



WEED

Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung e.V.
World Economy, Ecology & Development

Superestrellas en el nuevo traje del emperador

**Fondos de Cobertura y Fondos de Capital Riesgo:
¿qué está en juego?**

Informe Resumen

por

Peter Wahl

Este informe ha recibido respaldo económico de la Ford Foundation.

Las visiones expresadas en el mismo son las del autor.

Título original: “*Superstars in the Empreror’s New Clothes. Hedge Funds and Private Equity Funds: What is at Stake?*”. Briefing Paper by Peter Whal.

Berlín, 15 de Abril 2008

Traducción al español: Mariano Nieto Navarro, Mayo 2008

Imprime:

WEED – Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung

Eldenaer Strasse 60

D- 10247 Berlin

Telef.: +49-30-27582163

Fax: +49-30-27596928

www.weed-online.org

CONTENIDO

SUMARIO	4
1. LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN: EL NÚCLEO DE LA GLOBALIZACIÓN DOMINADA POR LAS FINANZAS	9
1.1. LA TRANSFORMACIÓN DE LA FUNCIÓN DE LA PROPIEDAD	9
1.2. EL RÉGIMEN DE “CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS”	11
1.3. EL CONTAGIO A LA ECONOMÍA REAL.....	11
1.4. CONSECUENCIAS DEL RÉGIMEN DE LOS ACCIONISTAS EN LA ESTABILIDAD, EL DESARROLLO, LA EQUIDAD Y LA DEMOCRACIA	12
2. LOS FONDOS DE COBERTURA, PUNTA DE LANZA DEL RÉGIMEN DE LOS ACCIONISTAS.	15
2.1. EL MODELO DE NEGOCIO DE LOS FONDOS DE COBERTURA	15
2.2. FONDOS DE COBERTURA- EL SECTOR DE MÁS RÁPIDO CRECIMIENTO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	17
2.3. EL PAPEL DE LOS FONDOS DE COBERTURA EN LA CRISIS ACTUAL.....	20
2.4. LOS FONDOS DE COBERTURA Y LOS PAÍSES EN DESARROLLO	21
2.5. ¿NO HAY NADA POSITIVO EN LOS FONDOS DE COBERTURA?.....	23
2.6. ¿QUIÉN NECESITA FONDOS DE COBERTURA?.....	24
3. LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO: ¿[PANAL DE] ABEJAS O [PLAGA DE] LANGOSTAS?	26
3.1. EL MODELO DE NEGOCIO DE LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO	26
3.2. CUANTITATIVAMENTE MÁS BIEN PEQUEÑOS, PERO... ..	27
3.3. LOS EFECTOS DE LOS FCRS	29
3.4. LOS FCRS Y EL DESARROLLO.....	31
3.5. OTRA FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS ES POSIBLE.....	32

SUMARIO

Los Fondos de Cobertura (FCs - *Hedge Funds*, en inglés*) y los Fondos de Capital Riesgo (FCRs - *Private Equity Funds*, en inglés) fueron las superestrellas en la alfombra roja de los mercados financieros de la década de los noventa. En los últimos años se han convertido en una cuestión controvertida. Con la crisis actual se han planteado aún más cuestiones, por cuanto los FCs, entre otros factores, han tenido un papel destacado por su responsabilidad en el desastre.

Este documento examina los Fondos de Cobertura y los Fondos de Capital Riesgo principalmente como una subclase de un tipo más general de *instituciones de inversión*. Los FCs y los FCRs son dos casos especiales de este tipo de actores que están configurando en gran medida el sistema financiero internacional contemporáneo. La *institución de inversión* se sitúa en el centro de un nuevo modo de acumulación de capital surgido tras el fin de Bretton Woods**. El concepto de *institución de inversión* hace patente un cambio histórico en la función de la propiedad. Lo que era una función bastante pasiva de la propiedad tradicional se ha transformado ahora en una actividad económica sistemática. Se ha profesionalizado e institucionalizado. La búsqueda del máximo beneficio en el menor plazo posible se ha convertido en la única justificación de las actividades de las instituciones de inversión.

La nueva estructura se ha dado en llamar *régimen de creación de valor para los accionistas, economía de las grandes fortunas, o capitalismo financiero*. Mientras que anteriormente los mercados financieros tenían un papel subordinado e instrumental respecto de la economía real, esta relación se ha dado la vuelta. Este cambio afecta a toda la sociedad: a la economía, a la estructura social, a la política y a la cultura. Los Fondos de Cobertura y los Fondos de Capital Riesgo son la expresión más avanzada del espíritu y la dinámica del *régimen de creación de valor para los accionistas*. Son la vanguardia de un tipo de economía dirigida por los activos financieros y orientada al incremento de las grandes fortunas.

