dijera uno de los inversores más exitosos de los fondos de capital privado, David Swensen del Fondo Yale Endowment: “La gran mayoría de los fondos abocados a adquisiciones no agregan suficiente valor para superar una estructura de honorarios altamente irracional.¹⁵”

En comparación con las acciones públicas y con los fondos en bonos, parece que entre los fondos de capital privado hay una gran dispersión de las ganancias y una enorme diferencia entre el que más rinde y el que menos. A esta conclusión llegó también la firma asesora Watson Wyatt tras estudiar el rendimiento de estos en los últimos 25 años: En resumidas cuentas, los mejores gerentes de fondos de capital privado pueden ser capaces de generar utilidades superiores al nivel promedio pero no hay evidencias de que el conjunto de este tipo de actividades dé mayores utilidades que las acciones que cotizan en bolsa¹⁶.

Para quienes llevan mucho tiempo en el negocio de inversiones y reestructuración de empresas, realmente no hay nada de mágico en las adquisiciones ni en los fondos que las realizan. Un estudio hecho por el Citigroup sostiene que el capital privado tiene menos que ver con la creación de valor y más con una ingeniería financiera clásica. De este argumento se hace eco Jeffrey R. Immelt, Presidente y principal ejecutivo de General Electric, en un comentario sobre las adquisiciones. “La inmensa mayoría solamente agregan valor a través de mejoras financieras en lugar de que éstas tengan que ver con el funcionamiento.¹⁷” El estudio del Citigroup muestra además que si los fondos de jubilación y las empresas de seguros se hubieran prestado a sí mismas e invertido en la canasta de empresas donde invirtieron los grupos de fondos de capital privado, hubieran obtenido mayores utilidades que las firmas de capital privado con mayor rendimiento¹⁸.

Además, y como advertencia con respecto al actual auge de adquisiciones cada vez más prominente, parece que el crecimiento del tamaño de los fondos se traduce en una deterioración de las utilidades obtenidas por las inversiones. En otras palabras, en un nuevo libro se sostiene que con el capital privado, cuanto menos dinero se maneja, más altas son las ganancias, el tamaño es enemigo de los dividendos¹⁹. Por

Los fondos de jubilación proporcionan actualmente alrededor de la cuarta parte de todo el capital de los fondos de capital privado y también están aumentando lo que colocan en fondos especulativos. Pero muchos de ellos se quedarán esperando en vano las utilidades con las que soñaron.

lo tanto, cabe preguntarse qué ganancias darán las mega adquisiciones que se han hecho últimamente.

Con respecto a los fondos especulativos, el panorama es casi el mismo. Cuando los mercados públicos de acciones están en baja, esos fondos tienden a tener mayor rendimiento. Esto se debe a que su estrategia se basa en hacer ganancias denominadas “alfa”, que no dependen del rendimiento del mercado común. Pero cuando los mercados públicos están en alza, los fondos especulativos tienen muchas más dificultades para destacarse. De allí que en los últimos cuatro años, a los inversores les hubiera ido mejor invirtiendo en el mercado de acciones en posiciones a largo plazo que invirtiendo en fondos especulativos. En realidad, muchos de los mismos fondos especulativos reconocen que han tenido un rendimiento inferior.

Parece correcto sugerir que muchos más inversores esperarán en vano las ganancias con las que soñaron cuando decidieron acercarse a un fondo alternativo de inversión, como se los denomina. Mientras esos inversores eran los super ricos y corporaciones con enormes ganancias, el problema no era tan grave. Pero cuando los inversores son los fondos de jubilación, gracias a los cuales se supone que un trabajador común podrá percibir un sustento en su edad avanzada, la situación pasa a ser crítica. Y esto está sucediendo cada vez más. Los fondos de jubilación proporcionan actualmente alrededor de la cuarta parte de todo el capital de los fondos de capital privado y también están aumentando lo que colocan en fondos especulativos. Sin embargo, el hecho de que las ganancias superiores a las comunes no lleguen no es lo único que debería preocupar a los fondos de jubilación.

Los inversores apuestan

Evaluar el atractivo de un servicio de inversiones –que básicamente es lo que un inversor institucional compra cuando pone su dinero en fondos de capital privado y especulativos- equivale a determinar si vale lo que cuesta. Los puntos que preceden sugerirían que el rendimiento de los fondos de capital privado y especulativos está lejos de cumplir con este requisito. Pero hay más. Estos fondos no están solamente rindiendo lo habitual sino que para hacerlo cobran enormes honorarios. Debido a esto, uno de los mayores fondos de jubilación del mundo -denominado California Public Employees’ Retirement System (CalPERS)- ha criticado los honorarios de los fondos especulativos por considerarlos demasiado altos. Según CalPERS, en 2006 sus inversiones en un fondo especulativo de US\$4.300 millones generaron utilidades por un 13,4 por ciento. Ese porcentaje era algo superior al promedio de 13 por ciento de las ganancias de los fondos especulativos de Estados Unidos pero se situaba inmediatamente por debajo del 13,6 por ciento de ganancias que las S&P 500 hicieron ese año²⁰. Pagar más para obtener menos ingresos al tiempo que se asumen mayores riesgos no tiene ningún sentido para nadie. El problema inherente, que se abordará nuevamente más adelante, parece ser que, por el momento, las estructuras de honorarios de los fondos de capital privado y de los fondos especulativos tienden a favorecerse más a sí mismos que a su clientela.

invertir en fondos especulativos y en capital privado también puede ir en contra de los intereses y principios de los fondos de jubilación porque debido a ello pueden pasar a estar implicados en la determinación de las políticas de ciertas empresas, saliéndose así de la esfera de inversiones neutrales. Esto sucede obviamente en el caso de las compras mediante emisión de deuda pero también se aplica cuando los fondos especulativos toman posiciones de accionistas activistas, lo que sucede cada vez más a menudo. Los fondos de jubilación que creen en la independencia entre gerentes y dueños no deberían entonces invertir en fondos de capital privado ni en fondos especulativos activistas. Inclusive sin tales principios, las estrategias

Los fondos de jubilación que creen en la independencia entre gerentes y dueños no deberían entonces invertir en fondos de capital privado ni en fondos especulativos activistas.

Los fondos de capital privado y los fondos especulativos plantean un riesgo para la estabilidad financiera de nuestras economías y para el crecimiento y la productividad a largo plazo. Éstas son malas noticias para la mayoría de nosotros pero son todavía peores para quienes desean tener la seguridad de que sus jubilaciones les permitirán llegar a fin de mes dentro de 20, 30 ó 50 años.

“Las instituciones y sus asesores están optando por pasar a una forma de inversión que tiene muy pocas diferencias reales a la larga con respecto a las acciones; tiene mayores riesgos debido al endeudamiento, tiene menos transparencia que una cartera de acciones que cotiza en bolsa, y para la cual la institución tiene que pagar bonificaciones.”
MICHAEL GORDON, JEFE DE INVERSIONES, FIDELITY INVESTMENT

destinadas a conseguir ganancias a corto plazo a costa de los trabajadores deberían hacer que los fondos de jubilación se mantengan alejados de los agentes de la financiarización. No es de sorprender que eso sea exactamente lo que la FNV, el mayor sindicato de los Países Bajos, le dijera a sus principales fideicomisarios en un manual sobre las inversiones de los fondos de jubilación²¹.

Además, apostar por el capital privado puede ir en contra de los intereses de los inversores a largo plazo por una serie de razones. En primer lugar, hacen que se achique el mercado en el que generalmente trabajan, el de las empresas que cotizan en bolsa. Durante el primer semestre de 2006, los firmas de capital privado del Reino Unido recaudaron £11.200 millones (US\$22.400 millones), mientras que las empresas comunes de la Bolsa de Valores de Londres recaudaron £10.400 millones (US\$20.00 millones). En efecto, la presión del capital privado es tan grande que el volumen de la Bolsa de Valores se redujo en £46.900 millones (US\$92.000 millones) durante ese período, a pesar de un aumento en los precios de las acciones. Esto hizo que la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido (Financial Services Authority - FSA) advirtiera que “la calidad, el tamaño y la profundidad de los mercados públicos se pueden ver perjudicados por la expansión del capital privado. Una creciente proporción de empresas con potencial de crecimiento está siendo acaparada por el sector que no cotiza en bolsa y hay menos empresas con acciones públicas²²”. El mismo panorama se ve del otro lado del Atlántico. Allí los perdedores de este proceso están además identificados. “Cualquier achicamiento del mercado de acciones públicas deja al inversor común en mercados que tienen menos liquidez y son más caros que los de las instituciones y los ricos”, decía un informe preparado por un comité de expertos de alto nivel respaldado por Henry Paulson, Secretario del Tesoro²³.

Como ya se señalara, los fondos de capital privado y los fondos especulativos generalmente están asociados a niveles de riesgo más elevados que la mayoría de las demás inversiones. Esos riesgos no surgen solamente debido a las actividades de los gerentes de dichos fondos, están también relacionados con el secreto general y la falta de transparencia que rodea a esta industria. La misma sufre de una crónica falta de rendición de cuentas, lo que tiene serias implicaciones para todas las partes y, por supuesto, para los inversores. Por ejemplo, ¿cómo puede alguien comparar los rendimientos cuando no dispone de ninguna indicación realista sobre el rendimiento de una empresa? Es más, el actual auge del capital privado parece basarse en una obsesión por el endeudamiento que ya ha creado una burbuja. Esto es un hecho del que los inversores hacen caso omiso por su propia cuenta y riesgo. Finalmente, como se ilustra más adelante en este informe, los fondos de capital privado y los fondos especulativos también plantean un riesgo para la estabilidad financiera de nuestras economías y, con ello, para el crecimiento y la productividad a largo plazo. Éstas son malas noticias para la mayoría de nosotros pero son todavía peores para quienes desean tener la seguridad de que sus jubilaciones les permitirán llegar a fin de mes dentro de 20, 30 ó 50 años.

Esta prolongada “temporada de estupidez” de las empresas de seguros, fondos de jubilación y otros, que corren a poner su dinero en compras mediante emisión de deuda, ha sido resumida con mucha exactitud por Michael Gordon, Jefe de Inversiones de la empresa de servicios financieros Fidelity Investment, que tiene su sede en los Estados Unidos, quien dijo: “Las instituciones y sus asesores están optando por pasar a una forma de inversión que tiene muy pocas diferencias reales a la larga con respecto a las acciones; tiene mayores riesgos debido al endeudamiento, tiene menos transparencia que una cartera de acciones que cotiza en bolsa, y para la cual la institución tiene que pagar bonificaciones.”²⁴ Realmente parece estúpido.

“Parece inevitable que una gran empresa respaldada por capital privado o un conjunto de empresas más pequeñas que estén en la misma situación entren en cesación de pagos.”
AUTORIDAD DE SERVICIOS FINANCIEROS, REINO UNIDO

Dificultades en perspectiva

La oleada continuamente creciente de compras mediante emisión de deuda y de las actividades de los fondos especulativos puede terminar drásticamente en cualquier momento. Como ya se dijo, ambos fenómenos actualmente están tan inflados que parecen burbujas. Últimamente, las firmas de capital privado han podido acrecentar su endeudamiento desde niveles equivalentes a cinco o seis veces el valor real de sus bienes hasta ocho o nueve veces, acrecentando así muchísimo los riesgos y las ganancias que tienen que obtener para rembolsar la deuda. En realidad, parecería que los más astutos de la industria han visto los graffiti en las paredes y, teniendo presente el posible ingreso de Blackstone en el mercado público de valores, han comenzado a retirarse antes de que se acabe la partida. Si bien los gerentes del capital privado pueden ser muy duros al hacer sus transacciones, han sido muy generosos en sus advertencias: William Conway, el fundador de Carlyle, recientemente puso énfasis en “las sumamente riesgosas decisiones crediticias” que se están haciendo actualmente para financiar adquisiciones de empresas, vaticinando que “cuando más dure, peor será cuando termine”²⁵. Y hace ya un año, Stephen Schwarzman, de Blackstone, señalaba que “cuando termina, siempre termina mal. Una de las señales es cuando los tontos pueden obtener dinero y ahora hemos llegado a ese punto”²⁶.

Como el dinero es barato y hay demanda de inversiones de capital privado, los socios generales se muestran audaces y las adquisiciones se hacen cada vez con menos precaución. Debido a ello, aumenta el precio de las empresas que se adquieren. En realidad, la FSA ha calculado que la razón entre el precio y las ganancias de las transacciones del Reino Unido en las que los bancos pusieron capital pasó de 11 veces en 2005 a 14 veces en 2006²⁷. Al ser más altos los precios para poder adquirir empresas, se debe creer que el capital privado tiene perspectivas de hacer una mayor alquimia gerencial o que puede subir un punto su ingeniería financiera. En particular, ésta última parece ser la alternativa en estos días en que hay disponibles vastas cantidades de capital a bajo precio. La consecuencia no es solamente que las acciones comparadas con la deuda ocupan una parte más pequeña de las transacciones —de 30-40 por ciento hace un par de años a 10-20 por ciento en la actualidad— sino también que la diferencia entre la deuda y las ganancias necesarias para rembolsar la deuda se está haciendo mayor. De allí que desde 2001 hasta 2007, la razón promedio entre la deuda y las ganancias de las empresas adquiridas aumentó de seis a más de ocho, según Standard & Poor's. Y el endeudamiento a menudo es inclusive mayor. La empresa de televisión Univision, por ejemplo, se privatizó con una carga de deuda de más de 12 veces sus ganancias²⁸.

