

LAS FINANZAS Y LA CUARTA DIMENSIÓN

La financiarización comprende en la actualidad un espectro de procesos que abarca desde las estrategias de las corporaciones a la finanza personal. Impregna la vida cotidiana con nuevos productos que surgen de la creciente mercantilización del periplo vital, tales como la deuda estudiantil o las pensiones personales, además del *marketing* de las tarjetas de crédito o la negociación de hipotecas. El individuo se ve espolcado a pensarse a sí mismo o a sí misma como un centro bípedo de costes y beneficios, mientras las empresas financieras están ansiosas por ayudarle a gestionar sus ingresos y gastos, sus deudas y sus créditos, suministrándole sus servicios y vendiéndole sus productos. Lo que se conoce como producto financiero refleja no sólo lo que Slavoj Žižek, de acuerdo con Kojin Karatani, llama la «perspectiva parallax», que considera la demanda tanto como la oferta, la realización del plusvalor tanto como su extracción¹. Las finanzas también toman en consideración necesariamente la dimensión temporal. El empresario que asigna capital a un proyecto busca una rentabilidad para mañana, y el mercado no sabrá si ha obtenido un sobresaliente, esto es, si ha superado el comportamiento esperado, hasta que los beneficios hayan sido contabilizados. La explotación es longitudinal. Lleva tiempo.

La financiarización puede definirse del modo más sencillo como el poder creciente y sistémico de las finanzas y de la ingeniería financiera. En cuanto tal, no constituye un fenómeno enteramente nuevo. Pero ninguna explicación del desarrollo capitalista contemporáneo puede ignorar la magnitud de la reciente expansión del sistema financiero. Como porcentaje de los beneficios totales de las corporaciones estadounidenses, los beneficios del sector financiero aumentaron del 14 por 100 en 1981 al 39 por 100 en 2001². Además de los beneficios cosechados por bancos, *hedge funds*, so-

¹ Kojin KARATANI, *Transcritique. On Kant and Marx*, Cambridge (MA), 2003; Slavoj ŽIŽEK, «La perspectiva parallax», *NLR* 25 (enero-febrero 2004). Quiero dar las gracias a John Grahl y Tom Mertes por sus comentarios sobre el primer borrador de este texto.

² Robert BRENNER, «¿Nueva expansión o nueva burbuja? La trayectoria de la economía estadounidense», *NLR* 25 (enero-febrero 2004), p. 55. Para un informe exhaustivo, véase también Greta KRIPPNER, «The Fictitious Economy», tesis doctoral, Universidad de Wisconsin-Madison, 2003, y Andrew GLYN, *Capitalism Unleashed*, Oxford, 2006, pp. 5-76.

ciudades de *private equity* (sociedades de capital riesgo), gestoras de fondos y compañías aseguradoras, muchas grandes empresas también organizan divisiones financieras que contribuyen considerablemente a los beneficios de cada grupo. La creciente exposición de todas las instituciones y acuerdos a las oportunidades de la financiarización, así como a las presiones, más conocidas, de la globalización, ha provocado que la distribución del poder dentro de las corporaciones y las redes financieras sea tan fluctuante e impredecible en las últimas décadas. Tal como Gérard Duménil y Dominique Lévy han analizado en estas páginas, las técnicas financieras han posibilitado un extraordinario enriquecimiento de los intermediarios financieros y de la elite corporativa. La concesión de *stock options* a los altos ejecutivos incentivó explícitamente a éstos para que recurriesen al endeudamiento con el fin de manipular al alza la cotización de las acciones mediante la obtención de créditos bancarios que se invertirían posteriormente en su mayor parte para comprar acciones propias³. Dados sus propios niveles de remuneración, las sociedades financieras estaban difícilmente en condiciones de utilizar su influencia para refrenar la codicia de los altos directivos ejecutivos. La elite financiera y la elite corporativa se necesitan mutuamente y las técnicas financieras han contribuido a cimentar el pacto entre ambas⁴.

En un importante intercambio teórico, Giovanni Arrighi y Robert Pollin coincidían en que lo más importante en lo relativo a la expansión financiera sería la pregunta «¿de dónde proceden los beneficios, sino de la producción e intercambio de mercancías?»⁵. Las tres posibilidades que contemplaban eran las siguientes: que algunos capitalistas se estuvieran beneficiando a expensas de otros; que los capitalistas en su conjunto fueran capaces de forzar una redistribución a su favor; y que las transacciones hubieran permitido a los capitalistas desplazar sus recursos desde las áreas menos rentables a aquellas que ofrecen una mayor rentabilidad. Sin embargo, también debemos tener en cuenta dos dimensiones internas de las finanzas mismas: por un lado, el coste de generación de funciones y productos financieros; y, por otro, el aumento de eficiencia que supone la anticipación de los riesgos. La revolución financiera de las últimas dos décadas ha registrado grandes ganancias potenciales en el tratamiento del riesgo; pero la mayor parte de las mismas se ha visto engullida por los cos-

³ G. DUMÉNIL y D. LÉVY, «Tendencias de la formación de las rentas en el neoliberalismo», *NLR* 30 (noviembre-diciembre 2004). Este y otros aspectos de la financiarización son tratados de forma más exhaustiva en mi próximo libro, *Age Shock and Grey Capital*, del que han sido extraídos la mayoría de los ejemplos que siguen.

⁴ Kevin PHILLIPS, *Boiling Point*, Nueva York, 1993, y *Wealth and Democracy*, Nueva York, 2002.

⁵ Robert POLLIN, «Contemporary Economic Stagnation in Historical Perspective», *NLR* 1/219 (septiembre-octubre 1996), p. 115; Giovanni ARRIGHI, «Financial Expansions in Historical Perspective», *NLR* 1/224 (julio-agosto 1997), pp. 154-159; R. POLLIN, «El actual estancamiento económico en su perspectiva histórico-mundial»; G. ARRIGHI, «Las expansiones financieras en su perspectiva histórico-mundial»; y R. POLLIN, «Respuesta a G. Arrighi», contribuciones todas ellas publicadas en *NLR* 5 (noviembre-diciembre 2000), pp. 127-136, 137-142 y 143 respectivamente.

tes crecientes de la intermediación financiera, posibilitados por los recursos del monopolio y de la información asimétrica, y generados por una intensificación de los gastos en *marketing* y comercialización, así como por unas remuneraciones excesivas.

En lo que sigue examinaré algunos aspectos de la financiarización en el ámbito de las corporaciones y exploraré algunas operaciones cuatridimensionales de los *hedge funds*, las sociedades de capital riesgo, los bancos de inversión y los fondos de pensiones, así como algunos de los aspectos más turbios de la práctica financiera, citando ejemplos de beneficios que responden a una u otra fuente de ganancias y pérdidas financieras citadas hace un instante. En cierto sentido, estas prácticas se extienden al ámbito de lo que he denominado «capitalismo gris», en el que las relaciones de propiedad y responsabilidad se vuelven débiles o borrosas. También comprobaremos que la financiarización crea un agregado de nuevos servicios y «productos» tanto para las corporaciones como para los individuos, que son comprados porque permiten al comprador obtener una ganancia futura, proporción de una rentabilidad mayor, de una custodia prudente de los activos o de una superior reducción del riesgo. De nuevo la temporalidad es central a este respecto. Los instrumentos característicos de financiarización son productos derivados que habrán de crecer o menguar en relación directa con activos u obligaciones subyacentes, contratos de futuros u opciones (derechos de compra o venta en una fecha futura y a un precio estipulado). Desde el punto de vista del individuo, el producto financiero —una anualidad, una pensión, una hipoteca o un contrato de seguro— vincula también las contribuciones actuales a los beneficios futuros.

La esfera y los poderes en constante expansión de los multitentaculares bancos de inversión —«impresionantes» habida cuenta de sus implicaciones, según *The Economist*— quedan bien ilustrados por el caso de Goldman Sachs. Tal como señalaba un reciente estudio, Goldman o una empresa asociada están involucrados en un tercio de todas las operaciones de renta variable en Estados Unidos⁶. Los beneficios de los bancos de inversión no proceden simplemente de sus operaciones tradicionales de compra, emisión o suscripción de títulos [*underwriting*] y correduría, de las fusiones y adquisiciones y de las IPO (esto es, la oferta pública inicial de acciones [*initial public offerings*]), sino cada vez más de operaciones por cuenta propia y del arbitraje de riesgos; esto es, del hecho de que ellos mismos y sus clientes asuman posiciones ante el impacto considerable de una fusión o de algún otro acontecimiento relevante. Los bancos de inversión poseen grandes recursos profesionales, un emplazamiento estratégico en las redes de información y un enorme poder de procesamiento de la misma. Pueden adoptar posiciones que les permiten sacar provecho de los precios relativos, salga o no adelante una transacción. Una vez que conocen la configuración del terreno, pueden idear una cobertura para sus

⁶ «Goldman Sachs and the Culture of Risk», *The Economist*, 29 de abril de 2006.

clientes e invertir además sus propios recursos. Tal como pregunta mordazmente *The Economist*:

¿Estaría en mejores condiciones General Motors si Goldman se hubiera limitado a buscar un comprador para la división inmobiliaria de su actividad de financiación, en vez de sumarse a su vez al grupo de compradores? El banco menciona numerosas ocasiones en las que aconsejó acerca de una operación y luego proporcionó algún tipo de protección que inmunizaba al comprador frente al riesgo. El beneficio de Goldman procedente de la protección (que a menudo es la parte más lucrativa de la operación) resulta irrelevante, si no fuera porque significa que, como consejero, Goldman no sólo estaba considerando los intereses del cliente. ¿Es esto malo? Es una cuestión que vale la pena examinar. En lo que a sus actividades como banco de inversiones se refiere, Goldman se encuentra ahora en tantos lados de una misma operación al mismo tiempo que el cuadro resulta asombroso.

La corporación desechable

Las finanzas tienen un doble impacto sobre las corporaciones: por un lado, condicionan sus estrategias de inversión; por el otro, les ayudan a encontrar clientes y a obtener beneficios. No son exactamente los agentes libres que describen sus críticos. Estos últimos suelen hacer hincapié en los poderes exorbitantes de las corporaciones en comparación con las comunidades, los organismos reguladores, los consumidores y su propia mano de obra. *No Logo*, de Naomi Klein, proporcionó un informe gráfico y convincente del «poder de las marcas» corporativas, mientras que *The Corporation*, un libro (y película) con frecuencia mordaz, insistía en los privilegios e inmunidades legales de las sociedades anónimas. No cuesta comprobar cómo las grandes cadenas comerciales minoristas configuran los patrones de producción y consumo o cómo las marcas famosas se insinúan en la textura de la vida cotidiana. Sin embargo, hasta las corporaciones más poderosas necesitan al mundo financiero para evaluar su propio progreso, planificar el futuro y, a menudo, llegar a nuevos consumidores. Las marcas más conocidas, como Nike o Coca-Cola, no son el modelo más acabado del capitalismo contemporáneo, sino que éste corresponde en realidad a las entidades de financiación, los *hedge funds* y las sociedades de capital riesgo, muchas de las cuales son desconocidas para el gran público. Al fin y al cabo, incluso las corporaciones mayores y más conocidas tan sólo mantienen una autonomía precaria y provisional dentro del nuevo mundo de los negocios, y son en última instancia el juguete de los mercados de capitales.

La calidad crediticia de las corporaciones es determinada por los bancos y las agencias de clasificación, que definen a su vez el coste del capital del que dispondrán éstas. Las corporaciones pueden ser capaces de financiar todas las inversiones que deseen emprender con sus propios recursos, lo cual no significa, sin embargo, que logren eludir las presiones de la financiarización. A la hora de preparar sus planes de inversión, ten-

drán que demostrar que éstos obtendrán las tasas de rentabilidad mínimas o de referencia [*benchmark or «burdle rates»*] establecidas por el sector financiero⁷. Hasta las grandes corporaciones tienen que someterse a las inspecciones e interrogatorios de las agencias de clasificación –Standard and Poor’s, Moody’s y Fitch Ratings–, si desean tranquilizar a los inversores y asegurarse un acceso barato al capital. Conseguir buenos beneficios ya no es suficiente; también se necesita una clasificación de triple A⁸. Teóricamente, el valor de una acción no tiene nada que ver con los beneficios presentes o pasados, sino exclusivamente con las perspectivas de beneficio futuro.