* El término *hedge funds* tiene varias traducciones al castellano en los diccionarios especializados y en los documentos comunitarios: «fondos de protección» (Lozano Irueste; Consejo Europeo de Viena, 11-12.12.1998), «fondos de cobertura» (Alcaraz/Hughes), «fondos de alto riesgo» (Consejo ECOFIN, Oviedo, 12-13.4.2004), «fondos especulativos», «fondos alternativos», «fondos de gestión alternativa», «fondos hedge», etc. La terminología empleada por la legislación española es «Instituciones de Inversión Colectiva –IIC- de inversión libre» y la más usual en la prensa española es quizá «fondos de inversión libre». En otros contextos, los *hedge funds* también se denominan en castellano “fondos buitres”, por su carácter altamente especulativo, aunque la expresión correspondiente en inglés es *vulture funds*. En este documento se ha optado por la traducción “fondos de cobertura” para los *hedge funds*, por razones de coherencia terminológica, manejabilidad de la expresión y porque fue la traducción ya utilizada en el *Libro Verde sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión*, de 12 de julio de 2005. [N. del T.]

** Los Acuerdos de Bretton Woods son las resoluciones de la *Conferencia Monetaria y Financiera de las Naciones Unidas*, realizada en el complejo hotelero de Bretton Woods, (New Hampshire, EE.UU.) en 1944, donde se establecieron las reglas para las relaciones comerciales y financieras entre los países más industrializados del mundo. En ella se decidió la creación del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional, el uso del dólar convertible en oro como moneda internacional y tipos de cambio fijos entre las principales divisas. Entre 1971 y 1973 diversos acontecimientos económicos marcan el fin del régimen de Bretton Woods. Ver http://es.wikipedia.org/wiki/Acuerdos_de_Bretton_Woods [N. del T.]

El nuevo sistema tiene consecuencias particulares en las tres áreas siguientes:

- la estabilidad financiera: la inestabilidad sistémica ha aumentado considerablemente;
- la distribución y la equidad: el nuevo sistema conduce a una constante redistribución de abajo a arriba;
- el espacio para la política o la democracia: la transnacionalización de las finanzas crea espacios transnacionales, que impiden al estado-nación aislado el ejercicio de su derecho a la regulación. La democracia está inseparablemente ligada, tanto histórica como estructuralmente, al principio de territorialidad del estado-nación.

Los Fondos de Cobertura y los Fondos de Capital Riesgo son fuertes catalizadores de la implantación del nuevo régimen de acumulación. El modelo de negocio de los FCs se caracteriza por un alto *apalancamiento* y opacidad. Dado que la mayoría están localizados en Centros Extraterritoriales*, no están sometidos a supervisión ni regulación. El modelo lleva a su perfección la lógica del *régimen de creación de valor para los accionistas*.

Los FCs están creciendo rápidamente en volumen de activos, actividad y número. Y han alcanzado considerables cuotas de mercado en ciertos sectores de los mercados financieros.

Los Fondos de Cobertura están fuertemente involucrados en la presente crisis y han sufrido pérdidas espectaculares. Tenían un alto porcentaje del negocio de derivados complejos, que son la raíz de la crisis. La crisis ha puesto de manifiesto que atribuir a los FCs un papel de reducción del riesgo es como asignar la función de prevención de incendios a un pirómano.

Los FCs han comenzado a expandirse a los mercados emergentes, transmitiendo por tanto sus riesgos específicos a los países destinatarios.

Un riesgo específico de los FCs, no sólo para los mercados emergentes sino para otros países en desarrollo, se deriva de la reacción de los FCs a la crisis actual. Teniendo en cuenta que sus áreas tradicionales de negocio se están agotando, han reorientado sus operaciones hacia la especulación con materias primas, petróleo y alimentos, entre otras. Esto conduce a un aumento de los precios. Y afecta particularmente a los países importadores de petróleo y a los que dependen de las importaciones de materias primas y de alimentos. El aumento de los precios de los alimentos en algunos países ha dado ya lugar a disturbios.

Este documento sostiene que los Fondos de Cobertura no tienen ninguna función útil para las economías nacionales o la economía mundial. Son puras máquinas de hacer caja para los especuladores. Por lo tanto, lo mejor sería prohibirlos. En tanto el equilibrio político de poder no permita lo anterior, su regulación debería tener como objetivo la transparencia, su sometimiento pleno a supervisión y la limitación del *apalancamiento* a un nivel sostenible.

Al igual que los Fondos de Cobertura, los Fondos de Capital Riesgo sólo se han convertido en un factor importante tras la desregulación y liberalización de los mercados financieros. El modelo de negocio de los FCRs tiene muchas similitudes con el de los FCs. La diferencia decisiva con los FCs es que los FCRs no invierten en carteras especulativas, sino en la economía real. Lo que hacen es comprar empresas con el propósito de revenderlas más caras de tres a seis años más tarde. Una vez que un FCR ha adquirido el control de una empresa, la somete a reestructuración, es decir,

* Los Centros Extraterritoriales (*Offshore Centres* en inglés) son normalmente pequeños países (p. ej. las Islas Caimán, las Bermudas o Liechtenstein) o territorios autónomos (como p. ej. Gibraltar) donde las empresas prácticamente no tributan y donde reina el más absoluto secreto bancario. Se denominan también, en otros contextos, "paraísos fiscales" [N. del T.]

a despidos de personal, supresión de prestaciones sociales, externalizaciones, troceamiento, etc. Por ello, a menudo se les llama [plaga de] "langostas".