La actual oleada de capital privado impulsa las valoraciones de empresas y con ello la cantidad de endeudamiento requerido para financiar las adquisiciones. Este solo hecho hace que aumente el riesgo de cesaciones de pago individuales y bancarrotas. Pero también crea mayor volatilidad en los mercados y plantea riesgos y preocupaciones sistémicas muy amplias. El exceso de liquidez puede estar pasando de un mercado a otro, afectando en primer lugar los bienes inmuebles —donde ya se han hecho grandes ajustes, en Estados Unidos por ejemplo— y luego empresas (o “capital privado”, como se las denomina en la jerga de inversiones). El costo de tomar capital en préstamo eventualmente se ajustará hacia arriba. Cuando esto suceda, los precios de los bienes tendrán que bajar y la mayor parte de los actores de capital privado que trabajan con endeudamiento tendrán problemas. Al referirse tanto al endeudamiento como a los precios, la firma consultora Watson Wyatt señaló con cierta angustia que “algunos precios han pasado a estar totalmente desconectados de las valoraciones fundamentales. (...) Las empresas de capital privado están teniendo niveles récord de deuda y el crédito fácil ha originado

“Otro de los grandes riesgos para la estabilidad financiera está dada por el aumento de una posición similar por parte de los fondos especulativos individuales dentro de amplias estrategias de inversiones especulativas, lo que merece que se haga un monitoreo minucioso a pesar de que no hay ningún remedio posible.”
BANCO CENTRAL EUROPEO

incomprensibles estructuras de endeudamiento. Es probable que cualquier alteración significativa de la economía ocasione grandes problemas a unas pocas empresas que tienen financiamiento privado y excesivo endeudamiento. Es probable que se corrijan las ganancias a corto plazo.²⁹ El Fondo Monetario Internacional (FMI) también ha señalado que “la mayor utilización del endeudamiento, de fácil acceso en los mercados crediticios actuales, puede hacer que aumenten las cesaciones de pagos en transacciones de capital privado y/o las compras de empresas mediante emisión de deuda, y que haya repercusiones económicas y macro-prudenciales.”³⁰ La FSA también ha advertido que la actual utilización del endeudamiento significa que “parece inevitable que una gran empresa respaldada por capital privado o un conjunto de empresas más pequeñas que estén en la misma situación entren en cesación de pagos.”³¹ Una vez más, esto puede llevar a que haya problemas sistémicos y complicados créditos de emergencia por parte de los bancos centrales.

Los fondos especulativos plantean su propia serie de riesgos, tanto para los inversores como para la estabilidad financiera más general. Eso se puso especialmente de relieve cuando en 1998 el fondo estadounidense Long-Term Capital Management (LTCM) colapsó. Sus inversores y acreedores fueron rescatados solamente por un crédito de emergencia de la Reserva Federal de Estados Unidos. En 2006, el fondo especulativo Amaranth directamente entró en liquidación. Un fondo de jubilación de San Diego habría perdido US\$105 millones en ese caso³². Desde el colapso de LTCM, los fondos especulativos han pasado a ser observados más de cerca. En 2006, el Banco Central Europeo (BCE) emitió una cruda advertencia sobre las amenazas que plantean: “...Otro de los grandes riesgos para la estabilidad financiera está dada por el aumento de una posición similar por parte de los fondos especulativos individuales dentro de amplias estrategias de inversiones especulativas, lo que merece que se haga un monitoreo minucioso a pesar de que no hay ningún remedio posible. Este riesgo se magnifica todavía más con las evidencias de que las estrategias generales de los fondos especulativos han pasado también a estar cada vez más correlacionadas, aumentando así todavía más el potencial de efectos adversos de las salidas desordenadas de regímenes comerciales congestionados.”³³

El FMI, en su Informe sobre la estabilidad financiera mundial, dado a conocer en abril de 2007, señalaba que “los fondos especulativos pueden también contribuir a que aumente la volatilidad e inclusive a que ésta llegue a ser extrema en algunos casos” y puso de relieve “la potencial repercusión que tendría la bancarrota de un fondo de inversión especulativo (o de un grupo de fondos) sobre los grandes bancos y agentes de cambio y bolsa”. El FMI señaló asimismo que “los riesgos sistémicos relativos a las actividades de los fondos especulativos se refieren de manera primordial a sus posibles efectos negativos sobre importantes contrapartes reglamentadas de forma sistémica. Los fondos especulativos también pueden actuar como transmisores o amplificadores de los choques que se inician en otros lugares.” Finalmente, el Fondo señaló que “las sugerencias de requerir a los fondos especulativos que revelen periódicamente información sobre su posición (por ejemplo, al público, a los inversores, a contrapartes y/o a supervisores) se han topado con una fuerte resistencia de parte de esos fondos” pero eso puede ser útil “en lo referente a la estabilidad financiera, a los esfuerzos por desarrollar un endeudamiento estandarizado y a las medidas con respecto a la liquidez.”³⁴

Pero los fondos especulativos merecen que se les preste atención no solamente por sus estrategias inversionistas y por el hecho de que facilitan otros tipos de comportamiento del mercado. Al igual que la industria de capital privado, también han pasado a ser grandes usuarios de endeudamiento. Y próximamente utilizarán todavía más el endeudamiento en sus operativos. Estimaciones de agentes de bolsa

La historia ha mostrado que cuando el endeudamiento desempeña un papel en el desarrollo de un mercado fuerte a menudo las cosas terminan mal. Y la historia podría una vez más demostrar que se repite.

sugieren que por cada 1 por ciento que los fondos especulativos pagan a sus inversores finales, tienen que generar casi 2 por ciento de utilidades internas porque sus estrategias de inversión se basan en hacer un elevadísimo nivel de transacciones, que les cuestan diferentes honorarios y gastos de ejecución. Por lo tanto, con el fin de que sus inversores reciban utilidades de dos cifras –cosa que estos generalmente esperan como mínimo, debido a los altos costos y riesgos de estos operativos–, los fondos especulativos tendrán que alcanzar tasas internas de ganancias superiores al 20 por ciento. Como muchos fondos especulativos tienen un abanico de inversiones con márgenes de rentabilidad relativamente bajos, necesitan de un considerable endeudamiento para alcanzar sus metas. Además, los inversores esperan que los fondos especulativos den rendimientos más altos que los mercados porque, si no lo hicieran, no tendrían por qué invertir en esos fondos. Pero como ya se señalara, durante los últimos cuatro años los mercados de acciones han superado el rendimiento de los fondos especulativos. Por lo tanto, estos fondos se sienten presionados para que den lo que se espera de ellos. Debido a la naturaleza de la actividad de los fondos especulativos, esto significa que probablemente endeuden sus inversiones todavía más de lo que ya lo están haciendo. Esto creará riesgos sistémicos, como mayores niveles de cesación de pagos, y la consecuencia será que provocarán pérdidas para los fondos de jubilación y otros inversores. Y al igual que lo que sucede con las compras de empresas mediante emisión de deuda, esto puede crear efectos dominó que repercutan en otros mercados e influyan en las perspectivas del empleo.

Es evidente que los fondos de capital privado y los fondos especulativos están aprovechando lo barato que está el crédito en los mercados actuales. Y lo están haciendo corriendo el grave riesgo de quedar más expuestos cada día. En efecto, los índices de riesgo de la deuda –que en cierta medida expresan las probabilidades de que esa deuda se rembolsé– hablan por sí mismos. En 2006, más del 50 por ciento de los préstamos vinculados con las transacciones de alto endeudamiento correspondía a empresas cuyos bonos o financiamiento de préstamo recibía una calificación CCC, que es la más baja y riesgosa que se aplica a los nuevos financiamientos, según Edward Altman, profesor de la Universidad de Nueva York. Él advierte que un tercio de los bonos calificados CCC entran en cesación de pagos al cabo de tres años de su emisión y que alrededor del 50 por ciento lo hacen al cabo de cinco años. Dicho con sus propias palabras: “los inversores han venido aceptando márgenes demasiado bajos para los riesgos implicados.”³⁵

El verdadero resultado de la actual obsesión por el endeudamiento de los fondos de capital privado y especulativos es el riesgo que plantean para la estabilidad financiera por una parte y para la sostenibilidad de la economía real por otra. No se está lejos de que se produzcan colapsos financieros y bancarrotas de empresas. Éstos podrían ser detonados por empresas individuales o problemas de los fondos, masivas cesaciones de pagos de bonos de empresas, inflación o aumento de las tasas de interés. En efecto, la historia ha mostrado que cuando el endeudamiento desempeña un papel en el desarrollo de un mercado fuerte a menudo las cosas terminan mal. Si quienes reglamentan las finanzas no toman medidas con respecto a los riesgos, si no se lleva a cabo una fuerte evaluación general de los créditos y si las empresas no analizan los valores mínimos de su endeudamiento, la historia podría una vez más demostrar que se repite.

¿Seguirán a la larga?

Al igual que el auge del capital privado y los fondos especulativos plantea riesgos sistémicos para la estabilidad financiera, la naturaleza fundamental de esos fondos también puede constituir una amenaza para el desarrollo económico a largo plazo,

De continuar el actual auge de las compras de empresas mediante emisión de deuda, en el mundo habrá menos empresas innovadoras, capaces de comenzar revoluciones tecnológicas y mejorar la productividad o de impulsar las economías hacia delante y crear miles de puestos de trabajo.

Para erradicar la pobreza y crear los puestos de trabajo necesarios para la creciente fuerza laboral mundial, el mundo depende de las inversiones que se hacen en educación, investigación, tecnología y producción. Sin embargo, en el mundo está decayendo el índice general de inversiones reales en ese ámbito, que ha pasado de 23,8 por ciento del PIB en los años ochenta a 21 por ciento durante los primeros cuatro años del nuevo milenio. Con el creciente predominio de las firmas de capital privado que buscan ganancias rápidas y las compras de empresas mediante emisión de deuda con altísimo endeudamiento, las inversiones reales pueden disminuir todavía más.

tanto en el nivel empresarial como nacional. En el nivel empresarial, esto está relacionado con las acciones empresariales específicas de la dirección, con los nuevos propietarios y con accionistas minoritarios activistas. Y en el nivel agregado de una nación o una economía, esto se origina tanto por los efectos de las prioridades empresariales internas como por la repercusión financiera que la empresa y sus propietarios tienen sobre el resto de la sociedad a través del pago de impuestos.

Irónicamente las firmas de capital privado sostienen que se los debería considerar inversores a largo plazo y, además, que al hacer que las empresas que adquieren dejen de cotizar en bolsa, en realidad las liberan de las exigencias de presentar los informes a corto plazo que se exige cuando se cotiza en bolsa. En realidad, quienes propugnan el modelo de acciones privadas tienden a sostener que es más eficiente que el modelo de cotización pública precisamente porque puede cambiar sus pagos de dividendos trimestrales para que se paguen cada tres, cuatro o cinco años. Cualquier argumentación con respecto a el capital privado es de corto plazo se topa con la respuesta de que es de mucho más largo plazo que la mayoría de las grandes empresas.

Sin embargo, si bien la actual obligación de que las empresas que cotizan en bolsa comuniquen trimestralmente sus ganancias puede ser una carga y por cierto distrae a esas empresas de la tarea de ocuparse de la rentabilidad general, hay buenos motivos para pensar que las empresas pertenecientes a fondos de capital privado y fondos especulativos que desempeñan un papel de accionista activista, en verdad se inclinan hacia prioridades de corto plazo. Hay dos amplias razones para ello. En primer lugar, el hecho de que las empresas tienen que ser renovadas en el plazo de un par de años y que la única razón de su existencia ha quedado reducida a dar utilidades a sus propietarios significa que esos factores son los que determinan sus estrategias y acciones. Como los propietarios buscan una salida rápida, los gerentes están presionados para operar a corto plazo. Y la práctica por la cual las empresas de capital privado pagan dividendos mucho más elevados que otras empresas, a menudo inclusive superiores a las ganancias, significa que en el futuro esas empresas tendrán menos recursos para invertir. En segundo lugar, el peso de deuda que terminan teniendo las empresas después de haber sido compradas mediante emisión de deuda —a menudo duplicado, triplicado o más— significa que se deben movilizar todos los recursos disponibles para rembolsar esa deuda. Esto muchas veces implica que tienen que vender bienes que serían productivos o que directamente tienen que hacer frente al problema de generar los ingresos que necesitan para rembolsar esa deuda. Una vez más, esto puede obligar a las empresas a abandonar imperativos estratégicos de largo plazo para responder a sus acreedores.

Como las compras de empresas mediante emisión de deuda siguen aumentando y todavía no se ha revendido la mayor parte de las empresas adquiridas, será necesario esperar para verificar finalmente si han continuado o no invirtiendo en su futuro a largo plazo en forma de investigación, desarrollo y demás. Pero lo más probable es que no hayan hecho lo suficiente en esos ámbitos. Dado que los frutos de la investigación y el desarrollo a menudo no se cosechan hasta transcurridos por lo menos diez años desde que se sembraron sus semillas y dado que las personas de afuera siempre estarán en una mala posición para juzgar el potencial de innovación a largo plazo que pueda tener una empresa, las empresas propiedad del capital privado no están para nada motivadas para mantener niveles elevados de gastos en investigación y desarrollo y mucho menos para ampliar esas áreas de trabajo. Esto significa sin lugar a dudas que es poco probable que inviertan en tales actividades. No obstante, al no hacerlo, a largo plazo esas empresas pueden pasar a ser menos productivas o competitivas, en detrimento de sus empleados, de las

comunidades locales de las que forman parte y de las economías a las que contribuyen. Nokia, por ejemplo, inicialmente era una empresa que fabricaba botas de goma y neumáticos. También tenía un departamento de tecnología, gracias al cual más tarde la empresa pasó a ser la productora líder de teléfonos celulares y el centro en torno al cual giraba la economía finlandesa. A Finlandia, eso le significó durante años encabezar varias clasificaciones de países en función de su competitividad. Pero durante casi dos décadas, ese departamento de tecnología no había hecho sino engrosar las pérdidas de la empresa. Es evidente que ese departamento hubiera dejado de existir si la empresa hubiera sido propiedad de una firma de capital privado. También es evidente que, de continuar el actual auge de las compras de empresas mediante emisión de deuda, en el mundo habrá menos empresas innovadoras como Nokia, capaces de comenzar revoluciones tecnológicas y de mejorar la productividad o de impulsar las economías hacia adelante y crear miles de puestos de trabajo.

Además, el comportamiento a corto plazo de las empresas respaldadas por fondos de capital privado también repercute en otras empresas. Empresas que se deberían valorar por su rendimiento a largo plazo dejan de prestar atención a los aspectos fundamentales de sus actividades debido a las premisas que predominan en los círculos empresariales y entre los inversores en este momento. “No es fácil demostrar visión y liderazgo mientras pende sobre la cabeza, como una espada de Damocles, la amenaza de la competencia, o de las absorciones, de los grupos de capital privado”, dijo un alto ejecutivo estadounidense, citado en el Financial Times.³⁶

La falta de investigación y desarrollo en el futuro no solamente dimana de falta de inversiones empresariales y de asunción de riesgos. Sucederá también porque los gobiernos recaudarán menos impuestos empresariales y dispondrán entonces de menos recursos para invertir en los factores que posibilitan la emergencia de tales empresas: educación, investigación, desarrollo tecnológico e infraestructura de avanzada. En realidad, al juzgarlas por el efecto que el capital privado ya ha tenido sobre la recaudación impositiva gubernamental —que redujo drásticamente los impuestos que pagan las empresas compradas y minimizaron los tributos de los socios generales de los fondos—, las inversiones públicas tendrán que ser mucho menores en una era de financiarización y de compras de empresas mediante emisión de deuda. A menos, por supuesto, que algún otro pague la factura.