Desde el punto de vista del inversor «puro», la corporación misma es un cúmulo accidental de obligaciones y activos que deben ser recolocados para maximizar el valor para el accionista, lo cual refleja a su vez los inconstantes entusiasmos de otros inversores. La corporación y su mano de obra son, en principio, desechables. Las famosas compañías de la década de 1970, por no hablar de las de la década de 1950, han desaparecido, salvo escasas excepciones, o se han convertido en sombras de sí mismas⁹. En la década de 1980 cientos de miles, si no millones de empleados, descubrieron que no eran imprescindibles; con la «reducción de tamaño» de las empresas de principios de la década de 1990 miles de directivos medios y altos descubrieron que también ellos sobraban, dadas las exigencias del momento. Entre 2001 y 2003, se perdieron alrededor de tres millones de empleos en Estados Unidos. Con el cambio de siglo, los directivos de Enron se hicieron famosos por un régimen en el que cada empleado sabía que un décimo de la plantilla –aquellos trabajadores que no habían conseguido alcanzar los objetivos comerciales– sería despedido cada año, con independencia de si los resultados globales de la compañía eran buenos o malos. Muchas de las corporaciones más poderosas hoy en día hacen los mayores esfuerzos para eludir la obligación de tener una mano de obra propia; en lugar de ello, externalizan y subcontratan.

Uno de los factores que ha impulsado la financiarización consiste en que las compañías que tienen dificultad para vender productos se dan cuenta de que pueden atenuar sus dificultades si venden también productos financieros, desde la más modesta red de créditos al consumo a operaciones complejas en las que una compañía vende su producto a una filial, que a su vez lo arrienda al cliente. No pocas veces la transacción pasa

⁷ John GRAHL, «Finanzas globalizadas», *NLR* 8 (marzo-abril 2001).

⁸ Véase Timothy SINCLAIR, *The New Masters of Capital*, Ithaca (NY), 2005.

⁹ Si comparamos a las estrellas de las bolsas estadounidense o británica de las pasadas décadas con las de 2005, la coincidencia es escasa. Las compañías petrolíferas, los bancos y General Electric siguen siendo las más importantes en la bolsa de Nueva York, pero muchas más cosas han cambiado. Microsoft, Wal-Mart, Intel, Google y eBay son nuevas, IBM y Coca-Cola se mantienen pero han encogido de tamaño. El índice FTSE 100 de la Bolsa de Londres está dominado asimismo por recién llegados como Vodafone, mientras que nombres famosos como ICI, Marconi y Unilever han visto reducido considerablemente su tamaño.

por un paraíso fiscal o implica el impago de una obligación tributaria (por ejemplo, porque el pago de intereses está libre de impuestos). GE Capital ayuda desde hace tiempo a sus clientes a comprar motores de aviación y maquinaria de otro tipo utilizando acuerdos de *leaseback** fiscalmente ventajosos. GE Capital no tardó en diversificarse introduciéndose en el sector de los créditos al consumo debido a la atractiva rentabilidad que éstos generaban. En 2003, el 42 por 100 de los beneficios del grupo era generado por GE Capital. El mismo año, GM y Ford vieron cómo casi todos sus beneficios procedían de operaciones de arrendamiento financiero [*leasing*] al consumidor, mientras sus ingresos procedentes de las ventas se mantenían prácticamente en punto muerto. Cuando estos dos gigantes automovilísticos atravesaron verdaderas dificultades en 2005-2006, se vieron forzados a vender sus rentables divisiones de arrendamiento con el fin de aumentar los recursos disponibles que necesitaban urgentemente. En 2004 la división General Motors Acceptance Corporation (GMAC) ganó 2.900 millones de dólares, importe que representó casi el 80 por 100 de los ingresos totales de GM, la cual confiaba en que GMAC se valoraría al menos en 11.000 millones de dólares y en que podría conservar una importante participación en la misma aunque vendiera el 51 por 100 de sus acciones¹⁰.

Durante el mismo periodo, resultó sorprendente comprobar la avidez con la que entidades financieras gigantescas como Citigroup y HSBC trataban de hacerse con operaciones de crédito al consumo e incluso con servicios de prestamistas *sub-prime* (prestamistas usureros [*loan sharks*]), que con anterioridad habían mirado por encima del hombro. Citigroup adquirió Associates First Capital, mientras que HSBC compró Household Finance, abriendo un camino que otros habrían de seguir. Las entidades financieras se han asociado con los minoristas para colmar a todo el mundo con las denominadas tarjetas oro y platino, con la esperanza de hacer crecer poco a poco el endeudamiento del consumidor —que en 2002 ascendía en Estados Unidos al 110 por 100 de las rentas individuales anuales disponibles, aupándose a casi un 130 por 100 a finales de 2005— para posteriormente cargar unos intereses del 18 o el 20 por 100 anual sobre un dinero por el que los bancos estaban pagando un 3 o 4 por 100. Estas rentabilidades son tan seductoras que inducen a los bancos a practicar este tipo de actividad crediticia sórdida. Creen que pueden renegociar las deudas de tal forma que les permita deshacerse del riesgo mientras conservan la mayor parte de los altos rendimientos que son considerados como la prima de riesgo. Las lecciones aprendidas con la renegociación de las obligaciones negociables como CDO (obligaciones

* Operación mediante la cual el comprador de un activo lo arrienda de modo inmediato al vendedor del mismo, lo cual le permite a éste disfrutar de una mayor liquidez y utilizar tal elemento sin anotarlo en balance como inmovilizado. Habitualmente la operación tiene un tratamiento fiscal benigno. [*N. del T.*]

¹⁰ Dennis BERMAN, Henry SENDER e Ian McDONALD, «GM Auction Won't Be Simple», *The Wall Street Journal*, 9 de diciembre de 2005.

de deuda con garantía [*collaterallized debt obligations*])* son aplicadas a la deuda personal.

Así, con el acceso directo a las hipotecas *sub-prime*, los bancos y los *bedge funds* pudieron vincular y dividir la deuda en diez tramos, cada uno de los cuales representa un derecho sobre títulos valores subyacentes: el tramo inferior representa el primer décimo en caso de impago, el siguiente tramo es el segundo que menos rentabilidad ofrece, y así sucesivamente hasta el décimo superior. Los prestatarios que sólo pueden negociar una hipoteca *sub-prime* tienen escasas perspectivas de garantía o de renta, o de ambas, de ahí que tengan que pagar mucho más. Por supuesto, el tramo inferior –designado como participación accionarial [*equity*]– presenta perspectivas de rentabilidad muy débiles, pero así y todo puede ser vendido a alguien a un precio barato en una transacción de saldo. Los tramos superiores, e incluso muchos de los medios, serán mucho más seguros y generarán todavía una buena rentabilidad. (Aquí, a diferencia de las categorías de Arrighi y Pollin, tenemos un ejemplo de beneficios financieros generados por una función interna de las finanzas mismas). Tal como explica el director de una correduría de préstamos hipotecarios: «Las hipotecas *sub-prime* son el sector ideal para los bancos de inversión, ya que sus márgenes más amplios proporcionan un flujo de tesorería fuertemente protegido, mientras que el historial de riesgo ha sido favorable. Si el banco de inversión renegocia los bonos titularizados para la venta, incluyendo los tramos de riesgo profundamente subordinados, puede, en efecto, blindar una rentabilidad garantizada con poca o nula exposición de capital»¹¹. Por tales razones Morgan Stanley compró Advantage Home Loans, Merrill Lynch compró Mortgages PLC y Lehman Brothers se hizo con Southern Pacific Mortgages y Preferred Mortgages. Los bancos europeos como ABN-Amro han desarrollado intereses en el microcrédito en África, lo que les vincula con el mundo de los prestamistas *sub-prime*: las técnicas financieras les permiten cosechar tasas de rentabilidad extraordinarias gracias a la renegociación de las deudas de los más pobres¹². Mientras que los gobiernos occidentales se jactan de haber perdonado la deuda africana, los bancos occidentales dirigen sus anzuelos a los préstamos para los más pobres.

Ayudados por las prácticas de la financiarización, los bancos consiguieron beneficios realmente buenos durante la depresión que siguió a la burbuja, así como una vez iniciada la recuperación posterior. Sin embargo, los con-

* Un CDO es básicamente una forma de vincular el riesgo crediticio asociado a distintas empresas en una única estructura. Consiste en una cartera de instrumentos financieros que se divide en tramos en función de las pérdidas. Estos tramos pueden ser asignados a distintos inversores que cubrirán las pérdidas asociadas a su tramo recibiendo una determinada compensación. [*N. del T.*]

¹¹ Jane CROFT, «Banks Pile Into Sub-Prime Lending», *Financial Times*, 21 de diciembre de 2005.

¹² Los bancos siguen incluyendo sus propios y exorbitantes costes salariales en la microfinanciación. Tal como observa un reportaje de prensa: «Sin embargo, el principal reclamo para la mayoría de los inversores no consiste en ayudar a los pobres. Se trata de la rentabilidad que consiguen». Tom MARSCHALL, «Bond Issue Lets Investors Buy Into Microfinance», *The Wall Street Journal*, 27 de abril de 2006.

sumidores endeudados no se comportaron de un modo tan beneficioso para las corporaciones no financieras en el periodo posterior a la burbuja a medida que la demanda se fue enfriando. En 2003, el 18 por 100 de la renta disponible de los consumidores estadounidenses se destinaba al servicio de la deuda, y únicamente un aumento repentino de los precios de la vivienda y la refinanciación de hipotecas mantuvo el poder de compra de los consumidores. (La considerable apuesta de los bancos estadounidenses por los préstamos *sub-prime*, con sus riesgos asociados, fue uno de los factores decisivos que retrasó el acuerdo internacional bancario conocido como Basilea II –por ser auspiciado por el Bank for International Settlements radicado en esa ciudad–, que debía regular los niveles de reserva adecuados.)

El aumento vertiginoso de los hedge funds

El espíritu desenfrenado de financiarización cobra su encarnación más conocida en los *hedge funds*, que son lo bastante ágiles como para sobrepasar a los grandes inversores institucionales. En los últimos años se ha asistido al crecimiento de la noche a la mañana de miles de *hedge funds* –a mediados de 2006 se calculaba que el total podría ascender a cerca de 8.000–, que controlan casi 1,5 billones de dólares en activos (en comparación con los 7 billones de dólares del total de los fondos de inversión ordinarios estadounidenses de todo tipo). Los *hedge funds* comenzaron siendo el coto privado de los inversores verdaderamente ricos, aunque finalmente varios fondos de pensiones fueron trasvasando a los mismos un pequeño porcentaje de sus carteras. En el mercado bajista de 2000-2002 los *hedge funds* obtuvieron a menudo rendimientos positivos cuando la mayor parte de los fondos convencionales, en particular los fondos indexados [*index funds*], obtuvieron considerables pérdidas. Los *hedge funds* practicaron el «*shorting*», esto es, se hacían prestar acciones que en realidad no eran de su propiedad, confiando en que su precio bajaría, momento en el que las comprarían para venderlas a continuación a su eventual comprador. Los inversores institucionales, que prestaron títulos accionariales de gran importancia en sus carteras, a menudo salieron perdiendo en estas operaciones. Los fondos convencionales, ya fueran gestionados de modo activo o se tratara de fondos indexados, fueron «*long only*», esto es, compraron y vendieron títulos, pero no practicaron *shorting* con ellos. Los *hedge funds* también ofrecen y emplean «derivados» y productos de inversión como las opciones, que permiten al comprador depositar una apuesta sobre el movimiento de determinadas secciones del mercado. Detectando las diferencias de precio, los *hedge funds* hacen dinero gracias al arbitraje, las operaciones rápidas y el uso de derivados de crédito, que pueden renegociar la deuda corporativa. Los bancos de inversión y los departamentos de tesorería de las grandes corporaciones también se implican en operaciones de cobertura a gran escala de divisas y tipos de interés, pero corresponde a los *hedge funds* la mayor libertad de movimientos¹³.

¹³ Edward LiPUMA y Benjamin LEE, *Financial Derivatives and the Globalization of Risk*, Durham (CN), 2004, pp. 90-92.