Los FCRs son cuantitativamente menos importantes que los FCs. Sin embargo, son un catalizador para subordinar el comportamiento de la dirección de las empresas a la lógica de la creación de valor para los accionistas. Sirven como correa de transmisión del modelo de economía dirigida por los activos financieros y las grandes fortunas, al conjunto de la economía.

Los FCRs también están comenzando a tener actividad en los países en desarrollo, en particular en los mercados emergentes. El 6% de todas las inversiones de los FCRs en 2005 se realizaba fuera de los países industrializados. Son particularmente activos en fusiones y adquisiciones de empresas. Las economías ligadas a los petro-dólares son la principal fuente de FCRs en los países en desarrollo.

A diferencia de los Fondos de Cobertura, los Fondos de Capital Riesgo podrían tener efectos positivos en ciertos casos, si están debidamente regulados, por ejemplo jugando el papel de proveedores de capital riesgo para nuevos emprendimientos. Sin embargo, esto requiere la limitación del apalancamiento, la supervisión y la participación de los diferentes sujetos concernidos en la toma de decisiones de la dirección, ante todo y sobre todo los empleados y los sindicatos.

Paralelamente a la regulación de los FCRs, se deben desarrollar alternativas de financiación para las empresas. En particular, se debe recuperar la forma de financiación "tradicional" mediante préstamos bancarios, creando incentivos a los bancos para que suministren capital, incluido capital riesgo.

Berlín, 15 de Abril de 2008

Superestrellas en el nuevo traje del Emperador

Fondos de Cobertura y Fondos de Capital Riesgo - ¿Qué está en juego?

Informe Resumen

Peter Wahl

Los Fondos de Cobertura (FCs) y los Fondos de Capital Riesgo (FCRs) fueron las superestrellas en la *alfombra roja* de los mercados financieros en la década de los noventa. En los últimos años, sin embargo, se han convertido en una cuestión controvertida. Mientras que el comisario de la UE McCreevy es totalmente entusiasta sobre los fondos: "*Los Fondos de Capital Riesgo y los gestores activos de fondos de todo tipo - entre ellos los Fondos de Cobertura- desempeñan un papel mucho más valioso que cualquier gobierno o cualquier organismo regulador en la reducción del coste del capital*"¹; el ex vice-canciller alemán, Müntefering, les acusó de "*permanecer en el anonimato, de no tener cara, de abalanzarse sobre las empresas como las langostas, alimentándose de ellas y abandonándolas*"².

La Presidencia alemana del G8 en 2007 pidió más transparencia para los FCs. Los británicos y el gobierno de los EE.UU. se opusieron firmemente. El resultado fue un débil compromiso, que dice lo siguiente: "*La industria mundial de los Fondos de Cobertura debería revisar y mejorar las buenas prácticas existentes y la evaluación comparativa de la administración de Fondos de Cobertura; en particular en los ámbitos de la gestión de riesgos, las valoraciones y la divulgación a los inversores y otras partes, a la luz de las expectativas de mejora de las prácticas establecidas por parte del sector oficial y del privado*"³.

Nueve meses más tarde, el actual hundimiento⁴ financiero arroja una interesante luz sobre los FCs. Esto se debe a que los FCs, entre otros diferentes factores, han desempeñado un papel destacado por su responsabilidad en el desastre. Podría muy bien ser que el glamour y el brillo de estos héroes de los mercados financieros, finalmente, llegaran a ser como el traje nuevo del emperador^{*}.

Ahora, bajo la presión de la crisis, incluso la corriente oficial de la comunidad financiera reclama reformas. Pero como siempre en tales situaciones, las reformas serán controvertidas. Todo depende de qué intereses conformen las reformas. Si los banqueros exigen la intervención del Estado, lo que quieren decir es que se socialicen las pérdidas, mientras que los beneficios permanezcan en los bolsillos privados. Por reforma entienden una (re)regulación parcial y una gestión de la crisis a corto plazo para volver al negocio como de costumbre después de un tiempo.

¹ Reuters, 20 feb. 2007, Londres.

² Bild am Sonntag, 17 de abril de 2005.

³ Comunicado de la reunión de ministros de finanzas del G-8 en Potsdam, 18/19 de mayo de 2007.

⁴ El presente texto se completó a finales de marzo de 2008, cuando la crisis había alcanzado un cierto apogeo, pero el final todavía no está a la vista.

* "El traje nuevo del emperador" es un cuento de hadas danés escrito por Hans Christian Andersen y publicado en 1837. La historia es una fábula en la que toda la gente de un pueblo alaba enfáticamente el nuevo traje de su monarca, temerosos de que sus vecinos se den cuenta de que no pueden verlo, hasta que un niño dice: "Pero si va desnudo". La moraleja es clara: sólo porque todo el mundo diga que algo es verdad, no significa que lo sea. [N. del T.]