La cuestión fundamental sobre si la financiarización da prioridad al corto o al largo plazo es que tanto empresas como naciones dependen de las inversiones para seguir siendo competitivas. El mundo entero también depende de las inversiones que se hacen en educación, investigación, tecnología y producción para alcanzar el desarrollo donde no lo hay, para crear los puestos de trabajo que necesita la creciente fuerza laboral y para erradicar la pobreza. Sin embargo, en el mundo está decayendo el índice general de inversiones reales en ese ámbito, que ha pasado de 23,8 por ciento del PIB en los años ochenta a 21 por ciento durante los primeros cuatro años del nuevo milenio³⁷. Con el creciente predominio de las firmas de capital privado que buscan ganancias rápidas y las compras de empresas mediante emisión de deuda con altísimos compromisos, las inversiones reales pueden disminuir todavía más.

Sacando una y otra vez el jugo

Con las inversiones que hacen, las firmas de capital privado buscan conseguir los dividendos más altos posibles con la mayor celeridad posible. El éxito de una empresa —su reventa, fusión o reinscripción en bolsa— se considera la principal manera de hacerlo. Pero los gerentes de los fondos de capital privado están

Cuando Warner Music estaba perdiendo dinero todos los días, sus nuevos propietarios privados en acciones le hicieron sacar un préstamo de US\$700 millones, de los cuales US\$681 millones se utilizaron para pagar dividendos a los accionistas y para efectuar una recompra de parte de sus acciones.

El valor de las recapitalizaciones de dividendos –la forma más directa de extraer valores– ha aumentado más de diez veces durante el tiempo en que se ha ido levantando la oleada de compras de empresas mediante emisión de deuda. En un estudio reciente realizado entre grandes firmas de capital privado, el 97 por ciento de las personas que respondieron dijeron que durante 2007 pensaban hacer más recapitalizaciones de dividendos en las empresas de sus carteras. El 75 por ciento de ellas planeaba aumentar su aplicación de esta forma de extracción de valores.

utilizando formas cada vez más complejas y cínicas de extraer valor de las empresas que adquieren. Siguen encontrando maneras de pagar dividendos equivalentes a la inversión original mientras todavía poseen la empresa. Y se los ve cada vez más haciendo cosas dudosas para conseguir liquidez sobre su nueva propiedad, como cobrar a las empresas que poseen enormes honorarios por asesoría y prestar a sus empresas dinero con tasas de interés muy superiores a las del mercado.

Las denominadas recapitalizaciones de dividendos siguen siendo la manera preferida de sacarle jugo a las empresas. Se las efectúa haciendo que la empresa adquirida tome un nuevo empréstito, que se utiliza luego para pagar dividendos especiales a los propietarios. Esto significa que el dividendo, contrariamente a la práctica habitual, procede de la deuda y no de las ganancias. Y significa también que la deuda se utiliza para recompensar a los propietarios y no para invertir, cosa que, una vez más, es directamente lo opuesto a cualquier comportamiento empresarial sólido y saca un gran provecho del trato impositivo especial que recibe la deuda de la empresa, precisamente porque se supone que está destinada a reforzar las inversiones.

Es larga la lista de casos en los que las firmas de capital privado han cobrado sobre sus inversiones muy pronto mediante recapitalización de los dividendos. Y las cifras son pasmosas. A finales de 2004, cuando Warner Music estaba perdiendo dinero todos los días, sus nuevos propietarios de capital privado le hicieron sacar un préstamo de US\$700 millones, de los cuales US\$681 millones se utilizaron para pagar dividendos a los accionistas y para efectuar una recompra de parte de sus acciones³⁸. Y en el caso de Intelsat, una empresa que fuera estatal y que proporciona imágenes satelitales para televisión, asumió una nueva deuda en 2005 para pagar US\$548,8 millones en dividendos especiales al consorcio de firmas de capital privado que la había adquirido utilizando US\$515 millones de su propio dinero un par de años antes³⁹.

Muchas veces, esos dividendos de las recapitalizaciones dejan a las empresas con deudas paralizantes al punto de obligarlas a despedir a muchos de sus trabajadores o tener directamente que ir a la quiebra. En el año 2000, por ejemplo, Bain Capital compró la empresa estadounidense KB Toys por US\$300 millones mediante una inversión de fondos de capital privado de solamente US\$18,1 millón. Menos de un año y medio antes, se había utilizado una recapitalización de dividendos para pagar a los propietarios y a varios ejecutivos de KB Toys US\$120 millones. No mucho después la empresa solicitó ir a la quiebra para protegerse y casi la tercera parte de sus empleados perdieron sus empleos⁴⁰. Se podría pensar que la extracción de tales valores y el despojar de sus bienes a las empresas que van a quiebra es ilegal. Pero en la mayoría de los países aparentemente es completamente legal.

El valor de las recapitalizaciones de dividendos ha aumentado más de diez veces durante el tiempo en que se ha ido levantando la oleada de compras de empresas mediante emisión de deuda. En 2002, su volumen era de US\$3.900 millones, según Standard and Poor's. En 2005, era de US\$40.500 millones. Durante el primer semestre de 2006, la utilización de tales recapitalizaciones habría sido superior al 23 por ciento con relación al mismo período de 2005. Y en un estudio reciente realizado entre grandes firmas de capital privado, el 97 por ciento de las personas que respondieron dijeron que durante 2007 pensaban hacer más recapitalizaciones de dividendos en las empresas de sus carteras mientras que el 75 por ciento de ellas planeaba aumentar su aplicación de esta forma de extracción de valores⁴¹.

Como se mencionara anteriormente, otras de las técnicas utilizadas para sacar el jugo a las empresas, son los honorarios de administración y asesoría, como así también préstamos de accionistas. Como las firmas de capital privado que adquieren

empresas no solamente designan una nueva ejecutiva sino que a menudo ponen a sus propios empleados a efectuar la reestructuración y la ingeniería financiera de esas empresas, les ha parecido natural cobrar a las empresas grandes sumas por esa tarea. De allí que luego de que Blackstone adquiriera Celanese, una empresa alemana de productos químicos, le cobró US\$64 millones en 2004 por sus servicios de asesoría, seguidos de US\$45 millones en 2005⁴². Con respecto a los préstamos de accionistas, una investigación realizada por las autoridades fiscales danesas encontró que las empresas danesas que habían sido compradas por firmas de capital privado extranjeras tomaban préstamos de sus propios dueños a tasas del doble de los préstamos bancarios normales. Descubrieron asimismo que las grandes cantidades que se pagaban en dividendos a los fondos de capital privado muchas veces volvían a la empresa como préstamos⁴³. Este último truco es atractivo debido a que los intereses que se pagan sobre tal deuda son deducibles de impuestos: en última instancia, también contribuye a llenar los bolsillos de los peces gordos del capital privado, en este caso, a expensas de los contribuyentes comunes.

Operaciones entre socios , delito de información privilegiada, deslealtad gerencial y otros riesgos morales

Si bien las formas de sacarle el jugo a las empresas enunciadas anteriormente pueden no ser consideradas delictivas en muchos países, no están lejos de serlo. Y hay buenos motivos para preocuparse por la manera en que los grupos que hacen las adquisiciones pueden sacar provecho de los mercados de endeudamiento y las empresas cuya propiedad adquieren para recompensarse a sí mismos. Por lo tanto, aunque estas prácticas muchas veces son legales, las mismas y toda una serie de otros aspectos de los fondos de capital privado que se tratarán en las secciones siguientes, tienen relación con la gobernanza corporativa y con las reglas de la prudencia, como así también con otras reglamentaciones normativas o indicativas para efectuar la gestión de una empresa y operar en los mercados financieros.

El Departamento de Justicia de Estados Unidos está investigando a algunas de las más grandes firmas de capital privado de ese país —entre las cuales están Carlyle y KKR— por haber participado en “operaciones entre socios”. Tales operaciones surgen cuando varios fondos se unen para hacer ofertas y adquisiciones conjuntas. A medida que fue creciendo la dimensión de las operaciones, aumentó la frecuencia de las operaciones entre socios. La mayoría de las firmas de capital privado, a pesar del creciente tamaño de los fondos que manejan, siguen sin poder llevar a cabo solos las transacciones más grandes. De las diez operaciones más grandes que se hicieron en los Estados Unidos en los últimos años, ocho fueron llevadas a cabo por varios socios. El valor de esas operaciones habría llegado a un total superior a los US\$270.000 millones y habrían abarcado a 630.000 empleados⁴⁴. No obstante, las operaciones entre socios no han pasado a ser objeto de análisis debido a su tamaño ni a la cantidad de puestos de trabajo que ponen en peligro. La atención que se les presta se debe a que se considera que reducen la competencia por una empresa y de esa manera, el precio que se paga por ella. En efecto, el Departamento de Justicia está investigando si esas empresas formaron o no sus grupos de oferta para no competir entre sí y mantener bajos los precios⁴⁵.

Otra sería cuestión vinculada con las firmas de capital privado es si al hacer sus operaciones se crea un abuso de información. Tal abuso, denominado “delito de información privilegiada”, lo pueden cometer las dos firmas que están ponderando si hacer o no una oferta, como así también otros actores del mercado que invierten en acciones y otros productos. La Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido, en la evaluación que hizo en 2006 sobre este tema, consideró que el abuso de mercado era el riesgo mayor, más importante y más difundido vinculado con las transacciones

“¿Cómo seguirán haciendo dinero las firmas de capital privado si se limitan a traspasar constantemente empresas? Lo harán cobrando honorarios, honorarios y más honorarios.”
WARREN BUFFET,
FUNDADOR, BERKSHIRE
HATHAWAY

de capital privado. Señaló que “la considerable corriente de delicada información sobre precios relacionada con las transacciones de capital privado crea un considerable potencial para que se cometa un abuso de mercado. Esta corriente está aumentando a medida que crece la complejidad de las transacciones y que intervienen más partes interesadas. La implicación de los participantes en los mercados públicos y privados y el desarrollo de productos afines que se comercian en distintos mercados, como por ejemplo las permutas por insolvencia (credit default swaps), acrecientan el potencial para que se cometan abusos. (...) hemos estimado que el mayor riesgo está dado por el potencial de fuga de información. Este riesgo existe debido a la gran cantidad de personas que intervienen en las operaciones de capital privado y porque no todos los participantes tendrán éxito en su participación propuesta.⁴⁶”

De la misma manera e íntimamente vinculada a la cuestión de quién dispone de una u otra información, en distintas operaciones de capital privado se ha planteado la cuestión de la lealtad gerencial. Esta cuestión surge porque los ejecutivos, que se supone responden a los actuales dueños de las empresas para las que trabajan, a menudo tienen intereses personales para que se haga una adquisición o una compra mediante emisión de deuda. Tales problemas de lealtad se dan cuando se ofrece a la gerencia una enorme prima personal que se pagará una vez que se cierre el trato o, como también sucede, cuando se los incluye en el grupo de inversores que compran la empresa. No parece rebuscado pensar que esto se hace para neutralizar cualquier posible oposición a una adquisición que puedan hacer los altos ejecutivos de la empresa tomada como blanco de la operación. En realidad, algunos gobiernos ya han puesto de relieve este posible conflicto de intereses entre los ejecutivos y los accionistas cuyos intereses tienen la obligación de cuidar, y han planteado maneras de superar el problema, por ejemplo, prohibiendo que antes de que se concrete una operación se hagan acuerdos entre ejecutivos y los adquirientes donde incluyan bonificaciones para los ejecutivos que se quedan en la empresa.⁴⁷

Desde un punto de vista más general, cuando firmas de capital privado absorben un fondo privado en acciones compra una empresa, las juntas directivas de las empresas parecen pasar a ser cada vez más irrelevantes. Esto va en contra de la presunción tradicional de una buena gobernanza corporativa, que se basa en la premisa de una junta directiva activa e independiente. La división de papeles entre los accionistas y la gerencia —los dueños del capital y sus empleadores— es tanto más ficticia cuando los dueños son firmas de capital privado. Tales firmas pueden ejercer considerable influencia sobre la gerencia pero sin que por ello deban hacer frente a las exigencias de dar explicaciones que rigen para las empresas que cotizan en bolsa.

Dentro de los mismos fondos de capital privado —y por ende entre socios generales y socios comanditarios, es decir, quienes administran el dinero invertido y los inversores— también existe otra serie de conflictos y problemas morales. Se refieren a la estructura de honorarios y a la asignación del riesgo, que fundamentalmente favorecen ambos a los socios generales. Como se muestra en el primer capítulo de este informe, un administrador de un fondo no pierde nada si el fondo fracasa y a menudo le resultará conveniente aceptar perder una posición lo más rápidamente posible si se ve que no es rentable. O, como dijera Warren Buffet, el fundador de Berkshire Hathaway y quizás el más exitoso inversor de la historia: “¿Cómo seguirán haciendo dinero las firmas de capital privado si se limitan a traspasar constantemente empresas? Lo harán cobrando honorarios, honorarios y más honorarios.”⁴⁸

Una vez que los fondos de capital privado han tomado posesión de una empresa, los fondos de capital privado generalmente adoptan estrategias que implican grandes recortes de gastos. La repercusión se hace sentir en los trabajadores, que tienen que hacer más cobrando menos.

Soportando el peso de los riesgos y recortes – Los trabajadores/as y los fondos de capital privado

Uno de los aspectos más controvertidos de los fondos de capital privado es su repercusión sobre los puestos de trabajo. Cuando los trabajadores y sus sindicatos se quejan arguyendo que cuando las empresas son adquiridas por firmas de capital privado recortan los puestos de trabajo, hacen bajar los salarios, suprimen prestaciones y reducen la calidad de las condiciones de trabajo, el capital privado rápidamente responde que sus miembros crean empleos y lo hacen a un ritmo más rápido que otras firmas. Pero inclusive si eso fuera cierto, la creación de empleo agregado nada dice sobre la calidad de los puestos de trabajo ni de las relaciones de empleo, ni tampoco sobre los cambios en la remuneración y las condiciones de trabajo.