Los bancos y los fondos de inversión ordinarios están indulgentemente regulados, mientras que los *hedge funds* no tienen por qué revelar sus participaciones en absoluto, sustrayéndose, de hecho, a toda regulación¹⁴. Cobran comisiones que a menudo ascienden al 2 por 100 del dinero invertido más el 20 por 100 del aumento anual del valor del capital. Su estructura de comisiones les permite por regla general hacer mucho dinero cuando les va bien, sin perder esas ganancias si luego las rentabilidades se desploman. Los *hedge funds*, cuyos costes son más altos que los de otros gestores de fondos a causa de su enorme volumen de operaciones, afirman, sin embargo, que ello les permite superar los resultados del mercado y ofrecer rendimientos positivos durante un periodo bajista. Muchos han obtenido muy buenos resultados para clientes particulares, lo que ha espoleado a los gestores de fondos de pensiones a mostrarse vivamente interesados por ellos, un interés que por regla general se encargan de incentivar los reguladores y consultores de ambos lados del Atlántico.

Aunque los *hedge funds* pueden proporcionar una rentabilidad constante de dos dígitos que justifica sus comisiones para clientes especiales, ¿pueden lograr los mismos sorprendentes resultados para toda la categoría de fondos de pensiones, habida cuenta de que éstos constituyen un componente tan considerable del mercado? Una operación de *shorting* puede proporcionar excelentes resultados a quien la acomete, pero no beneficia directamente a todos los inversores, a diferencia de lo que sucede en un mercado alcista¹⁵. Los fondos de pensiones que invierten en *hedge funds* suelen hacerlo comprando un instrumento de «fondo de fondos», pero al hacerlo pierden las ventajas que los mejores gestores de *hedge funds* estarán en condiciones de ofertar. Una diversificación de las participaciones en el sector puede ofrecer algo más de seguridad, pero también disminuye la rentabilidad, toda vez que habrá de incluir a aquellos que ofrecen peores resultados y tal vez a aquellos que han quebrado. Entre 1998 y 2003, 1.800 *hedge funds* cerraron sus puertas; sin embargo, la mayoría de las estadísticas del sector mostrarán los «prejuicios del superviviente», y sin incluir sus pérdidas¹⁶.

De resultas de su *modus operandi*, los *hedge funds* iban a tener un papel protagonista en los escándalos de los fondos de inversión, algunos de los cuales describo a continuación. Durante la década de 1990, las

¹⁴ En 2005 la CBI, la principal federación de empresas británica, se quejaba de que los *hedge funds*, que se hallan exentos de la obligación de informar sobre su situación financiera (como deben hacer los bancos), eran predadores sin escrúpulos, que acechan a sus presas en secreto y golpean sin previo aviso.

¹⁵ Las operaciones de *shorting* no son todas inicuas. Pueden aumentar la liquidez o contribuir a destapar activos cuya cotización es excesiva (tal como hizo el Ursus Fund en el caso de Enron), pero *hedge funds* mejor regulados y más modestos podrían hacer lo mismo, sin olvidar que otras instituciones podrían cumplir estas funciones.

¹⁶ John BOGLE, *The Battle for the Soul of Capitalism*, New Haven (CT), 2005, pp. 120-121. Bogle es el fundador y ex director general de Vanguard, el tercer gestor de carteras mayor de Estados Unidos.

grandes entidades financieras que patrocinan fondos de inversión –Bank of America, Putnam, Morgan Stanley y otros– descubrieron que podían cobrar comisiones extra a los operadores hiperactivos, por encima de las sustanciosas comisiones que ya estaban cobrando a la masa de sus inversores. Concedieron a los *hedge funds* privilegios que no se ofrecían a los demás inversores, incluyendo la provisión de crédito para permitirles sacar ventaja de los fondos de sus clientes: de este modo, la entidad financiera puede cobrar intereses y a la vez obtener comisiones de transacción. Además, las operaciones no tienen que hacerse en acciones ya existentes. Si las nuevas emisiones son inminentes, entonces los *hedge funds* y otros gestores agresivos [*punters*] pueden adquirir opciones *call* (compra) y *put* (venta) sobre las acciones aún inexistentes dentro de lo que se denomina, con bastante tino, el «mercado gris». El *shorting* de acciones en el mercado gris puede llevar a complicaciones extraordinarias y a la vergüenza de verse en «paños menores» [*naked shorts*], cuando se descubre que el vendedor no tiene acciones, ya sean prestadas o no¹⁷. Otro asunto problemático se presenta cuando los *hedge funds* usan el poder de voto que les dan acciones en préstamo para endosar ofertas públicas de adquisición, sobre todo en aquellos casos en que los accionistas de la participación adquirida salen perdiendo, pero el *hedge fund* saldrá ganando gracias a las otras posiciones que ha tomado sobre el resultado de la oferta de adquisición.

Arbitraje

En el mundo financiarizado se practica la cirugía cardíaca sobre la propiedad capitalista misma. Un *hedge fund* que tiene acciones de una compañía para venderlas en *short* pretende provocar la deflación del valor para el accionista, y no aumentarlo. Y un acuerdo de arbitraje de riesgo puede ser mucho más complicado que esto. Daniel Buena y David Stark escriben:

El arbitraje gira en torno a la posibilidad de interpretar los títulos valores de muchas maneras [...] A diferencia de los *value investors* [inversores en sociedades infravaloradas por el mercado], que destilan los atributos enmarañados de una compañía en una única cifra, los operadores de arbitraje rechazan la exposición respecto a toda una compañía. Sin embargo, a diferencia de los tiburones corporativos, que compran compañías con la intención de romperlas y venderlas como propiedades separadas, el trabajo del operador de arbitraje es aún más radicalmente deconstruccionista [...] Por ejemplo, no consideran a

¹⁷ En Gran Bretaña, la venta en *short* de acciones del «mercado gris» de la empresa Room Service en noviembre de 2003 condujo a una situación en la que había más operaciones que acciones con las que realizarlas. Los *short-sellers* se quedaron «desnudos» porque una prometida emisión de derechos de suscripción fue paralizada. Cuando las autoridades suspendieron las operaciones y anularon algunas operaciones prioritarias perjudicaron a muchos operadores que, sin saberlo, habían sido involucrados en la operación de *shorting*. Elizabeth RIGBY, «Room for Change on Short-Selling», *Financial Times*, 29 de noviembre de 2003.

Boeing Co. como un activo o una propiedad monolíticas, sino como una compañía que posee varias propiedades (rasgos, cualidades), tales como la de ser un paquete de acciones tecnológicas, un paquete accionario de empresa de viajes, un paquete accionario estadounidense, un paquete accionario que está incluido en un índice determinado, etc. Con diseños cada vez más abstractos, intentan aislar cualidades tales como la volatilidad de un título o su liquidez, su convertibilidad, su indexabilidad, etc. De esta suerte, mientras que los tiburones financieros rompen en pedazos una compañía, los modernos operadores de arbitraje desmembran las cualidades abstractas de un título [...] Su estrategia consiste en usar las herramientas de la ingeniería financiera para dar forma a una operación tal que la exposición se limite a aquellos principios de equivalencia en los que el operador deposita confianza. Derivados tales como *swaps* [operaciones de canje de un valor por otro], opciones y otros instrumentos financieros desempeñan un papel importante [...] Los operadores los utilizan para rebanar y trocear su exposición¹⁸.

Cabría suponer que esta disección virtual de la corporación es un proceso más suave y amable que el impuesto por los tiburones financieros de la década de 1980, pero esto sería un error. Para convertir en liquidez sus posiciones, los operadores de arbitraje necesitan «eventos». Un mercado apacible en el que no sucede nada y no hay volatilidad es malo para los *hedge funds* y para quienes ocupan las secciones de «*risk arb*» [arbitraje de riesgos]. No obstante, normalmente los operadores no tienen por qué preocuparse, ya que, tal como lo formulara Hyman Minsky en un artículo clásico, en primer lugar, «el funcionamiento interno de una economía capitalista genera relaciones financieras que son propensas a la inestabilidad» y, en segundo, «las relaciones entre precio y valor de los activos que provocarán una crisis en las estructuras financieras frágiles son eventos asociados a un funcionamiento normal»¹⁹. Una de las razones de ello es precisamente que las perspectivas de una determinada acción no pueden ser destiladas en una cifra única, puesto que el balance de situación de una empresa comprenderá siempre un conjunto de ingresos y pasivos en el que pasado, presente y futuro coexisten con dificultad. En la actualidad un «evento» común para una gran compañía será la reevaluación del pasivo derivado de su fondo de pensiones, que a su vez reflejará lo que está sucediendo con las acciones de otras compañías, la aprobación de nueva legislación o la introducción de un nuevo principio contable. La desregulación de los mercados financieros ha aumentado a su vez su propensión a los «eventos»²⁰.

¹⁸ Daniel BUENZA y David STARK, «Tools of the Trade. The socio-technology of arbitrage in a Wall Street trading room», *Industrial and Corporate Change* XIII, 2 (2004), pp. 369-400.

¹⁹ Hyman MINSKY, «The Financial Instability Hypothesis», Charles Kindleberger y Jean-Pierre Laffargue (eds.), *Financial Crises*, Cambridge, 1982, pp. 1-39. Para una discusión de este texto, véase Geoffrey INGHAM, *The Nature of Money*, Oxford, 2004, pp. 160-161.

²⁰ Tal como lo exponen Kenneth CAROW y Edward KANE, «Event Study Evidence of the Value of Relaxing Longstanding Regulatory Restraints on Banks, 1970-2000», National Bureau of Economic Research Working Paper 8594, noviembre de 2001.

Las técnicas de la revolución financiera –derivados, *swaps*, cobertura, SPE [*special purpose entity*], CDO [*collateralized debt obligation*], etc.– pueden ser usadas tan sólo para asegurar a una corporación contra los riesgos. Pero varios de estos mecanismos se prestan a una manipulación de las cifras básicas de la empresa. Podría parecer que el culto del valor para el accionista y de la ingeniería financiera hace aparecer una ganancia inmediata después de toda fusión o adquisición. Las compañías que perfeccionaron el arte de crecer mediante adquisiciones –GE, Vodafone, AOL, WorldCom, etc.– se convirtieron en las favoritas de Wall Street. En ocasiones esto se correspondía con un crecimiento real y con un negocio más lógico, pero podía hacer presagiar también la «contabilidad agresiva» y anunciar futuras caídas del precio de las acciones. La buena disposición del tipo del inversor tradicional a aceptar las consecuencias de la propiedad se desvanece en el mundo de los *hedge funds*. Tal como observa una reciente investigación:

Los argumentos favorables a los *hedge funds* no se han visto respaldados por comportamientos como los de Perry Capital, que en 2004 compró acciones de Mylan Laboratories únicamente para votar a favor de la compra de King Pharmaceuticals, de la que Perry era uno de los principales accionistas. Perry desplegó una estrategia de cobertura de su exposición a los movimientos del precio de las acciones de Mylan, lo que le permitió ejercer sus derechos de voto sin exponerse aparentemente a las consecuencias²¹.

Los gestores de *hedge funds* usan productos derivados para «desagregar» [*unpack*] bloques de derechos de propiedad o derechos sobre flujos de renta, y para volver a reunirlos en una configuración supuestamente más ventajosa. Pueden guiarse por una corazonada acerca de la próxima operación idónea, pero no pretenden asumir la responsabilidad de dirigir una determinada empresa. Frente a esto, las sociedades de capital riesgo [*private equity*] son completamente diferentes. Éstas se especializan en hacerse con el control de empresas infracapitalizadas y con resultados por debajo de su potencial para reorganizar su gestión y relanzar el negocio. Ello puede llevar entre tres y cinco años, durante los cuales se deshacen de las distracciones y de las actividades deficitarias, mientras que los negocios centrales se ponen a punto. Los inversores –incluidos los fondos de pensiones– son invitados a respaldar estas operaciones. El fondo de *private equity* es en realidad una especie de empresario colectivo, de tal suerte que aquellos que están dotados de las cualidades y el criterio adecuados proporcionarán una buena rentabilidad al inversor paciente y a gran escala. Como sucede con los *hedge funds*, sus comisiones son más altas que las de los gestores de fondos ordinarios, y por regla general comprenden tanto una cuota anual estándar del 2 por 100 del valor del fondo, como un porcentaje de la liquidación final, o «interés actual», una vez que la reorganización y el reflatamiento se han com-

²¹ «Battling for Corporate America», *The Economist*, 11 de marzo de 2006.

pletado²². De esta suerte, el inversor no contribuye a la organización de *private equity* en cuanto tal, sino a un fondo específico que aquél se encargará de lanzar. El fondo reunirá una suma determinada –que puede comprender desde 10 millones de libras esterlinas a varios miles de millones– que será utilizada para hacer adquisiciones en un sector dado²³. La empresa de *private equity* tendrá costes reales, tales como el minucioso examen de las áreas económica, financiera, contable, legal, tributaria, laboral e incluso ambiental de la compañía [*due diligence*], las pólizas de seguros y los gastos de personal; pero a medida que crece el tamaño del fondo la cuota anual de gestión tenderá a hacerse más interesante que el beneficio empresarial, que a su vez se extenderá en el arco de varios años. Las «transacciones de club» de los fondos de *private equity* permiten que diferentes empresas sufragan conjuntamente los costes al tiempo que aumentan los fondos que gestionan.