Hacen falta cambios para que las finanzas contribuyan a la equidad social, la estabilidad económica y el desarrollo sostenible. No debe permitirse una vuelta al statu quo anterior. El fracaso del modelo dominante nunca ha sido tan evidente como lo es hoy. Está fuertemente desacreditado. En consecuencia, se está abriendo una ventana histórica de oportunidad. La sociedad civil debe aprovechar la oportunidad para intervenir en este debate.

La mayor parte de la literatura disponible sobre FCs y FCRs proviene del sector financiero privado, los ministerios de economía, los “controllers” financieros y los bancos centrales. El juicio que aquellos merecen oscila entre el positivo sin reservas y el básicamente positivo, con algunas preocupaciones que se ciñen a los riesgos para la estabilidad. Un pequeño número de analistas ha planteado cuestiones relativas a los efectos distributivos, el empleo, la repercusión social y las relaciones de poder, dominación y democracia. Pero la teoría neoclásica externaliza estas cuestiones por considerarlas ajenas a la economía.

Nosotros, en cambio, consideramos que este “punto ciego” epistemológico es un sesgo ideológico e intentaremos tomar en consideración la complejidad de la realidad socioeconómica dentro de la tradición de la economía política. Esto también implica una perspectiva “macro”. En el plano microeconómico, todas las cuestiones y los problemas de los FCs y los FCRs respecto de su rendimiento, su gestión y todos los aspectos técnicos de su negocio son sólo relevantes para nuestra perspectiva en la medida en que tengan alguna repercusión a nivel macroeconómico.

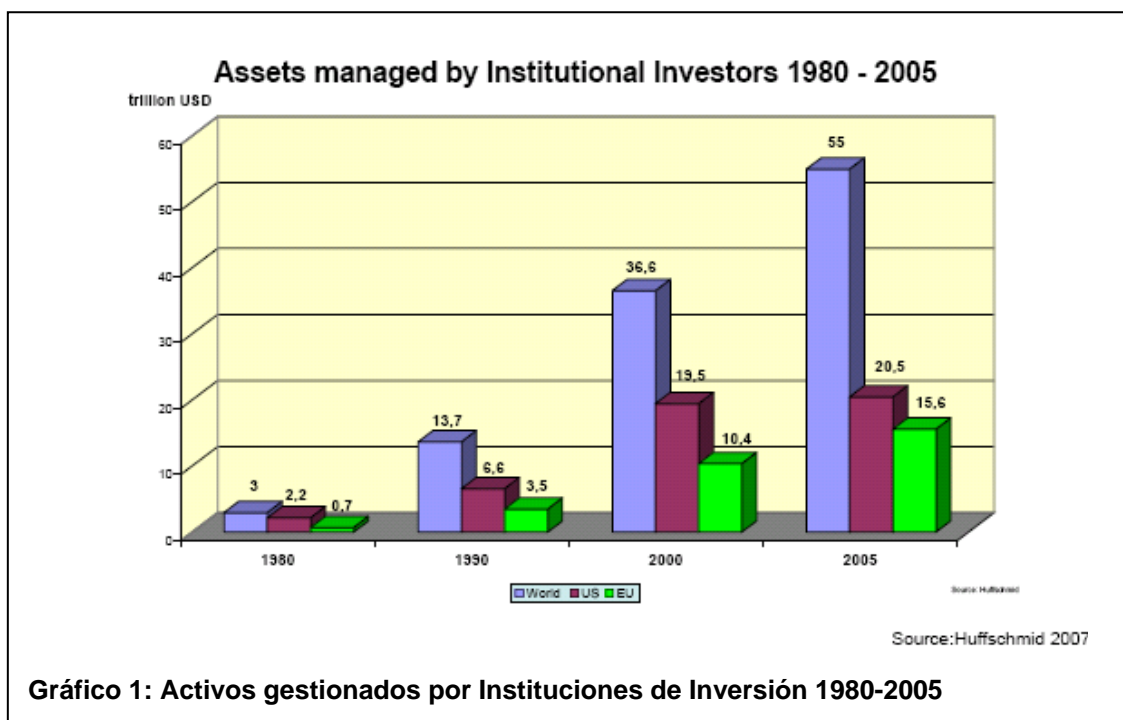
Esperamos contribuir a crear conciencia sobre una –aunque importante - dimensión del presente sistema financiero y potenciar el debate en relación con una nueva gobernanza democrática del sistema financiero internacional.

1. Las instituciones de inversión: el núcleo de la globalización dominada por las finanzas

Los Fondos de Cobertura (FCs) y los Fondos de Capital Riesgo (FCRs) son dos casos especiales de un nuevo tipo de actor en los mercados financieros internacionales: el inversor institucional⁵. Por tanto, todo lo que se dice en este capítulo también se aplica a los FCs y los FCRs.