En el plano nacional e internacional, hasta ahora son relativos los datos cuantitativos sobre el efecto que tiene el capital privado en los empleos. En la mayoría de los estudios que se hicieron sobre esta cuestión hay además problemas de metodología y esos estudios están lejos de poder ser considerados independientes. Cuando se hacen por encargo del lobby de capital privado, los resultados muestran que parecen estar predispuestos a encontrar datos que les den una buena imagen. Como muchas veces no efectúan una distinción entre el capital de riesgo para solventar nuevas empresas y el dinero que se destina a las adquisiciones o mezclan el crecimiento “orgánico” y real del empleo con el de las fusiones y adquisiciones, sus cifras no alcanzan a responder a la pregunta básica, que es si las adquisiciones respaldadas por capital privado crean nuevos puestos de trabajo o los reducen. En un análisis detallado de 1.350 adquisiciones realizadas en el Reino Unido entre 1999 y 2004 se observó que la respuesta podría ser tanto “sí” como “no”. En general, todas las empresas reducen puestos de trabajo durante el primer año de la adquisición. Sin embargo, a la larga, alrededor de las dos terceras partes de ellas agregaron puestos de trabajo durante el tiempo en que las empresas estuvieron en manos privadas, mientras que un tercio de ellas recortaron puestos de trabajo durante ese período. Estas reducciones de empleo fueron muy marcadas –originando una merma de 18 por ciento de la fuerza laboral durante el período de seis años- en empresas donde los nuevos propietarios llevaron consigo una nueva ejecutiva. Por otra parte, en empresas donde siguió habiendo la misma ejecutiva, la fuerza laboral creció un 36 por ciento entre 1999 y 2004⁴⁹.

Para procurar sacar valor de las empresas y asegurarse de que pueden obtener un precio más alto por ellas que el que pagaron, los gerentes de capital privado básicamente pueden hacer una de las siguientes dos cosas: vender los bienes no básicos y reducir actividades, lo que significaría reducir personal, o aumentar la afluencia de dinero expandiendo las actividades y, en consecuencia, tomando nuevos empleados. De allí que no es de sorprender que algunas empresas pertenecientes a fondos de capital privado puedan mostrar un crecimiento del empleo. En primer lugar, porque en tales estadísticas se incluye todo el capital que tienen estos fondos de capital privado, inclusive el capital de riesgo (venture capital). En segundo lugar, porque las firmas de capital privado –diligentes para analizar las perspectivas de obtener ganancias como uno bien puede esperarse- naturalmente sólo invierten en empresas cuyo valor consideran que pueden mejorar.

Como los grupos adquirentes toman como blanco empresas que consideran pueden hacer que sean más eficientes con menos personal –donde ven posibilidades de reducir costos, mejorar el funcionamiento y reestructurar la organización-, el recorte de los gastos en mano de obra es un resultado predecible. El hecho de que las empresas tenga que rembolsar rápidamente su deuda es un factor que se suma a la necesidad de sacarle el jugo a los trabajadores que quedan en nómina. En realidad, el estudio de las 1.350 adquisiciones al que se hizo referencia anteriormente

encontró que los salarios de los trabajadores de esas empresas subían a un ritmo menor que los salarios que pagaban otras empresas. Como promedio, un trabajador de una de esas empresas tenía una pérdida relativa de £83,70 (US\$167) por año comparado con firmas similares de propietarios tradicionales. Cuando los nuevos propietarios pusieron una nueva ejecutiva, la pérdida relativa por trabajador era de £231,35 (US\$460) por año. El estudio también concluyó que cuanto más grande era la firma adquirida por el capital privado, tanto mayor era también la presión para que bajaran los salarios⁵⁰. Los trabajadores/as y sus sindicatos pueden contar casos todavía más rigurosos de recortes de empleos y salarios.

Presión para que bajen los salarios, las condiciones de trabajo, las jubilaciones y otras prestaciones

- > Poco después de que la Automobile Association (AA) del Reino Unido fue adquirida por CVC y Permira en 2004, la empresa redujo su fuerza laboral de más de 10.000 personas a 7.000. Actualmente, la AA tiene escasísimo personal y se obliga a los trabajadores a hacer turnos suplementarios, como así también a renunciar o postergar sus licencias anuales⁵¹.
- > Eircom, el mayor proveedor irlandés de telecomunicaciones, que fue privatizado en 2005 mediante una compra concertada entre socios, habría recortado todas las inversiones que hacía en capacitación del personal tras la absorción.
- > En Alemania, el fabricante de baños y cocinas Grohe, fue revendido en 2004 a nuevos propietarios de capital privado. Poco después anunció que se reduciría a la mitad la cantidad de puestos de trabajo que tenía en Alemania. Al finalizar la reestructuración y luego de que el sindicato local hubiera planteado alternativas serias, los recortes que se efectuaron en los puestos de trabajo fueron menos, no obstante lo cual sumaron 770⁵².
- > Después de que Intelsat hubiera sido adquirida en 2001 por un consorcio de firmas de capital privado, se recortaron inmediatamente los gastos en mano de obra. Nada más que entre junio de 2004 y septiembre de 2005 se redujo la mano de obra en un 18 por ciento. Además, la empresa se negó a pagar las prestaciones médicas de los jubilados, sosteniendo que no tenía obligación de cumplir las promesas que hicieran los dueños anteriores. Se le entabló juicio a la empresa, que actualmente está haciendo grandes concesiones para recompensar a los jubilados⁵³.
- > Gate Gourmet, que fue absorbida por TPG, ha visto declinar su fuerza laboral de 26.000 personas a 22.000. Su personal permanente trabaja sometido a la amenaza del despido y con frecuencia se contrata personal temporero. A los trabajadores que están con licencia por enfermedad o vacaciones a menudo se los despide enviándoles una simple carta⁵⁴.
- > Menos de una hora después de haber adquirido Airwave, la empresa que proporciona la red digital de radio para servicios de emergencia del Reino Unido, en una transacción de £2.000 millones (US\$4.000 millones), los nuevos propietarios del capital privado anunciaron que abandonarían el plan de jubilaciones con prestaciones garantidas que había⁵⁵.

La reducción de gastos que hacen las firmas de capital privado no afecta únicamente a las empresas donde se hacen. Repercute en las empresas que cotizan en bolsa y origina una oleada de despidos y de presiones sobre los salarios fuera de su coto privado. De allí que actualmente no es raro que las empresas reduzcan puestos de trabajo y aumenten su nivel de endeudamiento, solamente para resistir las licitaciones del capital privado. Sin embargo, los grupos abocados a las adquisiciones muchas veces los atrapan lo mismo y entonces se hacen todavía más recortes de costos, incluyendo despidos.

“La parte que no recibe recompensa es la de los trabajadores, los cuales en general ven disminuida su seguridad en el empleo y pierden prestaciones.”
PAUL MYNERS, EX
PRESIDENTE DE MARKS
AND SPENCER

Ya sea que una empresa adquirida en una de estas compras cree o recorte puestos de trabajo, ya sea que permita que los salarios sigan su curso habitual o los restrinja, ya sea que invierta en su fuerza laboral o la explote tanto como pueda, el capital privado es fundamentalmente un modelo hostil a los trabajadores. Con las liquidaciones de activos, los rápidos traspasos de propiedad y otras maneras de asegurarse rápidamente altas ganancias como su principal estrategia, a los fondos de capital privado no les interesa invertir en sus empleados, no necesitan tener asociaciones de empleador y empleados y no tienen motivo alguno para pagar más del mínimo en lo que a salarios, prestaciones y condiciones de trabajo se refiere. En su tremendamente azaroso juego de ingeniería financiera que aumenta muchísimo la probabilidad de bancarrotas, los trabajadores son los que corren el mayor riesgo. Cuando las empresas compradas por capital privado se derrumban, sus propietarios casi siempre han recuperado por lo menos sus inversiones iniciales habiendo tomado lo que pudieron de los ingresos de las empresas antes del derrumbe. Los trabajadores, por su parte, pierden sus empleos, sus ingresos y cualquier jubilación o plan de salud que pueda venir con ellos. Paul Myners, ex Presidente de Marks and Spencer, captó muy bien las relaciones de riesgo y recompensa que hay en el modelo de los fondos de capital privado cuando dijo: “La parte que no recibe recompensa es la de los trabajadores, los cuales generalmente ven disminuida su seguridad en el empleo y pierden prestaciones.”⁵⁶

Firmas de capital privado: empleadores invisibles, falta de información, de consultas o relaciones laborales

Actualmente se estima que casi el 20 por ciento de las personas que trabajan en el sector privado del Reino Unido está indirectamente empleada por firmas de capital privado. En Francia, ese porcentaje es de alrededor del 9 por ciento y en Dinamarca de 4 por ciento. En efecto, los mayores fondos de capital privado surgieron como los empleadores de facto de centenares de miles de trabajadores, ubicándose entre los empleadores más grandes del mundo pero sin que reconozcan ninguna de las responsabilidades de los empleadores. Bain Capital posee empresas donde trabajan 662.000 personas, en la cartera de KKR hay empresas que sumadas tienen 540.000 personas en sus nóminas, para Blackstone la cifra es de 350.000, para TPG es de 300.000 y para Carlyle es de 200.000⁵⁷. Los fondos de capital privado están verdaderamente cambiando el escenario de las relaciones laborales de muchos trabajadores, lamentablemente, en una forma que origina una deterioración de las tradiciones de diálogo social que llevó décadas afianzar. Por otra parte, los trabajadores se tienen que enfrentar a empleadores invisibles que no demuestran ningún interés en tratar con ellos o en informarles lo que le sucede a sus lugares de trabajo. Además, se topan con prácticas patronales cada vez más cínicas y duras que los explotan al máximo, al igual que con ejecutivos que admiten abiertamente su hostilidad hacia los sindicatos.

Cuando las empresas son adquiridas por fondos de capital privado, a sus trabajadores generalmente se los deja de lado sin proporcionarles ninguna información ni darles posibilidad de influir en la transacción. Sus nuevos empleadores son invisibles para ellos y aunque la transacción puede cambiar su vida laboral, se los deja en la incertidumbre con respecto a su futuro. Básicamente, esto va en contra de los principios que rigen los traspasos de propiedad en la mayoría de los países. En Estados Unidos, por ejemplo, la directiva sobre derechos adquiridos (Acquired Rights Directive)⁵⁸ está destinada a garantizar una continuidad de los términos y condiciones de empleo en caso de venta. La directiva y la reglamentación nacional, como la del Reino Unido de 2006 relativa al traspaso de una empresa (protección del empleo) (Transfer of Undertakings (Protection of Employment) Regulations, también denominada TUPE), exige que se comunique previamente la

Cuando las empresas son adquiridas por fondos de capital privado, a sus trabajadores generalmente se los deja de lado sin proporcionarles ninguna información ni darles posibilidad de influir en la transacción. Sus nuevos empleadores son invisibles para ellos y aunque la transacción puede cambiar su vida laboral, se los deja en la incertidumbre con respecto a su futuro.

información pertinente a los delegados de los empleados, que se consulte previamente con los representantes de los empleados y que se proteja a los empleados afectados. Pero tales reglas no se aplican en el caso de un traspaso global de la propiedad de las acciones. Esto significa que las adquisiciones de los fondos de capital privado no se consideran un cambio de dueño que afecte las relaciones laborales. Y también significa que los fondos de capital privado pueden evadir cualquier responsabilidad de empleadores en un proceso de negociación colectiva. Como lo señalara la Unión Internacional de Trabajadores de la Alimentación, la Agricultura y Afines (UITA), una federación sindical internacional, algunos de los empleadores de facto más grandes del mundo “ahora habitan un universo paralelo donde no se aplican muchos de los aspectos clave de la legislación laboral.⁵⁹”

Además, los trabajadores y sus representantes a menudo se ven confrontados con que una vez que los establecimientos donde trabajan han sido objeto de tales adquisiciones, las empresas los intimidan y aplican tácticas antisindicales en gran escala. En muchas empresas, luego de esas adquisiciones se ha deteriorado el entorno laboral y las relaciones entre empleados y directivos. A veces, especialmente cuando los nuevos propietarios reclamaron que se hicieran muchos despidos, hubo directivos que hostigaron a los trabajadores más vulnerables de los lugares de trabajo. El sindicato GMB del Reino Unido estima que la Automobile Association es un ejemplo de ello. Las experiencias de los casos individuales son sombrías pero la investigación académica muestra que tales experiencias no son casos aislados sino que se arraigan en los enfoques de la patronal hacia los sindicatos. Un estudio de esas adquisiciones hecho en los Países Bajos y el Reino Unido encontró que luego de tales absorciones disminuyó la cantidad de empresas que reconocen sindicatos. Además, mostró que solamente el 6 por ciento de los gerentes holandeses y 10 por ciento de los gerentes del Reino Unido en las empresas pertenecientes a fondos de capital riesgo tomadas como ejemplo tenían una actitud positiva hacia los sindicatos y que el 40 por ciento de los ejecutivos de esas empresas del Reino Unido tenían una actitud negativa⁶⁰. La Work Foundation, un comité asesor independiente con sede en Londres, considera que esas observaciones “implican que el retirar el reconocimiento [a los sindicatos] era por lo menos uno de los motivos para tomar la senda de los fondos de capital privado.⁶¹”

El eje del modelo es una agresiva planificación impositiva

Como se mostró en partes anteriores de este informe, la transición de los fondos de capital privado desde tipos alternativos de inversión hacia los más centrales de la economía ha sido detonada por las bajas tasas de interés y por la excesiva utilización de endeudamiento. Íntimamente relacionado con esto está el trato impositivo que se da a la deuda y el hecho de que muchas empresas que han sido adquiridas mediante emisión de deuda han reducido considerablemente los montos que pagan en concepto de impuestos. Esto significa que gran parte de los costos extra del mayor endeudamiento se cubren con deducciones impositivas.

En la mayoría de las jurisdicciones se pueden deducir de los impuestos los intereses que se pagan sobre la deuda porque se los considera gastos de funcionamiento que permiten que la empresa en cuestión opere, contrate personal e invierta para el futuro. Sin embargo, en las compras de empresas mediante emisión de deuda, ésta se usa exclusivamente para posibilitar la adquisición, es decir, para que se traspase la propiedad de las misma y no para crear ningún valor económico, producción ni empleos. Esto es posible porque en la mayoría de los países se pueden declarar conjuntamente los impuestos de la sociedad de cartera y los de la empresa que ésta adquiere mediante una de esas compras. La consecuencia es que, en realidad, se

Al analizar siete grandes empresas que fueron adquiridas por fondos de capital privado, el Ministerio del Sistema Tributario de Dinamarca encontró que luego de esas adquisiciones, las mismas habían reducido más de 85 por ciento los montos de impuestos que deben pagar. Se estima que se están perdiendo actualmente unos DKK2.000 millones anuales de recaudación impositiva debido a la agresiva planificación fiscal de las firmas de capital privado y que si no se toman medidas, dentro de un par de años esas pérdidas pasarán a ser de DKK15.000 millones anuales, lo que equivale al 25 por ciento del total de ingresos procedentes de los impuestos a las empresas.

puede estar comprando la empresa con su propio dinero, que los impuestos sobre la empresa se reducen muchísimo (especialmente en los casos donde la financiarización de la deuda procede del exterior y los nuevos propietarios tienen su sede fuera del país de residencia de la empresa adquirida) y que se erosiona la recaudación impositiva de los países.