El efecto combinado de tales tendencias consiste en alinear la *private equity* a una lógica generalizada de gestión de fondos, en la que el verdadero objetivo consiste en aumentar el tamaño de los fondos que se gestionan, porque ello acarrea el aumento de las comisiones²⁴. Con el tiempo el acicate de las ganancias empresariales habrá de achatarse, mientras que las ocasiones de especulación pueden ser difíciles de rechazar. Quienes operan dentro de una gama de posibilidades, que va de la adquisición a la venta de la totalidad de una empresa o del paquete mayoritario que controla la misma, tenderán a conocer por adelantado los eventos del mercado, mientras que aquellos cuyas posiciones han fracasado suelen ser propensos a hablar o a buscar compensaciones sirviéndose de la información que poseen. En marzo de 2006, la London's Financial Services Authority publicó un estudio sobre la estructura comercial en la FTSE en los seis años anteriores que puso de manifiesto que «el nivel de operaciones basadas en informaciones confidenciales es muy alto, ya que más del 30 por 100 de los anuncios importantes se han visto precedidos por movimientos de precios motivados por el uso de información confidencial»²⁵.

Fondos de pensiones

Las inmensas sumas reunidas por los fondos de pensiones de todo tipo han aumentado considerablemente la importancia de la inversión institu-

²² Richard FREEMAN, «Venture Capitalism and Modern Capitalism», Victor Nee y Richard Swedberg (eds.), *The Economic Sociology of Capitalism*, Princeton y Oxford, 2005, pp. 144-167.

²³ Cuando el Texas Pacific Group anunció un fondo de 15.000 millones de dólares en abril de 2006 marcó con ello un récord, pero la magnitud de la *private equity* ha crecido más que en la década anterior, a pesar de una depresión en 2001.

²⁴ «Why Take Risks When You Can Take Fees», *The Guardian*, 4 de abril de 2006. Véase también Matthew BISHOP, «The New Kings of Capitalism», *The Economist*, 25 de noviembre de 2004.

²⁵ Ben DUBOW y Nuno MONTEIRO, «Measuring Market Cleanliness», Financial Services Occasional Paper 23 (marzo 2006), p. 22.

cional. En la década de 1940 y principios de la de 1950 casi todo el dinero de las pensiones fue invertido en bonos públicos, habida cuenta de que su valor futuro estaba garantizado y por ende era la opción más segura y prudente. Sin embargo, desde la década de 1960, los fideicomisarios de los fondos de pensiones fueron invitados a considerar la inclusión en su cartera de valores privados, mientras que durante la de 1970 las consecuencias de una tasa de inflación en aumento entraron en consideración en forma del siguiente argumento: los bonos públicos han demostrado que sólo proporcionan una débil protección contra la inflación; un fondo con activos tangibles, tales como acciones o bienes inmuebles, sería capaz de seguir el paso del aumento de precios. Después de 1982, aproximadamente, el culto del capital accionario arrastraría casi todo a su paso, hasta el punto de que incluso los gestores de fondos más precavidos contemplaban alegremente la inclusión de títulos corporativos que llegaron a suponer el 80 por 100 de los activos de los mismos. Finalmente, en la época de la nueva financiarización, la atención se centró no sólo en la correcta combinación de los activos, sino en los productos y tratamientos financieros –*swaptions** y similares– que dan a un tipo de activo algunas de las características de otro. A principios del siglo XXI, un gestor de fondos o una junta de fideicomisarios preocupados por la inflación o por los riesgos derivados de los tipos de interés pueden comprar un producto que sea susceptible de cubrirlo. De ahí que para los gestores de fondos se haya vuelto ahora habitual obtener una ganancia mayor de sus posiciones en cartera prestando capital a *hedge funds* para operaciones de venta en descubierto [*short selling*], aunque la pequeña suma a la que ascienden los préstamos reiterados rara vez llega a una rentabilidad de un punto básico (0,01 por 100) del valor del capital.

No resultará difícil advertir que tales procedimientos tienen el efecto de complicar y debilitar los derechos de propiedad. Los fideicomisarios que permiten o estimulan el uso de las técnicas financiarizadas están más preocupados de ahorrar el dinero de los patrocinadores que de fortalecer la promesa de pensión. Y aun cuando dan preponderancia a su obligación fiduciaria, con frecuencia no comprenden adecuadamente los complejos productos crediticios derivados y los riesgos que éstos suponen cuando se produce un cambio brusco del clima de negocios²⁶.

Por más sofisticada que se torne la gestión de fondos, sigue siendo cierto que los propietarios o beneficiarios nominales de los activos de un fondo de pensiones no tienen voz y voto a la hora de decidir cómo han de gestionarse sus ahorros. De esta suerte se crea un doble déficit de responsabilidad, en virtud del cual los gestores de fondos no son responsables

* Una *swaption* es una opción sobre un *swap* de tipos de interés. Al comprar una *swaption* se tiene derecho a realizar un *swap* de tipos de interés a una tasa determinada y durante un periodo fijado de antemano. [N. del T].

²⁶ Michael GIBSON, «Understanding the Risk of Synthetic CDOs», Federal Reserve Bank Working Paper 36, Washington DC, 2004.

ante los beneficiarios del plan, y la gestión de las corporaciones sólo esporádicamente responde ante los accionistas. A decir verdad, la crisis de la *corporate governance*, que hoy nadie discute –varios de cuyos síntomas serán considerados a continuación–, hunde sus raíces en los fracasos de los fondos de pensiones, así como de otros inversores institucionales, a la hora de representar adecuadamente los intereses y pareceres de los propietarios finales, a saber, los participantes del plan. Las pruebas indican que el capitalismo funciona mejor si sus administradores son responsables ante alguien distinto de sí mismos.

Desde la década de 1980 los fondos de pensiones y otras formas de dinero institucional llegaron a estar al alcance de tiburones corporativos como James Goldsmith y de ingenieros financieros como Michael Milken, quienes intentaron con éxito fomentar la importancia del valor de las acciones en la gestión de las corporaciones. Los profesionales de las finanzas y los especialistas en adquisiciones organizaron una oleada de fusiones y adquisiciones que empujaron al alza el precio de las acciones de las compañías objeto de adquisición, pero que a menudo trajeron consigo beneficios efímeros para los accionistas de la compañía predatora. Consideradas las cosas desde el punto de vista del empleado, quienes peor lo pasaron fueron aquellos que perdieron sus empleos con la reorganización posterior a la fusión. Teresa Ghilarducci hizo responsables a los fondos de pensiones de contribuir e incitar a la reducción de tamaño de las empresas en las décadas de 1980 y 1990: «Los administradores del capital de los trabajadores usaron los fondos de pensiones para actividades de especulación institucional, que cerraron fábricas y estrangularon comunidades»²⁷. Los gestores de fondos pueden confabularse para destituir a directores generales que no consiguen mantener el valor para el accionista. En la década de 1990, los directores generales de una serie de gigantes que presentaban los peores resultados fueron destituidos gracias, en parte, a la presión de los accionistas; tales salidas se produjeron, entre otras, en GM, IBM, Westinghouse, American Express, Xerox y Coca Cola²⁸. En otros casos, los accionistas institucionales presionaron a favor de las reorganizaciones que llevaron a la fragmentación de compañías históricas como AT & T e ITT. La preocupación por el valor para el accionista fue la fuerza de transmisión de estos procesos espectaculares²⁹.

Naturalmente, los gestores de fondos están atentos a los intereses y los puntos de vista de la junta de patrocinadores, que ha nombrado a los fideicomisarios que renovarían o abandonarían su mandato de gestión del fondo. A su vez, los gestores del fondo suelen ser divisiones de grandes entidades financieras como Citigroup, State Street, Merrill Lynch y Morgan

²⁷ Teresa GHILARDUCCI, *Labor's Capital*, Cambridge (MA), 1992, p. 130.

²⁸ Véase ROBERT REICH, «Look Who Demands Profits Above All», *Los Angeles Times*, 1 de septiembre de 2000, y ROBERT REICH, *Success*, Nueva York, 2000.

²⁹ Michael USEEM, *Investor Capitalism*, Nueva York, 1996, pp. 1-3, 108-109, 126-127. Véase también Bogle, *op. cit.*, pp. 3-46.

Stanley, que cobran comisiones considerables por otros servicios prestados a las corporaciones. Esto les proporciona una razón adicional para congraciarse con los directores generales y los consejos de administración que patrocinan los fondos. Cuando los gestores del dinero tienen que ejercer el derecho de voto que les confieren las acciones que poseen en fideicomiso en las juntas generales de accionistas, por regla general suelen mostrar deferencia hacia el consejo, haciendo caso omiso de sus efectos sobre el buen gobierno de la compañía. A veces son los fideicomisarios mismos los que prescriben esa política. La mera pasividad de los accionistas suele ser suficiente para que la junta tenga mano libre en estos asuntos. Durante la década de 1990, los bancos de inversión, ansiosos por obtener beneficios extra, se convirtieron en los instrumentos del engrandecimiento del poder de los altos ejecutivos. Los dirigentes empresariales, cada vez más libres de regulación pública, vieron cómo sus planes predilectos de expansión y enriquecimiento eran aplaudidos por las sociedades financieras, que percibían enormes comisiones procedentes de las fusiones y adquisiciones, las ofertas públicas de adquisición (OPA) y las emisiones de derechos de suscripción. Esta situación perjudicó los intereses de los asegurados y alimentó muchos de los escándalos y desastres empresariales de estos últimos años³⁰. Mientras que Wall Street permitía a los directores ejecutivos cosechar remuneraciones desorbitadas, éstos estaban contentos de librarse a su vez de toda responsabilidad.

Los servicios proporcionados por los gestores de fondos no son baratos. Sus honorarios ascienden por regla general a por lo menos un 1,5 por 100 del fondo cada año, y si se tienen en cuenta los recargos ocultos, tales como los *soft dollars* –servicios a las empresas proporcionados gratis como forma de soborno por aquellos que reciben la operación comercial–, la cifra suele ser más alta. Los planes de pensiones del sector público a menudo funcionan con una comisión anual del orden del 0,3 por 100 del fondo. Los honorarios de los gestores de fondos privados pueden llegar a reducir con frecuencia la rentabilidad de un título de pensión personal en un 40 por 100 a lo largo de un periodo de cuarenta años. Aunque los beneficios son altos, otra explicación de los excesivos gastos son los enormes costes de *marketing*. Este derroche es racional, porque los beneficiarios tienden a quedarse con su primer gestor y pagan durante décadas un enorme flujo de contribuciones³¹.

Pillaje

Cabría pensar que, durante la burbuja accionarial, los gestores de fondos habrían podido ser capaces de percibir las señales de advertencia y de in-

³⁰ Ésta es la conclusión de Abraham GILLOW, *Corruption in Corporate America. Who is Responsible? Who Will Protect the Public Interest?*, Lanham, MD, 2005. El autor fue decano de la Stern Business School de la Universidad de Nueva York.

³¹ Documento estos elevados honorarios en R. Blackburn, *Age Schock and Grey Capital*, capítulo 3.

tentar poner freno al engrandecimiento del poder de los altos ejecutivos, o al menos de amortiguar la fiebre especulativa de finales de la década de 1990. Pero no lo hicieron. Estaban jugando con el dinero de otros y los incentivos que recibían espolearon su irresponsabilidad. Los gestores suelen recibir primas en función de los resultados de los fondos que han gestionado durante el año anterior. En un artículo de 1993, titulado «Churning Bubbles» [Revolver burbujas], dos economistas financieros, Franklin Allen y Gary Gorton, advertían del defecto de concepción de los planes de incentivos para los gestores de los fondos, que les animan a sumarse a un carro especulativo aunque saben que al final habrá de conducirles a la cuneta. Tal como explicaban:

La forma de opción de compra [*call*] de los planes de compensación de la cartera de los gestores [que les expone a las ganancias alcistas, pero no a las pérdidas bajistas] significa que pueden estar dispuestos a comprar un paquete accionarial si hay alguna perspectiva de ganancia de capital, aunque sepan con certeza que su precio descenderá por debajo de su nivel actual en algún momento futuro³².