La institución de inversión se sitúa en el centro de un nuevo modo de acumulación de capital que surgió tras el fin del sistema de Bretton Woods y ha alcanzado su punto álgido en los últimos diez años. Las instituciones de inversión son los bancos de inversión, todo tipo de fondos de inversión (incluidos los FCs y FCRs), los fondos de pensiones, los trusts de inversión inmobiliaria (*Real Estate Investment Trusts*, REITs por sus siglas en inglés) y toda la variedad de compañías de seguros que operan en los mercados financieros. Las grandes empresas pueden actuar también como instituciones de inversión. Las fundaciones y fondos fiduciarios también participan cada vez más en este juego. La totalidad del sector ha crecido considerablemente en los últimos dos decenios, de 3 billones* de dólares en 1980 a 55 billones en 2005. Este es un aumento del 1.833% (véase gráfico 1).

El concepto de institución de inversión hace patente un cambio histórico en la función de propiedad.

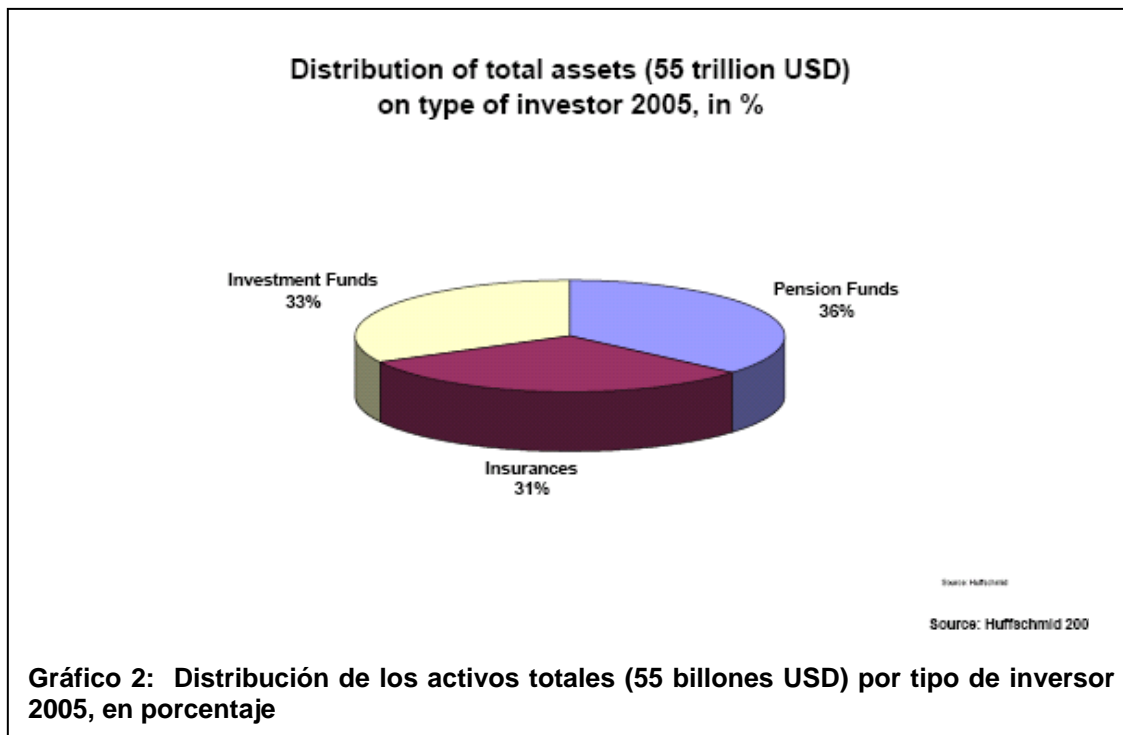


1.1. La transformación de la función de la propiedad

⁵ En la literatura de la comunidad financiera, los FCs y los FCRs a veces se clasifican bajo el título de "inversiones alternativas" o "vehículo especial", junto con las obras de arte.

* A lo largo de este documento, "trillions" en inglés (miles de miles de millones) se traduce por *billones*, mientras que "billions" en inglés se traduce por "*miles de millones*" [N. del T.]

[En el pasado,] el propietario poseía sus acciones, obligaciones u otros valores y recibía un dividendo o un reparto de beneficios una vez al año, según los resultados de la empresa, la cotización de los bonos, etc. Normalmente mantenía su cartera por un plazo largo, de muchos años. Por supuesto, a veces llegaba a vender las acciones, por ejemplo si el titular necesitaba dinero en efectivo, pero esto no era normalmente la consecuencia de una actividad económica sistemática.



Por el contrario, La institución de inversión no compra acciones, bonos y obligaciones para obtener simplemente el dividendo o un reparto de beneficios anual, sino con el propósito de revenderlos a un precio más alto lo antes posible, y para comprar de nuevo y de nuevo revender, y así sucesivamente. En otras palabras, la función más bien pasiva de la propiedad se ha transformado en una actividad económica sistemática. Se ha profesionalizado e institucionalizado en la *institución de inversión*. La institución de inversión está permanente y sistemáticamente buscando oportunidades para aumentar el valor de sus activos con la ayuda de métodos muy sofisticados basados en modelos y la utilización de tecnologías avanzadas.