Si bien hay muchas evidencias anecdóticas sobre e la agresiva planificación fiscal de las empresas que han sido adquiridas por fondos de capital privado, hasta ahora no hay estudios que documenten sus efectos macroeconómicos. Sin embargo, una investigación que está realizando el Ministerio del Sistema Tributario de Dinamarca muestra el alarmante efecto que las compras de empresas mediante emisión de deuda pueden tener sobre las finanzas públicas. Al analizar siete grandes empresas que fueron adquiridas por firmas de capital privado, el Ministerio concluyó que luego de esas adquisiciones, las mismas habían reducido más de 85 por ciento los montos de impuestos que deben pagar. En el año de la adquisición pagaron colectivamente DKK2.400 millones (US\$ 420 millones) en concepto de impuestos a las empresas. Al año siguiente de la adquisición, esa cifra había bajado a DKK400 millones (US\$70 millones). El Ministerio descubrió asimismo que por lo menos a una de las empresas se le reembolsarían impuestos debido al aumento de los intereses de la deuda que ahora está pagando⁶².

Antes de dar a conocer estos resultados, el gobierno de Dinamarca y había estimado que estaba perdiendo de recaudar muchísimos impuestos debido a cómo eluden su pago los firmas de capital extranjeras. De allí que a comienzos de 2007 dijera que sus análisis mostraban que “una serie de fondos de capital privado están llevando a cabo una planificación impositiva mucho más agresiva de lo que se haya visto anteriormente y, en realidad, no pagan los impuestos daneses a las empresas.”⁶³

Y afirmó que no toleraría que así fuera. El gobierno estima que está perdiendo actualmente unos DKK2.000 millones (US\$350 millones) anuales de recaudación impositiva y que si no se toman medidas, dentro de un par de años esas pérdidas pasarán a ser de DKK15.000 millones anuales, lo que equivale al 25 por ciento del total de ingresos procedentes de los impuestos a las empresas. En enero de 2007, el gobierno —formado por partidos conservadores y liberales y considerado en general favorable a las empresas— propuso entonces leyes para reducir el abuso que el capital privado comete contra las reglas impositivas danesas. Y en abril de 2007 anunció que había llegado a un acuerdo con su asociado de coalición sobre enmiendas a la legislación existente en ese ámbito⁶⁴. La nueva legislación podría adoptarse ya en el verano de 2007. Eso significará que la posibilidad de deducir los intereses de los impuestos se limitará a empresas de un determinado tamaño —en la práctica, solamente 1.000 de las mayores empresas del país— de manera que la medida afecte solamente a las empresas que tienen una planificación impositiva más agresiva. El gobierno estima que con esta legislación golpeará a estos grupos en el centro de sus operativos y que en el futuro tendrán que irse a otros países. Hablando a un grupo de fondos de capital privado nacionales e internacionales que sostenían que estaban creando puestos de trabajo en el país, Kristian Jensen, Ministro del Sistema Tributario, replicó ásperamente: “No es difícil crear empleos y crear crecimiento si la empresa adquirida por un fondo privado no paga impuestos mientras que sus competidores sí lo hacen. Eso no me impresiona.” Y agregó que “cuanto más traspasen nuestros límites legales con la agresiva planificación impositiva, mayor será la presión sobre los políticos para que actúen y la detengan con una legislación cada vez más pormenorizada.”⁶⁵

El gobierno alemán también observó el problema creado por la disminución de la recaudación de impuestos a las empresas y ha comenzado a preparar una

“No es difícil crear empleos y crear crecimiento si la empresa adquirida por un fondo de capital privado en acciones no paga impuestos mientras que sus competidores sí lo hacen. Eso no me impresiona.”

KRISTIAN JENSEN,
MINISTRO DEL SISTEMA
TRIBUTARIO, DINAMARCA

legislación similar a fin de hacer más estricta la ley sobre la posibilidad de deducir la deuda del monto de impuestos que deberían pagar. Se dice que la propuesta en curso en este país es todavía más estricta que la danesa, poniendo un tope mucho más bajo para los intereses que se pueden deducir de los ingresos. En el Reino Unido, las autoridades están estudiando esta cuestión. De allí que en marzo de 2007, Ed Balls, Secretario Económico del Tesoro, dijera que la actual gravación impositiva de las firmas de capital privado les estaba “dando una ventaja impositiva que no concuerda con el principio de que los intereses son un gasto de los negocios” y anunció “que el gobierno revisará las reglas actuales que se aplican a la utilización de la deuda de los accionistas cuando ésta reemplace las acciones en las adquisiciones con alto nivel de endeudamiento, a la luz de las evoluciones del mercado y con el fin de garantizar que las reglas existentes cumplan con su cometido original.⁶⁶” También se ha anunciado que se harán revisiones en otros países donde el capital privado enloqueció haciendo adquisiciones, como Australia⁶⁷.

El tratamiento fiscal que se da a los gerentes de los fondos de capital privado y de los fondos especulativos es similar al de los impuestos empresariales de empresas propiedad de capital privado. Como se mencionó en el primer capítulo de este informe, gran parte de los ingresos de esos gerentes —el habitual 20 por ciento de “intereses trasladados” que cobran sobre los ingresos superiores a ciertos umbrales— se gravan con la tasa de bajas ganancias de capital, no con la tasa correspondiente a altos ingresos. En los Estados Unidos, esto significa que consiguen pagar el 15 por ciento de impuestos en lugar del 35 por ciento. En el Reino Unido se ha informado que los gerentes pagan apenas 4-5 por ciento de impuestos sobre ingresos que suman millones⁶⁸.

Los expertos legales están cada vez más preocupados por las desigualdades y anomalías de esta situación. Victor Fleischer, profesor asociado de la Escuela de Leyes de la Universidad de Colorado, señala que “los gerentes de capital privado están manejando los fondos y poniendo ellos mismos sólo pequeñas cantidades del capital y, sin embargo, las utilidades de sus ingresos laborales se gravan impositivamente como ganancias de capital. En el sistema impositivo esto constituye una anomalía. Cuando alguien hace un trabajo, normalmente se le aplican las tarifas impositivas ordinarias para los ingresos y en este caso tenemos a algunos de los trabajadores más ricos del país que pagan una tarifa impositiva baja.⁶⁹” También los encargados de reglamentar han comenzado a examinar esta cuestión. Eric Solomon, Vicesecretario del Tesoro de los Estados Unidos, ha confirmado que tanto el Tesoro como el Servicio de Impuestos Internos (Internal Revenue Service - IRS) están estudiando el tratamiento fiscal que se da a los fondos especulativos y lo mismo están haciendo diversos comités sobre el régimen fiscal pertenecientes al Congreso de Estados Unidos con respecto a los gerentes de los fondos de capital privado⁷⁰.

Los servicios públicos y las empresas de servicios públicos en peligro

En el primer capítulo de este informe se señaló que las firmas de capital privado han comenzado a poner mucho más la mira en empresas de propiedad estatal y otros proveedores de servicios públicos y empresas de servicios públicos. Durante los últimos 10-20 años, muchas de esas empresas han sido privatizadas total o parcialmente. A menudo operan en mercados en cierta manera monopólicos que exigen reglamentación para mantener un control sobre el poder monopólico y para garantizar que se cumplan los compromisos de servicios. No obstante, el traspaso de la propiedad de tales empresas a firmas de capital privado, ya sea que ocurra como una primera privatización o como una segunda o tercera venta después de la privatización, crea una serie de conflictos y posibles problemas para las sociedades a las que esas empresas se supone deben servir.

La reglamentación debe hacer que se retrotraigan los riesgos sistémicos que plantean para la estabilidad financiera, la manera en que socavan el desarrollo económico a largo plazo y las injusticias sociales de las que son responsables en nuestras economías y sociedades.

En primer lugar, hay un conflicto entre las prioridades a largo plazo declaradas por los proveedores de servicios y los intereses a corto plazo de los nuevos propietarios. Las firmas de capital privado, como en el caso de otros tipos de empresas que adquieren, querrán sacar gran parte de los ingresos de la empresa con el fin de retribuir a sus inversores y rembolsar la deuda que utilizaron para adquirirla. Si las circunstancias fueran diferentes, tales ingresos se podrían destinar a hacer reinversiones, bajar los precios o mejorar la calidad de los servicios que se brindan. Como es probable que la empresa también se endeude más, en el futuro generará menores fondos para hacer otras inversiones y recibirá de esta manera una calificación inferior para los créditos, con lo que cualquier crédito que le otorguen para ampliar sus operativos será más caro. En consecuencia, y como lo dictaría también la lógica que aplican los nuevos dueños, es probable que aumenten los precios que pagan los consumidores.

En su informe titulado “Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis” (Fondos de protección fondos de capital privado – Sumario), el Partido Socialista Europeo (PSE) ha mostrado también que las prioridades a corto plazo de los grupos adquirentes y la atención que prestan al desarrollo a largo plazo los operadores de infraestructura chocan también en otros ámbitos. Entre ellos están la investigación y desarrollo, la capacitación y las inversiones en personal y en las estrategias de fijación de precios⁷¹. Varios de esos conflictos son los mismos que se plantean en otros tipos de empresas adquiridas por firmas de capital privado. No obstante, en el caso de otros tipos de empresas, quienes más pierden al prevalecer las ganancias a corto plazo son los trabajadores de la empresa. Cuando se trata de los proveedores de servicios públicos, de las empresas de servicio público o de las infraestructuras, además de los trabajadores, es toda la población la que a diario depende de ellos. La inherente contradicción entre la finalidad de los proveedores de servicios públicos y los intereses de firmas de capital privado significa que forman una pareja totalmente incompatible. Pero como esas empresas pueden ser sumamente lucrativas para los inversores, los gerentes de los fondos ponen cada vez más empeño en que se hagan tales casamientos forzados.

La arriesgada caminata sobre cáscaras de huevo

La oleada de capital privado y de fondos especulativos todavía está subiendo. En 2007 habrá más compras de empresas mediante emisión de deuda que en 2006, que fue un año récord. Los fondos especulativos también están alejándose del ámbito de las inversiones alternativas para pasar a constituir acciones de la corriente financiera principal que atraen a todo tipo de inversores institucionales. Parece inevitable que en algún momento la oleada baje. Después de todo, no es la primera vez que en la historia se hayan hecho compras mediante emisión de deuda. Y la historia muestra que este fenómeno es en verdad altamente cíclico. La cuestión no es entonces “si bajará” sino “cuándo” y “cómo”. ¿Será cuando la comunidad inversora se dé cuenta de que la mayoría de los fondos, ya sean los fondos de capital privado o los fondos especulativos, son tan insustanciales como los emperadores sin ropa? ¿Cuándo el daño a los trabajadores y a las sociedades haya sido tanto que los políticos y los encargados de dictar la reglamentación tengan que hacer algo? ¿O será simplemente cuando se reviente la burbuja? Como se mostró en este capítulo, esto puede muy bien suceder en cualquier momento. Y puede llegar a equivaler a un avión que se estrella en lugar de hacer un suave aterrizaje.

Es irónico que precisamente el aparente éxito de los fondos de capital privado y especulativos sea el que podría hacerlos caer. En este momento, sus inversiones están sumamente impulsadas por la demanda. El dinero afluye a los fondos y su principal dificultad parece ser encontrar oportunidades para invertir ese nuevo capital. Debido a sus estructuras de honorarios, los gerentes mismos de los fondos

no recortarán la cantidad de adquisiciones que hacen. Por cada operación que se concreta, sea o no rentable, sus ingresos suben. Esto está haciendo que aumenten los precios de las empresas y significa que en el futuro las operaciones serán menos valiosas. En verdad ya habría un creciente fenómeno de firmas de capital privado que toman como blanco de sus operativos industrias como aerolíneas o empresas automotrices que no parecen para nada brindar posibilidades de obtener el tipo de ganancias que buscan estos inversores. Si a esta obsesión por adquirir, a los precios más elevados que se están pagando y a la menor rentabilidad de las operaciones, se le agregan los niveles de endeudamiento a los que se está llegando, se ve que el colapso está a la vuelta de la esquina. Y cuanto más tarde en producirse, tanto mayor será la presión sobre la mano de obra, las cadenas de suministros y el entorno. Todas las partes de la empresa tendrán que reducir aún más sus gastos. Todos los trabajadores/as tendrán que trabajar más aunque se les pague menos.

Nadie desea o espera que se produzca un colapso. Pero si no se reglamenta adecuadamente el funcionamiento del capital privado y los fondos especulativos, esto se hará realidad. Las políticas deben hacer frente a los efectos externos y a la deliberada explotación a la que se libran estos protagonistas de la financiarización actual antes de que se produzca ese colapso. La reglamentación debe hacer que se retrotraigan los riesgos sistémicos que plantean para la estabilidad financiera, la manera en que socavan el desarrollo económico a largo plazo y las injusticias sociales de las que son responsables en nuestras economías y sociedades. En el próximo capítulo de este informe se expone cómo se puede hacer esto.

III. Cambiando el rumbo: recomendaciones para una economía más sólida y equitativa

Políticas y reglamentación

A pesar del reciente auge de los fondos de capital privado y de los fondos especulativos, de los bienes y de la cantidad de dinero que controlan y de las personas que en última instancia emplean, como así también de la creciente influencia que tienen en nuestras economías y sociedades, estos fondos siguen operando en un vacío político y normativo. En realidad, la creciente popularidad de que han ido gozando durante las últimas décadas se debió mucho a esta situación, ya que la misma supuso que tanto los fondos como las empresas que adquieren estuvieran más o menos “fuera de alcance” de los legisladores y hacedores de políticas. Pero justamente lo que se necesita son políticas y reglamentación mejor apuntadas y más enérgicas para manejar los muchos problemas, riesgos y desafíos vinculados con el capital privado y los fondos especulativos que se han descrito en los precedentes capítulos de este informe. Se necesita un giro político y legislativo que garantice que la denominada industria alternativa de inversiones pase a estar reglamentada. El capital privado y los fondos especulativos deben acatar con las mismas reglas que todos los demás.