Y más allá de tales cálculos estaba el miedo a perder parte de su cartera de clientes, e incluso sus empleos, si se atrevían a hacer una tasación rigurosa del valor de la compañía. A finales de la década de 1990, los analistas retenidos por los grandes bancos se sumaron al tropel, con un 97 por 100 de recomendaciones de «compra» o «retención» [*hold*] de todos los paquetes de acciones que analizaron.

El futuro deparaba entonces otra adversidad: la de las prácticas comerciales sospechosas que podrían ayudar a una compañía durante una mala racha, pero que podrían resultar letales si la burbuja estallaba, tal como sucedería inevitablemente. J. K. Galbraith señaló en *The Great Crash, 1929*, que siempre hay un poco de «saqueo» de por medio aun cuando las cosas van bien³³. Cuando llegan los malos tiempos estas prácticas ya no pueden ocultarse, y el desfaldo queda a la vista de todos. Se nos dijo que Enron y organizaciones afines eran las compañías del futuro, que gestionaban complejos productos derivados que podían cubrir cualquier eventualidad, desde el precio del petróleo hasta el tiempo que hará al año siguiente. Sin embargo, el examen de las negligencias perpetradas en Enron y en otros gigantes caídos revela que la mayor parte de los engaños eran variaciones de viejos trucos, envueltos en el lenguaje del último grito de la ingeniería financiera. Los banqueros y los asesores profesionales deberían haber considerado altamente sospechosos el aumento de los ingresos mediante falsos *swaps* y transacciones vergonzosas, la contabilización de costes corrientes como activos financieros, o la ocultación de pa-

³² Franklin ALLEN y Gary GORTON, «Churning Bubbles», *Review of Economic Studies* LX, 4 (1993), pp. 813-836.

³³ J. K. GALBRAITH, *The Great Crash, 1929*, Boston, 1955, p. 138 [ed. cast.: *El crac del 29*, Barcelona, Ariel, 1993].

sivos en entidades de finalidad específica [*special purpose entities* (SPE)]. Cuando Citibank y Morgan Stanley ayudaron a la compañía energética a concebir las SPE, tuvieron acceso a información suficiente como para darse cuenta de que había gato encerrado. Merrill Lynch, en una transacción falsa destinada a aumentar los beneficios de Enron, se convirtió en propietario provisional de tres plantas energéticas cerca de las costas de Nigeria. El banco contaba con el compromiso de Enron de que la compañía volvería a comprar las plantas una vez llegado el nuevo periodo de auditoría. Citibank y Morgan Stanley prestaron grandes sumas a Enron, pero luego crearon «derivados sobre crédito», cortando el préstamo en muchos pedazos, cada uno de los cuales acarrea un grado distinto de riesgo de impago. Éstos fueron vendidos a continuación, como si jugaran al «*Pass the parcel*»*, a fondos de pensiones y otros inversores institucionales. Cuando Enron fue procesada muchos directivos de fondos tuvieron que pagar la factura en nombre de sus clientes.

Posteriormente, los bancos acordaron con la SEC y el fiscal general de Nueva York el pago de 14.000 millones de dólares en multas e indemnizaciones, aunque insistieron en no admitir que fueran culpables de nada de lo sucedido³⁴. En algunos casos, los bancos, lejos de haber sido engañados por sus clientes corporativos, habían concebido y vendido mecanismos intrincados e incluso fraudulentos a los delinquentes. Muchos gestores de fondos se pegaban entre sí para hacerse con los que eran vendidos como nuevos y atractivos productos financieros. A pesar del «pacto» entre las autoridades reguladoras y los bancos, y de las solemnes declaraciones de estos últimos en las que afirmaban que en el futuro tendrían un buen comportamiento, los déficit de responsabilidad y de regulación que permitieron que las estafas se produjeran no han sido remediados.

La Ley Sarbanes-Oxley (2002) se centró en el buen gobierno de las corporaciones, y no en el papel de los bancos. Aunque algunos de los principales directivos de WorldCom, Enron y docenas de otras corporaciones en quiebra fueron procesados y condenados a entre ocho y veinte años de cárcel, el papel de los bancos en la construcción de instrumentos financieros opacos o fraudulentos fue considerado menos culpable. Mientras que los bancos nunca admitieron culpa alguna, los gestores de los fondos, las instituciones y los individuos que habían perdido miles de millones de dólares interpusieron y en ocasiones ganaron demandas por prácticas abusivas, negligencia y ausencia de la diligencia debida por par-

* «*Pass the parcel*» (pasa el paquete) es un juego en el que los participantes, sentados en círculo, se pasan entre sí un paquete que contiene un «regalo», envuelto en muchas capas. Durante el juego, la música marca el tiempo en el que los participantes se pasan el paquete. Cuando la música se detiene, el participante que en ese momento tiene en sus manos el paquete retira una capa del mismo. El participante que retira la última capa recibe el regalo como premio del juego. [N. del T.J.]

³⁴ Kurt EICHENWALD, «Merrill Reaches Deal with US in Enron Affair», *New York Times*, 18 de septiembre de 2003.

te de sus consejeros financieros y agentes de bolsa. Aunque el acuerdo de 2003 entre los bancos y los reguladores fue de sólo 14.000 millones de dólares, pagaron cifras mucho mayores en los acuerdos a los que llegaron en las demandas privadas; a finales de 2005 habían pagado 69.000 millones de dólares para zanjar las demandas relacionadas con Enron, y 6.000 millones para hacer lo mismo con las de WorldCom.

En cada caso las pérdidas totales derivadas de la quiebra fueron diez veces las indemnizaciones desembolsadas. Por más que resultara inadecuado, Wall Street parecía aceptar que debía pagar alguna compensación. Pero sus aseguradores descubrieron que tampoco esa expiación era lo que parecía. Tal como explicaba un reportaje de *The Wall Street Journal*:

Los bancos [...] están batallando para recuperar una parte de los más de 13.000 millones de dólares que pagaron en concepto de multas por acciones de liquidación y regulación relativas a los fraudes. Dicen que las pólizas de seguros que compraron durante la década de 1990 deberían cubrir los pagos que hicieron los bancos para satisfacer las demandas colectivas interpuestas con motivo de su papel como consejeros de Enron y WorldCom. La Swiss Reinsurance Co. y otras grandes compañías aseguradoras rechazan semejante argumento.

Uno de los bancos afectados, el Bank of America, firmó contratos de seguro para proporcionar una cobertura de hasta 100 millones de dólares por reclamaciones «derivadas de toda acción ilegal cometida por el asegurado»³⁵. Este tipo de seguros exagera los problemas de representación aislando al agente de la sanción más probable por prácticas negligentes, una multa.

Los escándalos empresariales fueron parcialmente explicados como resultado de la presión ejercida para obtener resultados, en un periodo de deterioro subyacente de la rentabilidad de la provisión de bienes y servicios no financieros en las principales economías occidentales³⁶. La oleada de desregulaciones de la década de 1990 contribuyó adicionalmente, con la proliferación de escándalos en sectores donde los controles habían sido completamente abandonados, esto es, finanzas, energía y comunicaciones. La Litigation Reform Act [Ley de reforma sobre litigios] de 1995 protegió de la acusación legal a las afirmaciones y promesas realizadas por los directores ejecutivos y por los promotores de la compañía³⁷. La revocación de la Glass-Steagall Act en 1999 significó que los bancos de inversión dejaron de estar obligados a recurrir a las sociedades de bolsa o minoristas, aunque esto significara que sus agentes bursátiles operaran y sus analistas evaluaran paquetes de acciones que su propio banco ha-

³⁵ Charles FLEMING y Carrick MOLLENKAMP, «Insurers Balk at Paying Wall Street's Penalties», *The Wall Street Journal*, 23-26 de diciembre de 2005.

³⁶ Robert BRENNER, «Posfascio», *La expansión económica y la burbuja bursátil*, Madrid, Akal, 2003.

³⁷ Un punto en el que insiste Nomi PRINS, *Other People's Money*, Nueva York, 2004.

bía emitido. Sin embargo, el alcance y la naturaleza de los escándalos apuntaban también a los «problemas de agencia», es decir, a la traición de los asegurados por sus propios representantes: el sello de lo que he llamado «capitalismo gris». Las preocupaciones financieras ayudaron a salir del aprieto a los directores ejecutivos a expensas de millones de pequeños ahorradores. Mientras que los directores ejecutivos estaban preocupados por ocultar los malos resultados, los bancos esperaban y exigían rentabilidades anuales de dos dígitos. Los gestores de los fondos eran adulados después de que sus empresas fueran solicitadas por ostentosos bancos de inversión «de primer rango» [*bulge bracket*]*, mientras luchaban por comprender la naturaleza de los derivados de crédito y las «obligaciones de deuda con garantía» que adquirían. Los agentes –que no eran responsables ante los participantes del plan ni ante los titulares de la pensión– manejaron buena parte del dinero que se perdió en este tipo de especulación.

Dos antropólogos estadounidenses, William O’Barr y John Conley, en un estudio pionero, han evocado los puntos de vista típicos de un ejecutivo de una corporación encargado de la gestión de un fondo de pensiones. Informan del siguiente intercambio:

¿Tiene usted algún contacto con los beneficiarios del fondo? Ninguno en absoluto. *¿Nunca lo tuvo?* Nunca en absoluto. *¿Qué tipo de informes anuales se entregan a los beneficiarios?* Los que exige por ley la ERISA (Federal Employee Retirement Income Security Act). *¿De qué tipo de escrito se trata?* Ahora mismo no puedo recordarlo³⁸.

En contraste con esta relación distante, el directivo de un fondo de pensiones estará en contacto estrecho y diario con el director financiero de la compañía patrocinadora, siendo él, de hecho, en algunos casos el director financiero.

Capitalistas carroñeros

Tanta es la libertad de simulación en los fondos de pensiones corporativos que resulta fácil salir con la idea de que los pasivos del fondo son infinitamente fungibles. Pero éste no es el caso. Ello se debe en parte a que los empleados al final se jubilan y su pensión debe serles abonada, así como al creciente nerviosismo de los contables, reguladores y accionistas. Muchas viejas compañías cuentan ahora con más jubilados que trabajadores en ac-

* Goldman Sachs, Morgan Stanley y Merrill Lynch y, en los últimos años, Citigroup, Credit Suisse, JP Morgan Chase, UBS y Lehman Brothers se consideran habitualmente incluidos en este segmento de máxima calidad del mercado. [N. del T.]

³⁸ William O’BARR y John CONLEY, *Fortune and Folly*, Homewood (IL), 1992, p. 107. Véase también Robin BLACKBURN, *Banking on Death or Investing in Life. The History and the Future of Pensions*, Londres, 2002, capítulo 2.

tivo; si no queda bastante en el fondo, entonces las pensiones se convierten en gasto de su flujo de tesorería³⁹. La coyuntura de 2001-2003 replicó la de principios de la década de 1990, cuando una orgía de *downsizing* –en particular en compañías patrocinadoras de beneficios de prestación definida, como las corporaciones siderúrgicas estadounidenses– mandó al desguace a cientos de miles de personas con una pensión reducida. Los problemas con los compromisos de pensiones de prestación definida han sido un factor importante en la debilidad de los fabricantes estadounidenses y británicos, toda vez que las empresas de este sector tenían planes de pensiones de prestación definida ya vencidos y a menudo se vieron privados de fondos precisamente cuando era preciso aumentar la inversión. A finales de 2004, GM efectuó una emisión de bonos específicamente diseñada para ayudar a pagar las pensiones (la empresa cuenta con cerca de un millón de pensionistas). El daño producido sobre la calidad crediticia del gigante del automóvil provocó que sus bonos se vieran rebajados a la calificación de bonos basura en pocos meses.

En 1974, la Employee Retirement Income Security Act estadounidense creó un plan de pensiones, la Pension Benefit Guaranty Corporation, al que debían pertenecer todas las corporaciones que tuvieran planes de prestación definida⁴⁰. Las compañías estadounidenses que se acogen al Capítulo II de la legislación de quiebras estadounidense –que permite considerar la viabilidad de la empresa y eventualmente la ordenación de su proceso de liquidación– piden a los tribunales que trasladen sus obligaciones de pensiones a la PBGC, que pasa a ser responsable del pago futuro de las prestaciones, aunque a un precio reducido, dado que los beneficiarios obtienen por regla general el 75 por 100 de su pensión y ninguna prestación sanitaria de jubilación. Los tribunales suelen acceder, si no hay otra manera de salvar a la compañía del cierre. Las empresas con grandes obligaciones en concepto de pensiones han utilizado la amenaza de una administración judicial para conseguir el acuerdo de los sindicatos para llevar a cabo un recorte de prestaciones, instando a los trabajadores a aceptar «contrapartidas» para salvar sus empleos.