Todo este desarrollo ha sido posible gracias a la liberalización y desregulación de los mercados financieros en la era post Bretton Woods. El levantamiento de los controles al capital junto con las nuevas posibilidades técnicas para mover grandes cantidades de dinero de un lugar a otro del planeta con un clic del ratón, dio lugar a la aparición de oportunidades de lucro mediante el comercio con divisas, bonos, valores y derivados aprovechando los diferenciales en los tipos de cambio, en los tipos de interés y en el precio de otros activos.

Si se utiliza una cantidad suficiente de dinero, incluso una ligera diferencia en el tipo de cambio, en el tipo de interés variable o en los precios de los activos financieros, puede rendir enormes beneficios. Un típico ejemplo es el *carry trade*, es decir, utilizar la diferencia de tipos de interés entre diversos países. Si, por ejemplo, puedo obtener un préstamo de más de 100 millones de dólares de un banco de Nueva York en los EE.UU. a un interés del 4% y luego transferirlo a Brasil, donde se presta como un crédito a corto plazo de un mes a la tasa de interés brasileña de un 16%, antes de devolver el préstamo en Nueva York, he conseguido una ganancia bruta de un millón

de dólares USA⁶. Las instituciones de inversión realizan miles y miles de estas operaciones al día.

Es evidente que la dimensión cuantitativa y la complejidad de estas operaciones requieren conocimientos técnicos profesionales y una base institucionalizada.

El *carry trade* es una subclase de un tipo básico de operación en los mercados financieros: el llamado *arbitraje*. El arbitraje es el uso de una diferencia ya existente y conocida en los tipos de cambio, tasas de interés o cualquier otro precio de activos. El segundo tipo básico de operación es la *especulación*. Mientras el arbitraje es una forma segura de hacer negocio con beneficios garantizados, la especulación siempre conlleva un riesgo, porque es una apuesta a una diferencia futura en el precio de los activos.

1.2. El régimen de “creación de valor para los accionistas”

Todo esto ha llevado a una drástica aceleración en los mercados financieros y al aumento de su volatilidad sistémica e inestabilidad. Sin embargo, muchas empresas y en particular las más rentables viven en parte de esa volatilidad e inestabilidad. Cuanta más volatilidad haya, mayores serán las oportunidades de negocio y beneficio. Por ejemplo, en un sistema con tipos de cambio fijos, no se puede ganar dinero comerciando con divisas⁷. En un sistema con controles de capital se limitan las opciones de salida del inversor y, por tanto, el “cortoplacismo”.

El nuevo sistema financiero ofrecía rentabilidades medias que eran el doble de la cifra normalmente posible en la economía real. Las empresas punteras del sector financiero llegaron incluso a un 25% de rentabilidad sobre el principal, y más. Por supuesto, el resultado es que los inversores prefieren poner su dinero en el sector financiero en lugar de en la economía real. Así, algunas de las consecuencias de estos acontecimientos son: una relativa sub-inversión estructural en la economía real, con el consiguiente impacto negativo sobre el crecimiento y el empleo, por un lado (Chesnais 1996); y una desproporcionada orientación hacia los activos financieros y la creación de grandes fortunas, por otro.

Si la regulación política no impone límites⁸, la búsqueda del máximo beneficio en el menor plazo posible se convierte en la única justificación de las actividades de las instituciones de inversión. La lógica del máximo beneficio se aplica especialmente en el caso de los FCs y FCRs, como veremos en detalle más adelante.

1.3. El contagio a la economía real

Otra consecuencia de esta tendencia es que la industria real ha sido objeto de presiones para conseguir rentabilidades similares a las de la “industria” financiera. Esta es la razón por la que estamos siendo testigos de un proceso de *financiarización* de la economía real, una transferencia de la lógica de funcionamiento de los mercados financieros a la economía real. Los elementos clave son:

⁶ El beneficio bruto en esta operación se obtiene de la economía brasileña, que tiene que producir el millón que se contabilizará como flujo de salida en la balanza de pagos del país.

⁷ Con excepción de las comisiones u honorarios de corretaje, que no son realmente relevantes.

⁸ Este es normalmente el caso de los fondos de pensiones, sobre los que existen requisitos legales obligatorios de inversión prudencial, que tienen como objetivo impedir que los fondos asuman riesgos demasiado elevados.

- Financiación de las empresas a través de los mercados financieros. Los créditos se transformaron en valores negociables. El proceso de *titulización** es una tendencia básica. Por un lado, los riesgos de crédito de los bancos se transfieren de esta forma a otros participantes del mercado. Por otro lado, las empresas hoy en día ya no obtienen su financiación de su "banco de toda la vida", sino de los mercados financieros. En la forma tradicional de financiación, el "banco de toda la vida" y la empresa estaban vinculados por la relación acreedor-deudor. El acreedor conocía bien a su deudor y había un interés en que la empresa floreciera, para asegurarse el cobro del servicio de la deuda;
- La amenaza de OPAs hostiles fuerza a las empresas en bolsa a prestar atención principalmente a la cotización de sus acciones (hacer de "niñeras" de la cotización**). Otros objetivos, como la competitividad a largo plazo, la innovación tecnológica y la creación de empleo quedan relegados a un segundo lugar. "*Las adquisiciones han llegado a representar tal vez la forma dominante de transformación organizativa de las grandes empresas capitalistas*" (Davis / Stout 1992:606);
- Orientación de la gestión hacia un tipo de economía dirigida por los activos. Esto se realiza a través de diferentes instrumentos. Por ejemplo, una gran proporción de la remuneración de los directivos de las empresas consiste en opciones sobre acciones, creando así un incentivo para que esos directivos mantengan alta la cotización de las acciones. Otro instrumento es el "paracaídas de oro", es decir, una indemnización fabulosa en caso de despido, lo cual es un incentivo para asumir riesgos elevados.