Se necesita una reglamentación enérgica tanto para el capital privado como para los fondos especulativos y otros actores que emulan sus actividades. Los fondos, sus inversores y sus propietarios nunca se autorreglamentarán debidamente a través de códigos de conducta voluntarios y otras disposiciones similares, como los que se están haciendo tanto en Europa como en los Estados Unidos, por ejemplo, con respecto a la revelación de información y la transparencia. Tanto el Tesoro de los Estados Unidos como los Ministros de Finanzas del Consejo de la Unión Europea han aplaudido tales iniciativas, sosteniendo que es suficiente con un enfoque de autorreglamentación de carácter indicativo, por lo menos para los fondos especulativos, pero están equivocados⁷². Solamente la reglamentación gubernamental puede reducir los efectos externos de estas actividades inversionistas. Las industrias mismas nunca corregirán la presión en pro de destructivos e insostenibles porcentajes de ganancias, como los que están a la orden del día. Ni buscarán la manera de canalizar los recursos financieros hacia inversiones productivas a largo plazo que puedan beneficiar a la sociedad en general. Nunca harán lo que se necesita: proponer una reglamentación nueva e innovadora que comporte medidas para desalentar los traspasos rápidos de la propiedad, garantizar mayor transparencia y establecer exigencias de revelar información al público, poner límite al actual aparatoso endeudamiento, hacer que las reglas fiscales sean justas y conseguir que los fondos cumplan con sus obligaciones de empleadores de miles de personas. Solamente los gobiernos y sus organismos legislativos pueden hacer lo que se necesita. Y ya hace tiempo que deberían haberse puesto a trabajar⁷³.

Debe haber las mismas condiciones entre el capital privado/fondos especulativos y otras formas más tradicionales de inversiones colectivas con respecto a la presentación de informes sobre rendimiento, estrategias de inversión, modelos de gestión de riesgo, escalonamiento de la deuda, estructuras de honorarios y los mecanismos de incentivos para los gerentes.

Transparencia

La transparencia del capital privado y de los fondos especulativos es una gran prioridad, fundamental para todas las cuestiones siguientes que exigen nuevas políticas y reglamentación. Si no se instaura un funcionamiento mucho más transparente de la denominada industria alternativa de inversiones, no se dará respuesta a las cuestiones normativas relativas a la estabilidad financiera, la gravación impositiva, la gobernanza empresarial y los derechos de los trabajadores. En esa transparencia y revelación de información se debe incluir tanto a los fondos mismos como a las empresas que éstos sacan de las listas de entidades que cotizan en bolsa. Los fondos de capital privado y los fondos especulativos han sacado provecho del haber podido operar en las sombras pero dada su creciente influencia en nuestras economías y sociedades, es necesario acabar con el secreto.

En primer lugar, debe haber las mismas condiciones entre el capital privado/fondos especulativos y otras formas más tradicionales de inversiones colectivas en lo referente a la presentación de informes sobre rendimiento, estrategias de inversión, modelos de gestión de riesgo, escalonamiento de la deuda, estructuras de honorarios y los mecanismos de incentivos para los gerentes. Es necesario estipular un mínimo de exigencias en materia de presentación de informes y en lo referente a rendición de cuentas, como así también dar mayor protección al consumidor. Los inversores – principalmente los fondos de jubilación- deben poder evaluar y comparar las ganancias y los riesgos financieros de los distintos tipos de fondo. De allí que la revelación de información no sea algo que concierna únicamente a los supervisores y encargados de reglamentar sino también al público en general.

- > Los fondos de capital privado deberían en particular comunicar los bienes que poseen, poniendo en claro cuáles son y revelando datos económicos, financieros y relativos al empleo con respecto a ellos. Esto significaría que tanto los fondos como sus bienes salen de la oscuridad donde operan actualmente.
- > En economías donde los fondos especulativos siguen operando en el ámbito de distintas jurisdicciones, como en la UE, se debería establecer una categoría unitaria para los fondos extranjeros, incluyendo un umbral mínimo para las inversiones mutuas, garantizando así un marco armonizado para esos fondos. En los Estados Unidos, el Congreso debería restituir la plena cobertura de la ley ERISA⁷⁴ sobre los fondos especulativos, y otorgar a la Comisión de Acciones y Cambio (Securities and Exchange Commission - SEC) claro poder para reglamentar los fondos especulativos de la misma manera que reglamenta otras formas de gestión de dinero. En otros ámbitos también es necesario instaurar reglas y reglamentación similares.
- > Cuando las empresas que han sido adquiridas por fondos de capital privado –y que, por lo tanto, han sido sacadas de la lista de empresas que cotizan en bolsa- tienen determinada dimensión, no deberían estar exentas de tener que cumplir con ciertas exigencias razonables en materia de presentación de informes. Por lo tanto, los gobiernos y otras entidades encargadas de reglamentación, deberían hacer extensivas las obligaciones de las empresas que cotizan en bolsa a todas las empresas privadas grandes, cosa que, en la práctica, se determinaría por su volumen de negocios y por el nivel de personal que tienen. Como ciertas exigencias en materia de presentación de informes que rigen para las empresas que cotizan en bolsa –como la obligación de presentar informes trimestrales- pueden por sí mismas alentar perspectivas perjudiciales de corto plazo, los encargados de reglamentar deberían contemplar la posibilidad de revisar tales exigencias a fin de hacerlas más acordes con los objetivos que se desea alcanzar.

Los encargados de dictar la reglamentación y las políticas no solamente deberían contemplar la posibilidad de estipular exigencias en materia de presentación de informes sobre el uso de la deuda sino también desarrollar maneras de poner límites a los niveles permitidos de endeudamiento en las adquisiciones y otras operaciones.

Estabilidad financiera y riesgos sistémicos

El crecimiento del capital privado y de los fondos especulativos, y más especialmente su nivel de influencia a través de la deuda, implica que ya no solamente plantean riesgos para los inversores individuales sino que sus actividades comportan riesgos sistémicos que pueden tener graves efectos sobre los mercados financieros. Como se señaló en partes anteriores de este informe, existe el riesgo de que el actual auge de las adquisiciones lleve las valuaciones de las acciones y el endeudamiento a niveles que creen volatilidad en los mercados. Muchos de los que utilizan el endeudamiento han llegado a estar expuestos a tal punto que ya corren peligro. Sus pérdidas podrían ser enormes y repercutirían en los inversores, en los empleados y en muchas otras personas.

Actualmente, esas clases de acciones representan una gran amenaza para la estabilidad del sistema financiero más amplio. Éste es otro motivo por el que resulta inaceptable que esos fondos puedan ser inmunes a una adecuada supervisión pública. Los encargados de la reglamentación financiera ya han advertido que tanto los fondos de capital privado como los fondos especulativos plantean riesgos sistémicos para la estabilidad financiera. Sin embargo, hasta ahora no han propuesto ninguna solución efectiva para contrarrestar ese riesgo. Las políticas de inversión que utilizan el capital privado y los fondos especulativos deberían estar en general reglamentadas con disposiciones prudentes destinadas a alcanzar tanto una estabilidad financiera del mercado como una creación de valor a largo plazo en las acciones. Esto significa que se han de concebir reglas adecuadas que impongan que se revele información y que se debería poner límites al endeudamiento que pueden asumir los fondos.

- > En primer lugar, debido a la vasta y temeraria utilización de la deuda para financiar sus actividades, es necesario incrementar la supervisión normativa que se aplica a las firmas de capital privado. Los bancos centrales –como la Reserva Federal en los Estados Unidos y el Banco Central Europeo- deberían informar periódicamente el grado de exposición general de los bancos de sus jurisdicciones con respecto a las actividades de inversión con endeudamiento del capital privado y los fondos especulativos. Los fondos de capital privado deberían comunicar las consecuencias que las distintas evoluciones económicas y financieras podrían tener sobre la sostenibilidad operativa y sobre las obligaciones concernientes al empleo de las empresas que poseen.
- > Como una manera general de contrarrestar los riesgos sistémicos para la estabilidad de los mercados financieros que se ven exacerbados por la oscuridad en que operan los fondos de capital privado y los fondos especulativos, los gobiernos y los bancos centrales deberían establecer un acuerdo “Basilea III⁷⁵” que comprenda al sector no bancario. Al limitar los niveles de endeudamiento que pueden tomar tales fondos, se disminuirían las posibilidades de que entren en cesación de pagos y, por ende, vayan a la quiebra.
- > Con respecto a los fondos especulativos, reviste importancia crucial supervisar su amplia utilización de derivados. Como una cantidad bastante restringida de grandes agentes de cambio y bolsa –unos diez grandes bancos de inversión- son los que suministran los créditos que posibilitan el endeudamiento de los fondos especulativos, esto puede hacerse exigiendo a tales agentes de cambio y bolsa que periódicamente revelen por completo su nivel de exposición a las distintas categorías de riesgos financieros.
- > Con respecto al endeudamiento, los encargados de dictar la reglamentación y las políticas no solamente deberían contemplar la posibilidad de estipular exigencias

en materia de presentación de informes sino también desarrollar maneras de poner límites a los niveles permitidos de endeudamiento en las adquisiciones y otras operaciones. Directamente, esto podría hacerse mediante simples reglas que exijan que una parte específica de una oferta de adquisición o inversión esté compuesta por acciones. Indirectamente, como se explicará en la próxima parte de este capítulo, puede hacerse a través de reglamentación fiscal.

Gravación impositiva

Las reglas y reglamentación impositivas han sido fundamentales para que pudieran surgir, crecer y desarrollar actividades los fondos de capital privado y los fondos especulativos. Tales reglas y reglamentación en la actualidad favorecen la utilización de endeudamiento para financiar las adquisiciones y actividades de empresas, y brindan términos muy generosos para los gerentes y socios generales de tales fondos. En consecuencia, el auge más especialmente de los fondos de capital privado pero también de los fondos especulativos, corre el riesgo de socavar muchos sistemas tributarios nacionales y los ingresos gubernamentales que éstos generan. En realidad, como se mostró anteriormente, si se permite que los fondos de capital privado continúen creciendo y operado como lo hacen actualmente, algunos gobiernos ya han calculado que perderán hasta la cuarta parte de la recaudación procedente de los impuestos a las empresas. Se pueden utilizar reglas impositivas para reducir la pérdida de ingresos públicos debida al capital privado y los fondos especulativos, como así también para poner coto a algunos de los aspectos negativos de las compras de empresas mediante emisión de deuda que se discutió en la sección anterior.

Al concebir la reglamentación impositiva de la financiarización es importante efectuar una distinción entre los impuestos a los fondos mismos, sus gerentes y las empresas que poseen dichos fondos. En general, la reglamentación impositiva se reconfigurará a fin de que cubra los regímenes de fondos especulativos y de fondos de capital privado. Se hará garantizando que los sistemas impositivos no se inclinen a favor de un comportamiento de corto plazo de los inversores a fin de que la emergencia de tales fondos no ponga en peligro la recaudación gubernamental procedente de impuestos a las empresas.

- > Con respecto a las empresas que se adquieren, se deberían establecer regímenes más estrictos que impidan que los fondos de capital privado puedan seguir reduciendo sus pagos en concepto de impuestos a las empresas como lo han venido haciendo hasta ahora. Esto se debería hacer incorporando reglas que, una vez que la empresa ya ha sido adquirida, limiten las deducciones que pueden por los intereses que paga, tanto la empresa adquirida, como su sociedad de cartera y sus empresas subsidiarias. Las limitaciones deberían consistir en una prohibición de que la sociedad de cartera que se ha creado para llevar a cabo la adquisición deduzca de los impuestos los intereses que paga. La limitación también podría consistir en eliminar de la deducción de impuestos los intereses que paga la empresa elegida por la deuda contraída para pagar dividendos extraordinarios tras el traspaso de la propiedad de la misma. Con esto se cambiaría la reglamentación de manera tal que no se penalicen los préstamos para inversiones productivas en verdadero capital.
- > Con respecto a los gerentes de los fondos, el problema es el trato impositivo que se da a los intereses trasladados, que generalmente se gravan según una tasa muy baja de ganancias de capital, en lugar de aplicarse la tasa normal de impuestos a los ingresos, por ejemplo, 15 por ciento en lugar de 35 por ciento en los Estados Unidos. Es necesario cambiar esto con toda urgencia y se lo puede hacer con bastante facilidad. Como es obvio que tales ingresos se pagan como

Con respecto a los trabajadores, se necesitan mecanismos para representación, información y consulta con los sindicatos.

honorarios por tareas o funciones específicas, se los debe gravar con las tasas impositivas correspondientes a los ingresos. Bastaría con que las autoridades tributarias enmendaran las reglas y las pusieran rápidamente en vigencia.

- > En lo referente a los fondos, el proceso se complica un poco más, ya que la mayoría de los fondos especulativos y de los fondos de capital privado tienen sus domicilios en paraísos fiscales situados en el extranjero y, por lo tanto, pagan allí sus impuestos. Con el fin de minimizar los efectos tributarios negativos se deberían seguir dos caminos. En primer lugar, se debería hacer mucho más para restringir la utilización de tales centros en el extranjero, entre otras cosas mediante la labor que lleva a cabo la OCDE con respecto a las prácticas tributarias perjudiciales. En segundo lugar, podría ser aún más eficaz ser cambiar las reglas tributarias a fin de que el lugar donde actúan los gerentes determine la posición tributaria del fondo.
- > Con respecto al comportamiento a corto plazo de los fondos de capital privado y de los fondos especulativos, otro de los aspectos tributarios que merece tomarse en cuenta es si se pueden aplicar tasas tributarias progresivas sobre las ganancias de capital de manera tal que sean relativamente más altas para las operaciones de arbitraje a corto plazo y desalentar así que en el mercado se hagan adquisiciones y subsiguientes ventas de empresas en un corto plazo.

Gobernanza empresarial

Los actuales marcos nacionales para la gobernanza empresarial se concentran en las empresas que cotizan en bolsa e imponen muchas menos exigencias a las que no lo hacen. Como se explicara en partes anteriores de este informe, esta falta de reglamentación sobre la gobernanza empresarial de las empresas que no cotizan en bolsa comporta una serie de problemas. Éstos se refieren a la independencia de la junta de directores, la división de los papeles que desempeñan los gerentes y los dueños y la inclusión de representantes de los trabajadores en las estructuras de gobernanza. Otro grave problema es el hecho de que no existe reglamentación clara sobre la participación de los directores en los posibles fondos que efectúan las compras antes o después de que se haga la operación. Esto plantea cuestiones en materia de lealtad, mala utilización de información y posible manipulación de los accionistas. Además, la liquidación de activos y las recapitalizaciones que se hacen para pagar dividendos -que a menudo ponen en peligro la existencia de empresas que, de lo contrario, serían sólidas- se opone claramente a cualquier noción de buena gobernanza empresarial.