El «trastorno de los déficit de los fondos de pensiones» ha producido una nueva especie de financiero, el «capitalista carroñero», que se especializa en extraer valor de empresas lastradas por grandes obligaciones en concepto de prestaciones sanitarias y de pensiones, fundamentalmente arrebatando sus derechos a los empleados. (Con arreglo a la clasificación de Pollin y Arrighi, en este caso se trataría claramente de una redistribución forzosa en

³⁹ En muchas compañías de primer orden, tales como Boeing, Ford, General Motors o Colgate / Palmolive en Estados Unidos –o BT, GKN o Unilever en Gran Bretaña–, el fondo de pensiones de la empresa ha crecido hasta alcanzar varias veces el valor estimado del capital de la propia compañía. Los analistas financieros comenzaron a describir a GM como un fondo de cobertura sobre ruedas, y a United Airlines como un fondo de pensiones con alas (de plomo, vistos los resultados).

⁴⁰ En Gran Bretaña un plan comparable, el Pension Protection Fund, fue creado en 2004.

favor del capital.) La presentación de una declaración de quiebra solía ser un proceso riguroso, que concedía a la compañía un cierto periodo de tiempo para ordenar sus asuntos; su función era la de proteger a los empleados, entre otras cosas, de una liquidación precipitada y tal vez innecesaria. Pero los especialistas en «activos candidatos a operaciones de reestructuración» utilizan la pausa para sus propios y muy distintos fines.

Robert «Steve» Miller entró en escena con motivo de una serie de naufragios de distintas corporaciones. En Chrysler, en la década de 1980, Miller se sirvió de las amenazas de los acreedores y banqueros de la compañía para arrancar concesiones a los sindicatos y a la PBGC. Como director general de Bethlehem Steel en 2001, suprimió el plan de pensiones de la compañía, dejando en herencia a la PBGC un pasivo sin respaldo financiero de 3.700 millones de dólares. Otro financiero, Wilbur Ross, entró en liza para comprar Bethlehem y otras cuatro compañías siderúrgicas moribundas, declarándolas en quiebra para poner fin a sus planes de pensiones y vender luego las empresas, que ahora se habían vuelto viables, con un beneficio de 4.500 millones de dólares. Los empleados, en cambio, se quedaron con unas prestaciones encogidas⁴¹. Miller continuó hasta hacerse director general de Federal Mogul, un fabricante de componentes de automóvil con fábricas en Gran Bretaña y en Estados Unidos. En julio de 2004, la filial británica de la compañía fue puesta en administración judicial para intentar dotarla de viabilidad y logró desprenderse de sus obligaciones de pensión, que afectaban a más de 20.000 empleados y que causaron pérdidas a otros 20.000 de una compañía asociada⁴². El gobierno británico protestó (y se sintió obligado a presentar su propio plan para la creación de un Fondo de Protección de las Pensiones [*Pension Protection Fund*]). Sin embargo, otro «carroñero», Carl Icahn, compró el papel de Federal Mogul a 20 céntimos el dólar, una posición que, con la declaración de quiebra y la eliminación del plan de pensiones, tendría éxito.

Arrancar los percebes

A finales del verano de 2005, Steve Miller era director ejecutivo de Delphi, otra compañía que se hundía bajo el peso de las promesas de pensión y seguro médico que había hecho a sus empleados. Delphi, que con anterioridad había sido una división de GM, pero que se había independizado de ésta en 1999, era el fabricante de componentes de automóvil más grande del mundo, con 50.000 empleados en Estados Unidos y 180.000 en el resto del mundo. El contrato firmado por Miller le proporcionaba unos honorarios de 3 millones de dólares y un salario anual de 1 millón de dólares (ante las protestas renunció a su salario anual y conservó los

⁴¹ Mary WILLIAMS WALSH, «Whoops! There Goes Another Pension Plan», *The New York Times*, 18 de septiembre de 2005.

⁴² Editorial, «Pension Crisis Comes to the Boil», *Financial Times*, 26 de julio de 2004.

honorarios estipulados por el contrato, pero no se conoció el valor de ningún paquete de opciones). Miller indemnizó también a veinte ejecutivos con cómodos paquetes de jubilación, mientras instaba al grueso de los trabajadores a aceptar enormes recortes –del 50 por 100 o más– en sus salarios y en sus seguros médicos y de pensión, afirmando que sólo así salvarían sus empleos y ayudarían a Delphi a evitar la quiebra. Habló de trabajadores que ganaban 65 dólares por hora, aunque los salarios medios eran en realidad de 27 dólares por hora, y propuso que en su lugar deberían ganar en torno a los 10-12 dólares por hora⁴³. El 8 de octubre de 2005, después de que los recortes salvajes de Miller fueran rechazados por el sindicato United Auto Workers –como seguramente sabía que habría de suceder–, la compañía presentó una declaración de quiebra acogiendo al Capítulo II. Miller continuó instando a enormes recortes en las prestaciones y el UAW continuó resistiéndose a las mismas⁴⁴.

Puesto que Delphi era una empresa procedente de GM, el fabricante de automóviles tenía todavía una responsabilidad residual –estimada en al menos 4.000 millones de dólares, tal vez mucho más– en el cumplimiento de los compromisos con sus antiguos empleados. Esto permitió a Miller la búsqueda de crédito de GM para mantener a flote a Delphi y hacerse al menos nominalmente responsable de los planes de seguro médico y de pensión. Wilbur Ross expresó de nuevo su interés por el «activo candidato a operaciones de reestructuración» y fue posicionándose de antemano para poder comprarla adquiriendo previamente varias compañías fabricantes de componentes de automóvil. Tal como observó el propio Miller: «A Wilbur le gusta invertir en industrias que han caído en desgracia, y resulta obvio que la industria de componentes de automóviles entra dentro de esa categoría [...] Pero él quiere activos que hayan quebrado, retirar los percebes que han crecido y resolver las obligaciones»⁴⁵. Los percebes, por supuesto, representan las antiguas promesas de un futuro seguro para los empleados. En un escrito acerca de los fenómenos paralelos que han tenido lugar en Gran Bretaña, Martin Wolf ofrece el siguiente veredicto devastador:

La implosión de los planes de pensiones de prestación definida del sector privado se acelera [...] Cabe prever que, a medida que los planes desaparezcan, se dispare la oferta de argumentos en defensa propia y de autoexculpaciones por parte de los directivos y de aquellos que hablan por ellos [...] Estamos asistiendo al despliegue de lo que fue –en efecto, ya que no en intención– un

⁴³ Paul KRUGMAN, «The Big Squeeze», *The New York Times*, 17 de octubre de 2005.

⁴⁴ La audiencia del pleito de la dirección de Delphi empezó el 9 de mayo de 2006 y debería durar en torno a treinta días. Durante este periodo el sindicato y la dirección podrían alcanzar un acuerdo, pero el UAW ha pedido la autorización para convocar una huelga. Si hubiera una huelga en Delphi, podría extenderse con rapidez a GM, ya que el destino de esta última está íntimamente ligado a su antigua división de componentes. Véase Barnard SIMON, «Extent of Crisis Hinge on Court Decision», *Financial Times*, 8 de mayo de 2006.

⁴⁵ Claudia DEUTSCH, «Got an Ailing Business?», *New York Times*, 26 de octubre de 2005.

timo conocido como «cebo y cambiazo» [*bait and switch*]: se ofrece algo atractivo y luego se cambia por otra cosa cuando el cliente tiene que cobrar. La provisión de pensiones ofrece oportunidades tentadoras para este tipo de juego. El objetivo consiste en quedarse con la plantilla más valiosa, animar a ésta a que adquiera el perfil profesional específico de la compañía y retribuirla por debajo de su salario de mercado. Una manera hábil de hacerlo consiste en prometerles una paga en un futuro lejano. Esto es, al fin y al cabo, lo que son las pensiones, un pago diferido. Las compañías han puesto en práctica el timo del cebo y el cambiazo; ahora llega el momento de proceder al cambiazo⁴⁶.

Las maniobras en Delphi forman parte del proceso de debilitamiento que prepara lo que habrá de ocurrir en todas partes, incluidas las compañías automovilísticas, encabezadas por GM y su poderoso ejército de un millón de jubilados. Diez días después de que Delphi se acogiera al Capítulo 11, la UAW aceptó recortes en las prestaciones sanitarias en GM por un valor de 15.000 millones de dólares⁴⁷.

Los propietarios de las grandes compañías aéreas también han jugado la carta del Capítulo 11, a pesar del hecho de que son víctimas más bien implausibles de la globalización: pueden comprar combustible prácticamente libre de impuestos y en sus principales rutas no tienen competidores mientras pagan salarios del Tercer Mundo. Las industrias del automóvil serán las próximas, seguidas a no mucha distancia por las compañías de telecomunicaciones. Sin embargo, los financieros no han sido los únicos que han salido beneficiados. En octubre de 2005, Northwest Airlines se aprovechó de la protección por quiebra y pidió al tribunal que le permitiera repudiar sus obligaciones de pensión, contratando los servicios de ocho bufetes jurídicos y dos consultoras de quiebras para imponerse sobre sus empleados. Delta emprendió el mismo camino, contratando los servicios de siete bufetes jurídicos y cuatro firmas de asesoría financiera. *The Wall Street Journal* comentaba:

Las quiebras han resultado lucrativas para los abogados, pero las compañías aéreas están viviendo una bonanza inusitada. El cuarto fórum anual sobre

⁴⁶ Martin WOLF, «A Shameful Pensions Confidence Trick?», *Financial Times*, 1 de julio de 2005.

⁴⁷ GM y Ford siguen siendo compañías enormemente importantes. Ambas poseen valiosas plantas, equipos, patentes, investigación, marcas y redes de comercialización. GM está en camino de acogerse al Capítulo 11 por razones que atañen exclusivamente a las operaciones de desvinculación de las obligaciones sociales. Vale la pena subrayar que las prestaciones de pensión que tenían que recibir los trabajadores de GM, después de al menos treinta años de trabajo agotador en la línea de montaje, eran de 18.000 dólares anuales por término medio, o la mitad de su sueldo; si GM logra descargarse de sus obligaciones, las prestaciones disminuirían hasta aproximadamente 13.000 dólares, y estarían débilmente indexadas, si es que lo están. Analistas de convicciones muy diversas están de acuerdo en que el verdadero problema en GM ha sido un consejo de administración que no consiguió invertir en I + D, y que apostó todo a una demanda ininterrumpida de modelos utilitarios de alto consumo de combustible, dejando a un lado los coches eléctricos, los híbridos y el ahorro energético. Véase, por ejemplo, Greg EASTERBROOK, «The GM Lesson», *The New York Times*, 12 de junio de 2005, y John SCHNAPP, «GM Needs an Extreme Makeover», *The Wall Street Journal*, 24 de junio de 2005.

reestructuración de líneas aéreas que ha tenido lugar esta semana en Nueva York, patrocinado por el grupo de expertos American Conference Institute, hace las veces de cumbre sobre las modalidades que para hacer dinero tienen a su disposición los abogados, aprovechándose de la confusión o, en sus propias palabras, para «asociarnos con nuestros clientes para aprovecharnos de las oportunidades que ofrecen las compañías aéreas reestructuradas»⁴⁸.

Caballerizas y coronas

A los especialistas en activos candidatos a operaciones de reestructuración les gusta operar con instrumentos cerrados, propios de la inversión privada, que no tienen por qué obedecer a los estándares de transparencia y rendición de cuentas de la compañía de cotización pública normal. Pero la compañía cerrada también puede ser una fuente de vulnerabilidad para su propietario, exponiéndole a las obligaciones de entidades en las que poseen una participación que garantiza su control. En 1992, el financiero Carl Icahn tenía una participación mayoritaria en Trans-World Airlines cuando se acogió a la protección por quiebra. La PBGC, consciente de que le iban a ser endosadas las obligaciones de pensión de la compañía aérea, interpuso una reclamación contra los activos de Icahn, incluyendo su caballo de carreras favorito y su residencia frente al mar. Al final Icahn accedió a pagar 30 millones de dólares anuales durante ocho años para contribuir a cubrir el déficit del plan de pensiones de TWA.