Ya en 1986 se llamó a esta estructura totalmente nueva el *régimen de creación de valor para los accionistas* (Rappaport 1986). Otros lo llamaron *capitalismo de los inversores* (Useem 1996) o *capitalismo financiero* (Windolf 2005).

Independientemente de cómo se nombre el nuevo fenómeno, una cosa es clara: mientras que anteriormente los mercados financieros tenían un papel subordinado e instrumental respecto de la economía real, esta relación se ha dado completamente la vuelta. Este cambio fue el detonante y sigue siendo el centro y el motor de la actual ola de globalización, la cual también podría ser calificada como una etapa cualitativamente nueva en la historia del capitalismo. Es algo más que un cambio en la economía. Se trata de un nuevo modelo o modo de acumulación, impulsado y dominado por el sector financiero, y sus actividades afectan a toda la sociedad: la economía, la estructura social, la política y la cultura.

Los Fondos de Cobertura y los Fondos de Capital Riesgo son elementos importantes en este proceso. Se trata de la más avanzada expresión del espíritu y la dinámica del *régimen de creación de valor para los accionistas*. Son la vanguardia de un tipo de economía dirigida por los activos financieros y orientada al incremento de las grandes fortunas.

1.4. Consecuencias del régimen de los accionistas en la estabilidad, el desarrollo, la equidad y la democracia

Como ya se ha mencionado en el punto 1.2, el nuevo sistema financiero se basa en, y vive de, la volatilidad en todos los niveles. Por lo tanto, cuando en los círculos oficiales

* *Securitization* en inglés, traducido como "titulización": técnica por la cual un intermediario financiero transforma en títulos valores los préstamos que concede a sus clientes y los vende a terceros. [N. del T.]

** *Price nursing* en inglés, literalmente amamantar la cotización o cuidar de ella como si estuviera en una guardería o en una enfermería. [N. del T.]

de la comunidad financiera se discute sobre los riesgos para la estabilidad, a lo que se refieren en este contexto es exclusivamente a que el sistema no se colapse. Por lo tanto, la regulación se concibe principalmente a nivel micro. Por ejemplo, la volatilidad de los tipos de cambio debería paliarse por medio de derivados, pero no se toman en consideración otras posibilidades en el ámbito macroeconómico, como las bandas de fluctuación de los tipos de cambio, los tipos de cambio fijos o incluso la creación de divisas regionales, tales como el Euro,.

Sin embargo, existe un amplio consenso en que la inestabilidad financiera se ha incrementado considerablemente en los últimos 30 años. Un indicador es la frecuencia y el impacto de las crisis financieras más importantes: 1994 México, 1997/98 Asia Sudoriental, 1998/99 Rusia y Brasil, 2000 la caída de la "Nueva Economía", 2001 Argentina y la actual situación, el hundimiento provocado por la crisis de las *hipotecas basura* que se inició en 2007.

Los países en desarrollo y los grupos vulnerables son las principales víctimas de la inestabilidad. Las pérdidas sufridas por el mundo en desarrollo, a consecuencia de estas crisis durante los últimos 25 años, se estiman en una cuarta parte de su PIB. Más de la mitad de la población argentina quedó por debajo del umbral de la pobreza después de la crisis de 2001. Pero los países en los que se produjeron las crisis no fueron los únicos afectados. Indirectamente, otros también se vieron arrastrados. Por ejemplo, a Laos le afectó la crisis más fuertemente que a Tailandia, porque el 80% del comercio exterior de Laos es con Tailandia.

Además, incluso cuando no hay crisis en el horizonte y los mercados financieros están funcionando "adecuadamente", la volatilidad y la actividad frenética en los mercados significa una permanente tensión económica y costes para los países en desarrollo. Teniendo en cuenta todos los factores, esto conduce a un entorno económico incierto e impredecible.

Se produce una constante redistribución de abajo a arriba que va más allá del efecto distribuidor que las crisis tienen de por sí. Un indicador es el incremento en los activos líquidos de los HNWI⁹. Los activos financieros de este grupo se han duplicado en todo el mundo entre 1995 y 2005, de 16 a 32 billones de dólares de acuerdo con el Informe Mundial sobre la Riqueza. Al mismo tiempo, los salarios reales se han estancado o incluso disminuido y la pobreza ha vuelto a muchos países industrializados. Sin embargo, estos fenómenos no se limitan al mundo industrializado. El incremento de los activos líquidos de los HNWI africanos, sólo en 2006, fue el doble del importe (62 millones de dólares) del total de la ayuda al desarrollo para la región. El Informe Mundial sobre la Riqueza afirma explícitamente que, junto con el auge de las materias primas, el factor decisivo para ese incremento fue el aumento de las inversiones de cartera de las elites africanas en los mercados financieros.