- > En general, se han de replantear tanto la responsabilidad como los poderes de las juntas de directores para preservar los intereses de las empresas a largo plazo dentro de regímenes de fondos de capital privado o cuyas estructuras de propiedad incluyen fondos especulativos a fin de mejorar la conducta responsable de las empresas y de evitar que surjan conflictos de intereses. Se deberían hacer nuevos códigos de conducta para las juntas y los altos ejecutivos en caso de adquisición por parte un capital privado, con el fin de salvaguardar adecuadamente los intereses de los accionistas y de los empleados.
- > Con el fin de que los inversores a largo plazo tengan la mayor influencia posible sobre las empresas, se podría recompensar a este tipo de inversores permitiéndoles tener derechos de voto acordes con la duración de la participación y mediante una gravación impositiva diferenciada de los ingresos. Con el fin de evitar la extracción de valor, se deben poner límites al retiro de activos líquidos de la empresa tomada como blanco de la transacción.

La acción normativa debe garantizar que las empresas adquiridas mediante emisión de deuda no se endeuden para pagar dividendos.

- > Merece también investigarse la posibilidad de estipular disposiciones sobre el mantenimiento del capital que prescriban límites para traspasar deudas a empresas que son objeto de compras mediante emisión de deuda. Esto podría hacerse restringiendo el financiamiento de créditos y ayudaría a que las empresas no estén agobiadas por el peso de la deuda que se ha utilizado para adquirirlas.
- > El surgimiento de los fondos de capital privado y de los fondos especulativos activistas muestra que puede ser necesario dar un nuevo impulso al denominado “modelo de Rhineland” de empresas públicas. Este modelo garantiza el compromiso de todas las partes con una empresa, incluyendo a sindicatos, comunidades, inversores y otros. Si las personas que establecen la reglamentación estuvieran decididas a promover este modelo, los gerentes de los fondos tendrían menos posibilidades de continuar haciendo caso omiso de las partes interesadas como lo hacen actualmente. Con respecto a los trabajadores, esto significaría que se preste debida consideración a la representación sindical, la información y los mecanismos de consulta, como los que ya hay en muchos países.
- > Con respecto a los fondos especulativos, entre las exigencias de presentar informes no debería solamente figurar la evaluación de los riesgos y los ingresos sino que también se debería examinar la repercusión social de las inversiones, especialmente con respecto al empleo.
- > Finalmente, es necesario examinar la cuestión de los pagos de dividendos a través de las recapitalizaciones. Esta manera de extraer valor de las corporaciones solamente beneficia a los fondos de capital privado que las poseen y va en detrimento tanto de las mismas empresas como de todas las personas implicadas en ellas. Es sorprendente que en este momento esta artimaña sea totalmente legal, inclusive cuando la empresa donde se lleva a cabo quiebra debido a esas recapitalizaciones de dividendos. La acción normativa debe garantizar que las empresas adquiridas de esta manera no se endeuden para pagar dividendos.

Derechos de los trabajadores

El historial de los fondos de capital privado y los fondos especulativos demuestra su escaso respeto por los derechos de los trabajadores. Una y otra vez los han descuidado o directamente avasallado. En realidad, como se dijo en partes anteriores de este informe, el modelo de los fondos de capital privado y las prácticas gerenciales que suelen aplicar las empresas que poseen están en marcado contraste con las relaciones laborales sólidas, las alianzas sociales y las inversiones en la fuerza laboral. A corto plazo, la reglamentación quizás no sea capaz de cambiar ni el modelo de los fondos de capital privado ni las prácticas gerenciales de las que sus empresas son los exponentes. Pero lo que puede y debería hacer la reglamentación, comenzando desde ya, es garantizar que los sindicatos dispongan de suficiente información y que se los consulte con respecto al futuro de sus lugares de trabajo.

- > En general, los derechos de los trabajadores de negociación colectiva, información, consulta y representación dentro de sus lugares de trabajo se han de considerar mecanismos clave mediante los cuales se pueden garantizar y promover los intereses a largo plazo de las empresas pertenecientes a los fondos de capital privado. En particular, los representantes de los trabajadores deben disponer de suficiente información sobre la estrategia y el plan que el fondo de capital privado piensa imponer a la gerencia de la empresa. Se debería comunicar a los delegados sindicales de las firmas implicadas en una de estas adquisiciones, de dónde procede el dinero y quiénes son los inversores que están al final de la cadena.

Los representantes de los trabajadores deben disponer de suficiente información sobre la estrategia y el plan que la firma de capital privado piensa imponer a la gerencia de la empresa.

- > En consecuencia, los gobiernos deberían examinar cómo implantar protecciones adicionales para los trabajadores afectados por adquisiciones de empresas por parte de fondos de capital privado. El paso más importante consiste en defender la responsabilidad de las firmas de capital privado como empleadores. Esto puede hacerse de distintas maneras en distintos países y jurisdicciones. En la UE en general, sería enmendando la Directiva sobre los derechos adquiridos. En el Reino Unido en particular, sería cambiando la reglamentación de 2006 relativa a la transferencia de una empresa (protección del empleo) (Transfer of Undertakings (Protection of Employment) Regulations - TUPE). Tales disposiciones garantizan una continuidad de las condiciones de trabajo y empleo durante las compras comunes pero no se aplican cuando la propiedad se traspasa en transacciones que abarcan todas las acciones de una empresa. Esto debe dejar de ser así.
- > La industria del capital privado debería firmar acuerdos con sindicatos sobre los derechos de información y consulta durante las adquisiciones. Tales acuerdos no deberían únicamente abarcar las relaciones de empleo de las empresas que ya son propiedad de los fondos de capital privado sino también garantizar el respeto de los términos y condiciones de trabajo en las empresas antes de que se las adquiera y en futuras ventas. Deberían entonces garantizar que los trabajadores no tendrán cambios en dichos términos y condiciones de trabajo sin que previamente se hagan convenios colectivos. Además, deben garantizar que se preservará o respetará el derecho de los trabajadores a formar sindicatos, cuando tales derechos todavía no existan. Finalmente, deben garantizar que los términos y condiciones de trabajo, como así también los derechos sindicales, continúen existiendo cuando se vende una empresa de un fondo de capital privado a otro, se la vuelve a hacer cotizar en los mercados públicos de acciones o se la vende de alguna otra manera.

Protección de los servicios públicos y de las empresas de servicios públicos

Como los fondos de capital privado invierten cada vez más en servicios públicos y empresas públicas de distribución, quienes hacen las políticas y la reglamentación deben pensar seriamente cómo protegerlas a esos servicios de los riesgos, abusos y conflictos de intereses inherentes en tales adquisiciones.

- > Antes que nada, deben asegurarse de que haya suficiente transparencia en todas las transacciones que afecten la aplicación de las responsabilidades existentes en materia de servicios públicos -incluyendo las actividades de inversiones y gastos, como así también la comunicación periódica de indicadores de rendimiento de los servicios públicos- y poderes para actuar si no se cumplen los objetivos de los servicios públicos estipulados en la política gubernamental.
- > Los gobiernos pueden considerar si desean retener una “parte de oro” del capital las acciones de todas las empresas de servicios públicos de distribución, incluyendo un escaño en la junta directiva. Esto garantizaría que los gobiernos estén informados de los planes y principales decisiones de la empresa en cuestión. Podrían asimismo reservarse el poder de vetar decisiones que estimen contrarias al interés público.
- > Los gobiernos deberían considerar si necesitan o no reforzar la reglamentación específica de la industria en lo relativo a la infraestructura necesaria para que sea suficientemente eficaz, estableciendo poderes específicos para reglamentar las actividades financieras y operativas de los proveedores de infraestructura. En realidad, para todas las grandes actividades de financiamiento, se debería exigir que los operadores de infraestructura obtengan aprobación previa de la autoridad de reglamentación, que decidirá si son o no de interés público.

Los gerentes, fideicomisarios y fiduciarios de los fondos de jubilación deberían estudiar muy detenidamente las inversiones en fondos de capital privado y fondos especulativos.

Una unidad de trabajo de reglamentación internacional y otras tareas en el ámbito internacional

Como los fondos de capital privado y los fondos especulativos operan en todo el mundo, es necesario examinar qué tipo de reglamentación internacional podría promulgarse para hacer que estos tipos de fondos de inversión actúen en bien del interés general de nuestras sociedades.

- > Se debería crear una unidad de trabajo normativa internacional sobre los fondos de capital privado y los fondos especulativos que incluya a la OCDE, el FMI, el Foro de Estabilidad Financiera, los organismos especializados pertinentes de la ONU y la OIT.
- > Entre tanto, organizaciones como la OCDE y el FMI, que ya están evaluando la estabilidad de los mercados financieros, deberían examinar más de cerca los riesgos implícitos en los actores del mercado que utilizan alto endeudamiento, como los fondos de capital privado y los fondos especulativos, como así también proponer maneras de limitar tales riesgos.
- > En su labor sobre esa cuestión, la OCDE debería hacer frente a las cuestiones que se han puesto de relieve en este informe con respecto a la gobernanza empresarial y ocuparse de las cuestiones inherentes a los derechos de los trabajadores cuando fuera necesario.
- > La OIT debería examinar en mayor profundidad cómo se socavan los derechos de los trabajadores durante esas adquisiciones y cómo el modelo de industria de los fondos de capital privado y de los fondos especulativos corre el riesgo de perjudicar las relaciones laborales que son tradicionales desde hace mucho tiempo.

Fondos de jubilación

Los gerentes, fideicomisarios y fiduciarios de los fondos de jubilación deberían estudiar muy detenidamente las inversiones en fondos de capital privado y fondos especulativos. Como se señaló en partes anteriores de este informe, se debería prestar debida atención tanto a la rentabilidad de tales inversiones como a la repercusión directa o indirecta que pueden tener en los lugares de trabajo de quienes son los dueños de los planes de jubilación. Los fideicomisarios tienen la responsabilidad especial de garantizar que las inversiones sean socialmente responsables y que se lleven a cabo con una perspectiva a largo plazo. Deben asegurarse de que quienes cotidianamente administran los fondos de jubilación comprendan y respeten las prioridades de dichos fondos.

Capital privado

Si los fondos de jubilación piensan invertir en fondos de capital privado, ni ellos ni sus fideicomisarios deberían dejarse engañar por la actual propaganda que rodea dichos fondos. Los supuestos altos rendimientos que en los medios informativos se suelen asociar a este tipo de inversiones hasta ahora han sido específicos de algunos fondos y no generales para toda la industria. Como promedio, las inversiones en fondos de capital privado no han sido más rentables que sus contrapartidas de acciones públicas que cotizan en bolsa.

Además, tanto los fondos de jubilación como sus fideicomisarios deben ser conscientes y sopesar detenidamente las consecuencias de la naturaleza ilíquida de esas inversiones, de las dificultades con respecto a la fijación de referentes y valuación, de la naturaleza ineficiente de los mercados de capital privado, de los elevados honorarios relacionados con esos fondos, de las irregulares características

Que hoy se pierda el puesto de trabajo, que mañana baje el salario o que en general la vida laboral sea mucho menos segura, son factores que no se compensarán con una jubilación un poco más elevada en un futuro lejano. Esto debería ser obvio.

Los fondos de jubilación y sus fideicomisarios deberían tener especialmente cuidado con los fondos especulativos que optan por una situación de accionistas activistas con la intención de influir en la gerencia para obtener ganancias elevadas a corto plazo.

del flujo de dinero que tienen esas inversiones, del hecho de que es un tipo de “inversión en un fondo común a ciegas”, por lo que los inversores no saben qué oportunidades de inversión en particular elegirá el gerente encargado de las inversiones, y que corren el riesgo, no solamente de tener una rentabilidad baja sino también de perder la mayor parte de su inversión.

Finalmente, los fondos de jubilación y sus fideicomisarios deberían tomar en cuenta si las estrategias de los fondos donde están pensando invertir son acordes con las obligaciones a largo plazo que tienen por ser fondos de jubilación. Con relación a esto, deberían en particular prestar debida atención al hecho de que inclusive una inversión rentable en un fondo de capital privado puede no ser en bien de los miembros de su fondo de jubilación, debido tanto al modelo económico que el capital privado representa como a la relación de empleo que se sabe promueve dicho fondo. Que hoy se pierda el puesto de trabajo, que mañana baje el salario o que en general la vida laboral sea mucho menos segura, son factores que no se compensarán con una jubilación un poco más elevada en un futuro lejano. Esto debería ser obvio pero, como se señaló anteriormente, además ni siquiera está garantizado.

Fondos especulativos

Si los fondos de jubilación están pensando en invertir en fondos especulativos, tanto ellos como sus fideicomisarios deberían tener conciencia de que durante los últimos cuatro años, los fondos especulativos no dieron mejores resultados que otros tipos de sistemas de inversión, como los fondos mutuos. La principal característica de los fondos especulativos como clase de acciones es que procuran más hacer ganancias “alfa” que “beta” y de allí que puedan hacer dinero cuando los mercados en general declinan o se contraen. Teniendo presente esto, deberían comparar la rentabilidad promedio que en general dan los fondos especulativos con los riesgos mucho más grandes y con las estructuras a menudo exorbitantes de honorarios que forman parte de las inversiones en tales fondos.

Los fondos de jubilación y sus fideicomisarios deberían tener especialmente conciencia de que los fondos especulativos optan por una situación de accionistas activistas, lo que significa que compran una considerable minoría de acciones en una determinada empresa con la intención de influir en la gerencia para obtener ganancias elevadas a corto plazo, a menudo fragmentando las empresas, prometiéndole bonificaciones especiales a los gerentes y, en última instancia, reemplazando la gerencia existente por personas que ellos mismos designan. Con respecto a esto, los fondos de jubilación y sus fideicomisarios deberían prestar especial atención a la política social de los fondos especulativos donde piensan invertir. Y deberían saber, sobre todo por su propio bien, la publicidad que tendrán al invertir en fondos especulativos que aspiran a obtener ganancias a corto plazo a través de un papel de accionistas activistas, ya que esto generalmente se logra a costa de los menos activistas, de los accionistas a largo plazo o de los empleados de la empresa sitiada.