Este episodio fue recordado en febrero de 2006, cuando la PBGC quiso embargar los activos de otro financiero especializado en activos candidatos a operaciones de reestructuración. El holding de Ira Rennert, Renco, es el propietario de WCI Steel, que emitió bonos por un valor de 300 millones de dólares, amortizables en 2004. Los 2.000 empleados y jubilados de WCI fueron presa de la inquietud al saber que la compañía estaba en malas condiciones y que, en caso de quiebra, el fondo de pensiones tendría un déficit de 189 millones de dólares. La PBGC respondió con un embargo preventivo de los demás activos de Rennert: en 1992 éste había adquirido AM General –el fabricante del Humvee y del Hummer– por 133 millones de dólares, vendiendo una participación del 70 por 100 por 930 millones de dólares en 2004. Con los frutos de tales inversiones, Rennert se construyó una finca palaciega, «Fair Field», situada en The Hamptons. Esta finca en línea de playa comprende cinco edificios, con 29 dormitorios y 39 baños. De acuerdo con un informe, «sus suelos incrustados, sus frescos y otros esplendores tienen un valor de 185 millones de dólares, asombrosamente cercano a la cifra del déficit de 189 millones de dólares que

⁴⁸ Susan CAREY, «Bankruptcy Lawyers Flying High», *The Wall Street Journal*, 21 de octubre de 2005.

descubrió el actuario de la WCI». La PBGC alegó que Fair Field podía ser embargada porque Renco era su beneficiario, al ser propietario de un 80 por 100 de Blue Turtles, la entidad que figuraba como propietaria directa de la finca⁴⁹.

En el pasado, los inversores en activos candidatos a operaciones de reestructuración compraban bonos, pero ahora *hedge funds* como Xerion, Apaloosa, Management LP y Mellon HBV se muestran vivamente interesados en comprar participaciones y en ayudar a crear comités de accionistas en empresas tales como la Mirant Corporation, US Gypsum e Impact Inc. Tal como explica *The Wall Street Journal*:

Cabe esperar que aparezcan muchas más compañías que pasen a acogerse a los procedimientos de quiebra cuando la nueva generación de inversores en activos candidatos a operaciones de reestructuración se decida a centrarse en la adquisición de paquetes de acciones. Éstas incluyen a las grandes compañías de la «vieja economía» lastradas con grandes pasivos, tales como planes de pensiones deficitarios o costes acarreados por pleitos sobre impacto ambiental. Muchas de estas compañías se servirán de los procedimientos de quiebra para desprenderse de esas obligaciones⁵⁰.

Gran Bretaña se ha dotado de sus propios «capitalistas carroñeros». En marzo de 2006, el *Financial Times* publicaba el siguiente reportaje relativo a un grupo inmobiliario que se ha hecho con una participación mayoritaria en la cadena minorista Alders:

Minerva, que era propietaria del 60 por 100 de Alders cuando entró en su consejo de administración en enero del año pasado, ha insistido siempre en que los 3.500 pensionistas del plan de pensiones de la empresa no eran de su responsabilidad. Pero las circunstancias que rodean el hundimiento de Alders, con un déficit de su plan de pensiones que asciende a 68 millones de libras esterlinas, continúan bajo el examen de Kroll, la firma jurídica especializada en casos de insolvencia. Minerva pagó 49 millones de libras esterlinas por Croydon, la tienda principal de Alders, pocos meses antes del hundimiento de la cadena minorista. Se espera que en breve Alders entre en proceso de liquidación, momento en el que los fideicomisarios del fondo de pensiones pueden pedir ayuda al Fondo de Protección de Pensiones del gobierno [...] Minerva ha resistido un turbulento periodo de 18 meses, con [...] el hundimiento de Alders y la sustitución del presidente Sir David Garrard por Andrew Rosenfeld, anterior director ejecutivo. La semana pasada se supo que los dos hombres habían prestado un total de 3,3 millones de libras esterlinas al Partido Laborista. El Sr. Hasan [director ejecutivo] negaba ayer las insinuaciones de

⁴⁹ Mary WILLIAMS WALSH, «Pension Battle May Entangle Mogul's Home», *The New York Times*, 3 de febrero de 2006.

⁵⁰ Karen RICHARDSON, «New Way to Play Distressed Firms: Acquire the Stock», *The Wall Street Journal*, 1 de mayo de 2006.

que Minerva pudiera haber conseguido ya el permiso de obras para la nueva Torre Minerva en la City como parte de este préstamo⁵¹.

Con un toque genuinamente británico añadido a la saga del capitalista carroñero, Downing Street ha propuesto a Garrard para un título nobiliario. En Estados Unidos los donantes de fondos a los partidos consiguen influir en la legislación, en Gran Bretaña pueden realmente convertirse además en legisladores, aunque en este caso la funesta revelación de los préstamos secretos en la debacle denominada del «*cash for ermine*» [dinero por prendas de armiño] en marzo de 2006 dio al traste con sus planes.

Estafas y escándalos

Entre 2001 y 2005, los escándalos corporativos se vieron eclipsados por la revelación de que instituciones financieras centrales –los principales bancos de inversión, fondos de inversión y compañías aseguradoras– habían operado secretamente para la comisión de delitos corporativos y habían participado a su vez en innumerables transacciones basadas en información confidencial, sobornos y técnicas de manipulación contable para engañar a sus propios clientes. El descubrimiento de estos abusos, tras el estallido de la burbuja accionarial, condujo a acuerdos en virtud de los cuales el sector financiero tuvo que pagar miles de millones de dólares en concepto de multas a los reguladores y reembolsar a algunos clientes. En 1921, la Martin Act, adoptada después de que cientos de miles de personas perdieran sus ahorros depositados en la famosa empresa piramidal de Charles Ponzi, otorgó al fiscal general de Nueva York el derecho no sólo de emprender acciones judiciales contra grupos financieros sospechosos, sino también de registrar sus locales sin aviso previo e incautarles su documentación⁵². Como hemos visto, la Sarbanes-Oxley Act ignoró en gran medida al sector financiero, pero el actual fiscal general de Nueva York, Eliot Spitzer, ha hecho un buen uso de sus poderes, incautando y haciendo públicos los documentos internos y los correos electrónicos de las principales empresas de Wall Street para revelar una serie de abusos en las prácticas de correduría, asesoría en materia de inversiones y servicios de gestión de fondos ofrecidos por las sociedades financieras. Algunos de estos abusos indican la primera categoría de beneficios financieros de Arrighi y Pollin: grupos de capitalistas que se benefician a expensas de otros capitalistas, además de la segunda categoría, en la que los capitalistas se benefician en su conjunto.

La documentación descubierta por Spitzer mostraba cómo los analistas han empujado hacia arriba las acciones de las compañías con las que sus bancos tenían negocios. Conforme a una práctica conocida como «*spinning*», los

⁵¹ Jim PICKARD, «Pensions Regulator “Will Take no Action” Against Minerva», *Financial Times*, 28 de marzo de 2006.

⁵² Charles MILLS, *Fraudulent Practices in Respect to Securities and Commodities, with special reference to the Martin Act*, Albany (NY), 1925.

bancos que lanzan una oferta pública inicial de acciones (IPO) asignan un tramo a los altos directivos de las compañías cuyos negocios pretenden atraerse al precio de oferta, que por regla general es muy bajo⁵³. El sector de los fondos de inversión, cuyo valor total asciende a 7 billones de dólares, se ha visto a su vez plagado de prácticas abusivas. Nominalmente propiedad de los inversores, los fondos de inversión están controlados en realidad por la corporación financiera que los patrocina: la entidad financiera crea el fondo y selecciona a sus directores. Muchos fondos han concedido a clientes de favor el privilegio del «*late trading*» (transacciones tardías) a expensas de los «*stale prices*» (precios vencidos), mediante el cual estos clientes, principalmente *hedge funds*, tienen autorización para llevar a cabo transacciones bursátiles una vez que el mercado ha cerrado al precio de cierre, beneficiándose así de las últimas noticias sobre otros mercados de valores. Otra práctica generalizada de los fondos de inversión consistía en permitir a los «*market timers*» realizar compras después del cierre del mercado para vender al día siguiente. Spitzer fue ayudado en sus acciones judiciales por el trabajo de investigadores académicos que se habían quedado perplejos ante lo generalizado de la escasa rentabilidad del sector de los fondos de inversión. Eric Zitzewitz, de la Universidad de Stanford, sometió una enorme cantidad de datos relativos a los fondos de inversión a un análisis económico riguroso, y llegó a la conclusión, partiendo de los patrones de movimientos de precios e información de ventas, de que tenían que estar realizándose transacciones constantes y a gran escala a partir de «precios vencidos»⁵⁴.

Tras una investigación, la Securities and Exchanges Commission estadounidense descubrió que la mitad de los 88 grupos de fondos de inversión a los que había interpelado –responsables en conjunto del 90 por 100 del negocio de los fondos de inversión– permitía el «*market timing*», mientras que un 25 por 100 de las sociedades de bolsa que venden fondos de inversión ha permitido a determinados clientes la realización de transacciones después del cierre de la sesión. Un senador republicano por Illinois, Peter Fitzgerald, describió la industria como «la mayor organización de malversadores del mundo». La conclusión de Spitzer, tal como explicó en una comparecencia ante el Congreso, fue que la raíz del problema era la estructura ficticia de los fondos de inversión, con su falso consejo de administración⁵⁵. Sin embargo, Spitzer apenas tiene poder para arrancar una transformación estructural.

⁵³ Durante la burbuja, recibir como asignación acciones al precio de oferta resultaba altamente lucrativo: 309 ofertas públicas iniciales de acciones (IPO) generaron 50.000 millones de dólares de beneficios en el primer día de operaciones. Joseph STIGLITZ, *The Roaring Nineties*, Nueva York, 2003, p. 347, n. 9.

⁵⁴ Eric ZITZEWITZ, «How Widespread is Late Trading in Mutual Funds?», Stanford Graduate School of Business, Research Paper 1817, septiembre de 2003.

⁵⁵ John PLENDER, «Broken Trust», *Financial Times*, 21 de noviembre de 2003; David WELLS y Adrian MICHAELS, «US Funds Face Abuse Fines», *Financial Times*, 4 de noviembre de 2003; Stephen LABATON, «Extensive Flaws at Mutual Funds Cited at Hearing», *The New York Times*, 4 de noviembre de 2003; Joshua CHAFFIN, «Spitzer Blames Directors for Scandals», *Financial Times*, 4 de noviembre de 2003.

El siguiente objetivo del fiscal general fue la manipulación fraudulenta de licitaciones [*bid rigging*] en la industria aseguradora y, de nuevo, fue a por el verdadero pez gordo, y no a por los pececillos. En octubre de 2004, denunció que «en numerosas ocasiones» agentes de Marsh and McLennan, el agente de seguros más grande del mundo, habían animado a sus homólogos del American Insurance Group (AIG), la mayor aseguradora comercial de Estados Unidos, a presentar una falsa oferta, por un importe tal que pareciera que Marsh, acercando a sus clientes una oferta ligeramente más barata, estaba luchando con denuedo por la defensa de sus intereses. Se trató, sostenía Spitzer, «de un plan de estafa». Su acusación se centró en el soborno que Marsh and McLennan recibió de aseguradores que se quedaron con los negocios de sus clientes: sobornos pagados por aquellos a los que se permitió ganar el falso proceso de licitación. La investigación también documentó la práctica de los «seguros finitos» [*finite insurance*], mediante la cual las compañías llegaban a un acuerdo con una aseguradora para garantizar un pago compensatorio en caso de que no pudieran lograr la cifra de ganancias que se habían propuesto. Esta práctica no sólo dificultaba que los accionistas pudieran evaluar los resultados de la compañía, sino que era probable que resultara muy cara. Otras empresas aseguradoras que fueron investigadas incluían a Ace y General Re, la rama de seguros de Berkshire Hathaway, propiedad de Warren Buffet⁵⁶. En 2004 la SEC acusó a AIG de haber emprendido una ambiciosa campaña para comercializar productos engañosos de «mitigación de pérdidas» y otros «instrumentos de propósito especial» no incluidos en el balance de situación, que permitían ocultar préstamos no acumulativos y otras obligaciones⁵⁷.

¿Un futuro financiarizado?