Si los fondos de jubilación invierten en fondos especulativos, deben asumir muy seriamente sus responsabilidades de accionistas asistiendo a las reuniones de accionistas, haciéndose escuchar y garantizando que los fondos actúen conforme a los principios del fondo de jubilación en todas sus transacciones con empresas. En general, los fondos de jubilación y sus fideicomisarios deben hacer exigentes reclamos con respecto a la política de inversión socialmente responsable de los gerentes externos de las acciones, ya que éstos invierten cada vez más en fondos especulativos.

Cuando la casa siempre gana: Capital privado, fondos especulativos y el nuevo capitalismo casino

Bibliografía

Akyüs, Y., "From Liberalisation to Investment and Jobs: Lost in Translation", Third World Network, febrero de 2006

Amess, K. y Wright, M., "The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK", International Journal of Economics and Business, de próxima aparición

Bruining H., Boselie, P., and Bacon, N., "The impact of business ownership change on employee relations: buy-outs in the UK and The Netherlands", The International Journal of Human Resource Management, marzo de 2005

Banco Central Europeo (BCE), Financial Stability Review, junio de 2006

Autoridad de Servicios Financieros, "Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement", noviembre de 2006

FNV, "Socially Responsible Investments, Hedge Funds and Private Equity", marzo de 2007

Fraser-Sampson, G., "Private Equity as an Asset Class", Wiley Finance, 2007

Gottlieb, C., "Hedge Funds: Heading for a regulatory hard landing?", ECMI Policy Brief, núm. 5, abril de 2007

Fondo Monetario Internacional (FMI), "Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues", abril de 2007

Unión Internacional de Trabajadores de la Alimentación, la Agricultura y Afines (UITA), "A Workers' Guide to Private Equity Buyouts", mayo de 2007

Kaplan, S. and Schoar, A., "Private Equity Performance", National Bureau of Economic Research Working Paper 9807, junio de 2003

Ministerio de Economía y Asuntos Comerciales, Dinamarca, "Kapitalfonde i Danmark", noviembre de 2006

Partido Socialista Europeo (PSE), "Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis", marzo de 2007

Phalippou, L. y O. Gottschalg, "The Performance of Private Equity Funds", SSRN paper, abril de 2007

Phalipou, L., Gottschalg, O. y Zollo, M., "Performance of private equity funds: Another puzzle?", documento de trabajo, 2007

Rossman, P. and Greenfield, G., “Finanzialisation: New Routes to Profit, New Challenges for Trade Unions”, Educación obrera, publicación trimestral de la OIT

Oficina de Actividades para los Trabajadores 1/2006 (Núm. 142)

Rossman, P., “Presentation to trade union sponsored labour MPs on private equity and leveraged buyouts”, UITA, febrero de 2007;

Rossman, P., “Private Equity Funds: The Harsh Realities”, UITA, abril de 2007

Services Employees International Union (SEIU), “Behind the Buyouts: inside the world of private equity”, abril de 2007

Thornton, P., “Inside the dark box: shedding light on private equity”, The Work Foundation, marzo de 2007

Comisión Sindical Consultiva ante la OCDE (CSC), “Financialisation – the needed regulatory response”, marzo de 2007

Trades Union Congress, “Private Equity – A trade union perspective”, mayo de 2007

Cuando la casa siempre gana: Capital privado, fondos especulativos y el nuevo capitalismo casino

Notas finales

- ¹ Comisión Sindical Consultiva ante la OCDE (CSC), "Financialisation – the needed regulatory response", marzo de 2007
- ² "Has success spoiled private equity?", International Herald Tribune, 23 de marzo de 2007
- ³ Partido Socialista Europeo, "Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis", marzo de 2007
- ⁴ "16 % increase foreseen in private-equity cash", San Antonio Times, 28 de enero de 2007
- ⁵ Blackstone, blackstone.com/private_equity/index.html
- ⁶ Como lo sugiere su nombre, un derivativo es un instrumento financiero derivado del valor subyacente de un bien. En lugar de comerciar o intercambiar el bien mismo, los participantes del mercado hacen tratos para intercambiar dinero, acciones u otros valores en una fecha futura basándose en el bien subyacente. Los bienes pueden ser materiales, como oro, divisas o mercadería, o inmateriales, como las tasas de interés. Un ejemplo de un derivativo es un "contrato a futuro". Se trata de un acuerdo para intercambiar el bien subyacente en una fecha futura.
- ⁷ "Poor mere millionaires, Wall Street Journal, 22 de marzo de 2007
- ⁸ Gottlieb, C., "Hedge Funds: Heading for a regulatory hard landing?", ECMI Policy Brief, núm. 5, abril de 2007
- ⁹ "Wall Street mixed in early trading", Associated Press, newsfactor.com, 21 de mayo de 2007
- ¹⁰ SEIU, "Behind the Buyouts: inside the world of private equity", abril de 2007
- ¹¹ Kaplan, S. y Schoar, A., "Private Equity Performance", National Bureau of Economic Research Working Paper 9807, junio de 2003
- ¹² Phalippou, L. y O. Gottschalg, "The Performance of Private Equity Funds", SSRN paper, abril de 2007
- ¹³ Phalippou, L. y O. Gottschalg, "The Performance of Private Equity Funds", SSRN paper, abril de 2007
- ¹⁴ Phalipou, L., Gottschalg, O. y Zollo, M., "Performance of private equity funds: Another puzzle?", documento de trabajo, 2007
- ¹⁵ "Private Money", Fortune Magazine, 19 de febrero de 2007
- ¹⁶ "Pensions alert over private equity", The Telegraph, 10 de mayo de 2007
- ¹⁷ "Private Money", Fortune Magazine, 19 de febrero de 2007
- ¹⁸ "Private equity is casting a plutocratic shadow over British business", The Guardian, 23 de febrero de 2007
- ¹⁹ Fraser-Sampson, G., "Private Equity as an Asset Class", Wiley Finance, 2007
- ²⁰ "Hedge fund fees criticized", Global Pensions, 26 de abril de 2007
- ²¹ FNW, "Socially Responsible Investments, Hedge Funds and Private Equity", marzo de 2007
- ²² Autoridad de Servicios Financieros, "Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement", noviembre de 2006
- ²³ "Life on the other side", Financial Times, 24 de abril de 2007
- ²⁴ Gordon, M., "Letters to the Editor", Financial Times, 30 de enero de 2007
- ²⁵ "Secretive sector steps in the glare of publicity", Financial Times, 24 de abril de 2007
- ²⁶ "Buffini and Co may be living in a bubble", The Guardian, 20 de febrero de 2007
- ²⁷ Autoridad de Servicios Financieros, "Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement", noviembre de 2006
- ²⁸ "Things may start to look murkier", Financial Times, 24 de abril de 2007
- ²⁹ "Pensions alert over private equity", The Telegraph, 10 de mayo de 2007
- ³⁰ Fondo Monetario Internacional, "Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues", abril de 2007
- ³¹ Autoridad de Servicios Financieros, "Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement", noviembre de 2006

- ³² "Der große Schlussverkauf", Der Spiegel, 18 de diciembre de 2006
- ³³ Banco Central Europeo, "Financial Stability Review", junio de 2006
- ³⁴ Fondo Monetario Internacional, "Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues", abril de 2007
- ³⁵ "Has success spoiled private equity?", International Herald Tribune, 23 de marzo de 2007
- ³⁶ "Life on the other side", Financial Times, 24 de abril de 2007
- ³⁷ Akyüs, Y., "From Liberalisation to Investment and Jobs: Lost in Translation", Third World Network, febrero de 2006
- ³⁸ SEIU, "Behind the Buyouts: inside the world of private equity", abril de 2007
- ³⁹ "In Today's Buyouts, Payday for Firms is Never Far Away", The Wall Street Journal, 26 de Julio de 2006.
- ⁴⁰ "Toy Story", Forbes, April 18, 2005; "FAO Bankrupt Again", ConsumerAffairs.com, 3 de diciembre de 2003; "New game in town; KB Toys remodels to lure mall shoppers", The Record, 26 de agosto de 2006.
- ⁴¹ SEIU, "Behind the Buyouts: inside the world of private equity", abril de 2007
- ⁴² "Der große Schlussverkauf", Der Spiegel, 18 de diciembre de 2006
- ⁴³ "Kapitalfondene går efter nulskat", Politiken, 21 de marzo de 2007
- ⁴⁴ SEIU, "Behind the Buyouts: inside the world of private equity", abril de 2007
- ⁴⁵ "Equity Deals Attract Eye of Justice", The New York Times, 11 de octubre de 2006
- ⁴⁶ Autoridad de Servicios Financieros, "Private Equity: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement", noviembre de 2006
- ⁴⁷ Ministerio de Economía y Finanzas, Dinamarca, "Kapitalfonde i Danmark", noviembre de 2006
- ⁴⁸ "Private Money", Fortune Magazine, 19 de febrero de 2007
- ⁴⁹ Amess, K. y Wright, M., "The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK", International Journal of Economics and Business, de próxima aparición
- ⁵⁰ Amess, K. y Wright, M., "The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK", International Journal of Economics and Business, de próxima aparición
- ⁵¹ "AA boss admits cutting too many jobs", Financial Times, 27 de noviembre de 2006
- ⁵² Partido Socialista Europeo, "Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis", marzo de 2007
- ⁵³ SEIU, "Behind the Buyouts: inside the world of private equity", abril de 2007
- ⁵⁴ Partido Socialista Europeo, "Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis", marzo de 2007
- ⁵⁵ "Private Equity hurts pensions", UNI, union-network.org, abril de, 2007
- ⁵⁶ "Myners warns of risks from the growth of private equity", Financial Times, 21 de febrero de 2001
- ⁵⁷ SEIU, "Behind the Buyouts: inside the world of private equity", abril de 2007
- ⁵⁸ "Transfers of Undertakings Directive 77/187 of 1977", conocido también como ARD
- ⁵⁹ Rossman, P., "Private Equity Funds: The Harsh Realities", UITA, abril de 2007
- ⁶⁰ Bruining H., Boselie, P. y Bacon, N., "The impact of business ownership change on employee relations: buy-outs in the UK and The Netherlands", The International Journal of Human Resource Management, marzo de 2005
- ⁶¹ Thornton, P., "Inside the dark box: shedding light on private equity", The Work Foundation, marzo de 2007
- ⁶² Ministerio del Sistema Tributario, Dinamarca, "Status på SKATs kontrolindsats vedrørende kapitalfondenes overtagelse af 7 danske koncerner", marzo de 2007.
- ⁶³ Ministerio del Sistema Tributario, Dinamarca, "En robust selskabsbeskatning", enero de 2007.
- ⁶⁴ Ministerio del Sistema Tributario, Dinamarca, "Indgreb mod skattespekulation", abril de 2007
- ⁶⁵ Ministerio del Sistema Tributario, Dinamarca, "En fair selskabsskat", mayo de 2007
- ⁶⁶ Tesoro Real del Reino Unido, "Speech by the Economic Secretary to the Treasury, Ed Balls MP, to the London Business School, London", marzo de 2007.
- ⁶⁷ "Of Private Equity, Politics and Income Taxes", International Herald Tribune, 11 de marzo de 2007
- ⁶⁸ "A public relations offensive on the buy-out high-wire", Financial Times, 26 de enero de 2007
- ⁶⁹ "Treasury Scrutinizing Hedge Fund Treatment; Seen as Possible Source for Raising Revenue", BNA Daily Tax Report, 30 de abril de 2007
- ⁷⁰ "Assault on the Investor Class", Wall Street Journal, 7 de mayo de 2007; "Treasury Scrutinizing Hedge Fund Treatment; Seen as Possible Source for Raising Revenue", BNA Daily Tax Report, 30 abril de 2007
- ⁷¹ Partido Socialista Europeo, "Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis", marzo de 2007

- ⁷² Conclusiones del Consejo sobre los fondos de inversión especulativos, 2798^a. Reunión del Consejo Económico y de Asuntos Financieros, Bruselas, 8 de mayo de 2007; Vicesecretario del Tesoro de los Estados Unidos Kimmitt, Statement on the E.U. Economics and Financial Affairs Council Conclusions on Hedge Funds, Departamento del Tesoro, Washington D. C., 8 de mayo de 2007
- ⁷³ Varias de las propuestas planteadas en este capítulo están sacadas del trabajo conjunto sobre respuestas en materia de reglamentación llevado a cabo dentro del movimiento sindical internacional. Otras de las propuestas han sido tomadas del trabajo individual realizado por organizaciones sindicales nacionales e internacionales. Los documentos clave relativos a esto son: CSC, "Financialisation – the needed regulatory response", marzo de 2007; Rossman, P., "Private Equity Funds: The Harsh Realities", UITA, abril de 2007; Rossman, P., "Presentation to trade union sponsored labour MPs on private equity and leveraged buyouts", UITA, febrero de 2007; TUC, "Private Equity – A trade union perspective", mayo de 2007. Finalmente, también se encontró inspiración en propuestas presentadas por el Partido Socialista Europeo (PSE) en "Hedge Funds and Private Equity – A Critical Analysis", marzo de 2007.
- ⁷⁴ ERISA -la ley de 1974 sobre seguridad de ingresos para la jubilación de los empleados- es una ley federal que estipula normas mínimas para los planes de jubilación de la industria privada a fin de brindar protección a las personas que están en esos planes. ERISA exige que haya planes que brinden a los participantes información sobre el plan, incluyendo información importante sobre las características y la financiarización del mismo; brinda posibilidades fiduciarias para quienes administran y controlan los activos del plan; exige que haya planes para establecer un procedimiento de queja y apelación a fin de que los participantes puedan obtener las prestaciones del plan; y da a los participantes el derecho de hacer juicio por prestaciones o infracciones de los deberes fiduciarios.
- ⁷⁵ Los acuerdos de Basilea –actualmente existe Basilea I y II– se refieren a la adecuación del capital y garantizan que las instituciones financieras retengan suficiente capital para protegerse en caso de pérdidas imprevistas. Basilea II, por ejemplo, se hizo para garantizar que la asignación del capital es más sensible a los riesgos; para separar los riesgos operativos de los riesgos crediticios y cuantificar ambos; y también como un intento por alinear el capital económico y normativo más estrechamente a fin de reducir el alcance del arbitraje normativo.

Editor responsable: Guy Rydier, Secretario General
CSI
5 Blvd du Roi Albert II, Bte 1, 1210 Bruselas, Bélgica
Tel: + 32 2 2240211, Fax: +32 2 2015815