Todo análisis acerca del nuevo mundo de las finanzas corre el riesgo de parecer neoludita, esto es, de tratar las finanzas como si éstas fueran de suyo un dominio de engaños y triquiñuelas. No todas las técnicas financieras empleadas por los *hedge funds* o por los departamentos financieros de las grandes corporaciones están pensadas para lograr un propósito sospechoso. El uso de productos derivados para cubrir las oscilaciones de las divisas o de los tipos de interés apunta por regla general a reducir la incertidumbre. Sería comprensible compensar otros riesgos similares para conseguir una cartera equilibrada. Pero los *hedge funds*, las entidades financieras y los contables siempre suelen ir más allá de estos insulsos procedi-

⁵⁶ Se dijo que General Re había vendido un producto a AIG que permitió a ésta exagerar sus reservas en 500 millones de dólares en 2000 y 2001. Ellen KELLEHER y Andrea FELSTED, «AIG Probe Draws in Buffet», *Financial Times*, 30 de marzo de 2005; Timothy O'BRIEN, «US Case on Insurers is Expected», *The New York Times*, 2 de febrero de 2006.

⁵⁷ Michael SCHROEDER, «AIG May Pay Up to \$90 million», *The Wall Street Journal*, 24 de noviembre de 2004. Más tarde pudo demostrarse que la multa mencionada en el titular subestimaba en gran medida los perjuicios de los que era responsable la aseguradora.

mientos. No se limitan al «*swap* de tipos de interés» [*plain vanilla swaps*] –por ejemplo, reemplazando tipos de interés fluctuantes por fijos–, sino que venderán a sus clientes un *leaseback* incluido en una venta dentro de un *swap*, para aturdir completamente a los reguladores, las autoridades fiscales y los accionistas. Si bien la ingeniería financiera puede granjear grandes recompensas a sus profesionales, muchos de sus dispositivos más característicos no tienen nada que ver con el propósito de mejorar los resultados, sino que tratan de engañar al fisco y a los accionistas. Asimismo, los *hedge funds* utilizan a menudo el *leverage* (compra con dinero o activos prestados) para aumentar sus beneficios en una transacción, pero con ello aumentan a su vez la exposición de sus clientes. Quienes compran un activo están en condiciones de perder lo que han pagado. Quienes compran un producto derivado pueden verse expuestos a pérdidas ilimitadas. La quiebra casi incontrolable del fondo Long Term Capital Management en 1998 –fomentado por los bancos centrales y dotados de los servicios de mentes brillantes– ilustró varios de estos peligros⁵⁸.

La financiarización se define por el uso de sofisticadas técnicas matemáticas para distribuir y cubrir el riesgo, de tal suerte que cabe pensar que estos instrumentos son de suyo una parte principal del problema del «capitalismo gris». Pero esto sería un error. Las mejoras en el cálculo de riesgos son a menudo bastante legítimas; los problemas surgen, sin embargo, de la estructura de «capitalismo gris» en la que están incrustadas. En el mundo altamente financiarizado de hoy en día, una amenaza sistémica potencial de la envergadura del LTCM podría reaparecer fácilmente, pero lo más probable es que sea el resultado de débiles estructuras institucionales y no de cálculos defectuosos. Después del hundimiento de Enron y WorldCom, la compleja maraña de contratos de productos derivados en juego se desenrolló sin grandes penalidades; el verdadero desastre llegó para los fondos de pensiones y los empleados que habían invertido en las acciones y los instrumentos financieros ofertados por estas empresas. Las consecuencias fueron similares después de que Refco, el mayor operador de futuros de Estados Unidos, fue obligado a declararse en quiebra en 2005, una vez que se reveló que una entidad propiedad de uno de sus principales directivos debía a la compañía 300 millones de dólares desde 1998. A decir verdad, el individuo en cuestión había utilizado un pequeño fondo de cobertura para contribuir a ocultar esa deuda, pero la manipulación financiera de la que se sirvió era de una simplicidad impresionante, ya que sencillamente la deuda estuvo rotando entre tres cuentas con diferentes periodos de información, una de las estafas más vetustas que se conocen en la historia financiera. Lo que permitió que el fraude funcionara fue la complacencia de abogados y contables, sumamente respetables,

⁵⁸ Donald MacKENZIE, «Long Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage», *Economy and Society* XXXII, 3 (agosto 2003), pp. 349-380; y R. BRENNER, *Boom and Bubble*, pp. 171-172. Para información acerca del uso y abuso de los productos derivados, véanse los informes de Randall DODD, Derivatives Study Center, Financial Policy Forum, Washington, DC. Véase también Doug HENWOOD, *Wall Street*, Londres y Nueva York, 1997, pp. 28-41.

para preparar y aprobar los pagos rotatorios. El directivo pecador se ganó la confianza de sus colegas gracias a su acceso a fondos detentados por un fondo de pensiones de trabajadores austríacos, BAWAG, que sufría graves pérdidas. Por otro lado, las contrapartes de la compleja maraña de productos derivados y contratos de futuros de Refco fueron capaces de liquidarlos con gran facilidad.

En términos más generales, tal como Edward LiPuma y Benjamin Lee han recomendado encarecidamente, el uso de productos derivados en la financiarización apunta a obtener ganancias a corto plazo que cortocircuitan los flujos de producción y comercio, cosechando un beneficio inmediato a expensas de lo que podría haber sido un superávit social a largo plazo⁵⁹. Las técnicas de cobertura permiten mejoras en la eficiencia del capital, pero las ganancias resultantes son cosechadas de forma desproporcionada por los intermediarios financieros, y en particular por aquellos que tienen acceso a enormes sistemas de computación informática y a redes de información privilegiada. Como hemos visto, el mundo financiarizado ha contribuido a echar por tierra las promesas de pensión y los derechos de atención sanitaria, mientras que los ahorros de millones de personas se han destinado a derivados de crédito o *hedge funds* que pueden producir rendimientos a corto plazo pero que siguen siendo vulnerables al ciclo económico a largo plazo. En el proceso especulativo, las finanzas a gran escala tienen ventaja sobre el pequeño ahorrador y la corporación con dificultades de liquidez. En el pasado, los grandes bancos eran capaces de crecer a expensas de los ahorros del «hombre de a pie» porque tenían mayores reservas y mejor información⁶⁰. Hoy las participaciones de pequeños ahorradores en pensiones, seguros y fondos de inversión desempeñan el papel del hombre de a pie. La masa de empleados puede poseer una parte importante de los activos productivos; sin embargo, estos empleados ejercen su propiedad de tal forma que la hace vulnerable frente a los *hedge funds* y otras sociedades financieras que están mejor informados y son más ágiles.

Habida cuenta de que la financiarización no está incrustada en una política o una estrategia macroeconómica, suele desempeñar un papel en el estrangulamiento económico. La expansión económica se pierde cuando se canaliza en la especulación y el arbitraje a corto plazo, en vez de canalizarse hacia una inversión de largo alcance. El crecimiento sostenido requiere inversiones en infraestructura y educación que sólo generan beneficios décadas después. Aunque el arbitraje puede contribuir a reconocer y eliminar costes excesivos, si no está regulado puede acabar con los proyectos de largo alcance. En anteriores periodos de expansión econó-

⁵⁹ E. LiPuma y B. Lee, *op. cit.*, pp. 9-10, 125.

⁶⁰ Las modalidades mediante las cuales el gran capital se ceba con el pequeño es uno de los temas del estudio clásico de Rudolf HILFERDING, *Finance Capital. A Study of the Latest Phase of Capitalist Development* [1910], Londres, 1981 [ed. cast.: *El capital financiero*, Madrid, Tecnos, 1985].

mica se asistió a la construcción de ferrocarriles o de autopistas interestatales, pero las conmociones y vuelcos bursátiles de las décadas de 1980 y 1990 carecieron del compromiso y la previsión desplegados por Henry Ford y otros fundadores del industrialismo, o de John Maynard Keynes y otros arquitectos de la expansión económica posteriores a la Segunda Guerra Mundial. En efecto, tan débil fue el impulso inversor de la prosperidad de la década de 1990, que ni siquiera permitió la finalización de la red de cableado de banda ancha. Los gestores de los fondos de pensiones eran parte del problema, ya que querían inversiones que proporcionaran una rentabilidad inmediata y que pudieran ser convertidas en dinero líquido sin dificultades. Éste fue, en parte, el resultado de los métodos contables que requerían que los activos fueran «ajustados al mercado» cada año.

A mediados de la década de 1990, Giovanni Arrighi advirtió de que la expansión financiera habría de conllevar el defecto adicional –a pesar de los avances en el sector industrial, las comunicaciones o el comercio– que hacía que aquélla tendiera a enriquecer sólo a una pequeña parte de la población sin crear una base amplia para una demanda masiva sostenible. Kevin Phillips confirmó que la financiarización fomentó desigualdades extremas, mientras las ganancias eran canalizadas hacia el enriquecimiento personal y no hacia la inversión productiva⁶¹. La inversión extranjera en el interior puede cubrir los desequilibrios resultantes y la expansión del endeudamiento personal puede impedir que la demanda interna vacile a corto plazo; en 2000-2005 la confianza de los consumidores estuvo apuntalada por el ascenso repentino del precio de la vivienda y los recortes fiscales de Bush. Pero la hipertrofia del endeudamiento público y privado, junto a una débil recuperación, están acumulando problemas para el futuro y han creado un clima difícil para los productores del sector industrial⁶².

Esto es lo que escribía Rudolf Hilferding explorando el nacimiento del capital financiero hace casi cien años:

La banca puede utilizar sus grandes recursos de capital y su perspectiva general del mercado para dedicarse a especular por cuenta propia con relativa seguridad. Sus numerosas conexiones, que se extienden por una amplia gama de mercados de futuros, y su conocimiento del mercado, le dan la oportunidad para dedicarse a seguras operaciones de arbitraje, que le procuran beneficios considerables por efecto de la gran escala a la que se realizan⁶³.

⁶¹ Giovanni ARRIGHI, *The Long Twentieth Century*, Londres, 1994, pp. 314-315 [ed. cast.: *El largo siglo XX*, Madrid, Akal, 1999]; K. Phillips, *op. cit.*, p. 197.

⁶² Uno de los escasos modelos disponibles de un crecimiento impulsado por la actividad financiera predice la incertidumbre, aunque este ejercicio inicial excluyera deliberadamente toda dimensión de comercio externo y de cuenta de capital.

⁶³ Rudolf Hilferding, *op. cit.*, p. 162.

Los futuros a los que el autor hace referencia remiten a los mercados de materias primas como el trigo, la panceta de cerdo, el petróleo y los metales, mientras que parte del ámbito del arbitraje estaba limitado por el crecimiento de cárteles. Los fenómenos que he tratado remiten a un mundo que ya no es el del «capitalismo monopolista» y a una nueva expresión de los principales instintos del capitalismo –su «*conatus*», en palabras de Frédéric Lordon–, pero en una dimensión que incluye ahora no sólo bienes, sino endeudamiento personal, hipotecas de todo tipo, contratos de divisas, títulos corporativos y *swaps* de desviación [*variance swaps*]⁶⁴.

El bosquejo precedente indica que los beneficios financieros de la última década se han traducido sobre todo en la cancelación de las promesas hechas a los empleados –explotación en el tiempo–, la erosión de las pequeñas participaciones de capital por parte de grandes gestores de dinero sin escrúpulos y el engullimiento de los bancos de pecillos por parte de una industria de tiburones de los servicios financieros. Han sido pocas las ganancias procedentes de la reasignación de capital conseguidas gracias a una evaluación superior del riesgo que se han encauzado hacia la producción. En su lugar, los beneficios financieros han provocado un aumento repentino de los precios en el sector inmobiliario más exclusivo y el crecimiento de la facturación del sector de bienes de lujo. La masa de empleados y consumidores se ha hundido más, si cabe, en el endeudamiento. Las profundas desigualdades internas se han visto agravadas por unos desequilibrios internacionales cada vez mayores, con una entrada de capital extranjero que cubre el déficit de la balanza por cuenta corriente estadounidense. Con un dólar tambaleante, un seísmo en el precio del petróleo y unos tipos de interés en ascenso, es bastante probable que los hogares estadounidenses –los consumidores en primera y última instancia– encuentren cada vez más difícil el esfuerzo que supone cargar con el mundo a sus espaldas. La financiarización promueve una distribución de la renta tan sesgada que termina socavando su propio ímpetu nutrido mediante el endeudamiento.

⁶⁴ Para el papel de estos últimos en el desbaratamiento del mercado de valores, véase GILLIAM TETT y NEIL HUME, «Derivate Link to Sharp Falls in Equities», *Financial Times*, 19 de mayo de 2006.