El dinero no es sólo un factor económico. Si se dispone de grandes sumas, también puede utilizarse para la adquisición de influencia política. Y los intereses corporativos del "gran dinero" son la base de un poderoso grupo de presión que puede tener una influencia considerable no sólo en la toma de decisiones, sino también en las personas y en los valores y orientación general de una sociedad. Aristóteles dijo: "*El punto en el que la democracia y la oligarquía se diferencian, es la pobreza y la riqueza.*" Cualquier análisis de los procesos de los mercados financieros que no considere las relaciones de poder combinadas con las relaciones económicas, no será acorde con la realidad.

La influencia de los mercados financieros sobre los gobiernos, cuyas decisiones pueden afectar la suerte de millones de personas, conduce a una erosión de la

⁹ [*High Net Worth Individuals*, en inglés] Personas con activos líquidos - es decir, excluidos los bienes inmuebles, bienes de lujo, etc – por encima del millón de dólares USA.

democracia. Los gobiernos se ven obligados a tomar muchas de sus decisiones políticas debido a las limitaciones de hecho causadas por las decisiones de inversión y la competencia entre diferentes zonas geográficas: El ex jefe del Deutsche Bank, Breuer, llamó a los mercados financieros el Quinto Poder¹⁰: "*Los inversores han dejado de buscar las oportunidades que ofrecen los gobiernos para ser los gobiernos los que deben satisfacer los deseos de los inversores*".

El problema central es que la transnacionalización de las finanzas crea espacios transnacionales, que impiden al estado-nación aislado el ejercicio de su derecho a la regulación. Sin embargo, la democracia parlamentaria está inseparablemente ligada, tanto histórica como estructuralmente, al principio de territorialidad del estado-nación. El territorio nacional y sus ciudadanos son la base de la democracia, mientras que los espacios transnacionales no están sujetos a control democrático. La democracia más allá del Estado-nación todavía no existe.

¹⁰ Junto al legislativo, el judicial, el poder ejecutivo y los medios de comunicación.

2. Los Fondos de Cobertura, punta de lanza del régimen de los accionistas.

Los Fondos de Cobertura son una subclase de las instituciones de inversión. Son parte de, y constituyen en parte, el *régimen de creación de valor para los accionistas* descrito anteriormente. En este capítulo queremos analizar en qué medida hay otras características específicas de los FCs que van más allá de las características generales de las instituciones de inversión.

El nombre de Fondos de Cobertura [*Hedge Funds*] apareció por primera vez a fines de 1940. Un tal Alfred Winslow Jones, un periodista de la revista FORTUNE en los años 40, creó un fondo especulativo. Desde el inicio, sus actividades no tuvieron nada que ver con la "cobertura" en el sentido de protección contra cambios imprevistos de precios en la economía real, aunque la propaganda de los FCs y su sindicato de intereses [*lobby*] a veces siguen manteniendo esa ilusión. Sin embargo, en las condiciones del sistema de Bretton Woods, con sus tipos de cambio fijos y sus controles al movimiento de capitales, los FCs no eran más que una nota exótica marginal, sin ninguna importancia.

Debido a su carácter sumamente especulativo, estaban prohibidos en algunos países, entre ellos Alemania, donde sólo se permitieron en 2004. Algunas operaciones, como las *operaciones con posiciones cortas*¹¹, todavía están prohibidas de facto. La *operación con posiciones cortas* es la especulación con bienes que el especulador no posee (todavía), a través del uso de derivados. Imagine el siguiente ejemplo: el 10 de septiembre, usted compra un futuro¹² (o una opción¹³), lo que significa que usted hace un contrato por el cual se compromete a vender en el futuro acciones de American Airlines a un precio nominal de 10 millones de dólares, correspondiente a la cotización del 10 de septiembre, aunque usted no tenga una sola acción de esa empresa en ese momento. El 11 de septiembre, el valor de las acciones de American Airlines de repente se reduce en un 40%. El día 12, usted compra (con un crédito a corto plazo, si se quiere) el número de acciones que deberá vender según su contrato. Sin embargo, como la cotización ha disminuido, estas acciones son ahora un 40% más baratas. A continuación, presenta su contrato y vende las acciones al precio fijo correspondiente a la cotización mayor del 10 de septiembre. Su beneficio bruto es de 4 millones de dólares USA¹⁴.

2.1. El modelo de negocio de los Fondos de Cobertura

El nuevo sistema financiero que surgió tras el colapso de Bretton Woods abrió el camino para nuevos modelos de negocio y nuevos actores, entre ellos los FCs. Estos perdieron su carácter exótico y fueron aceptados cada vez más como un modelo de negocio "innovador". Los Fondos de Cobertura se convirtieron en algo ampliamente aceptado. En 1992, George Soros, el famoso director del fondo de alto riesgo

* *hedging*, en inglés [N. del T.]

¹¹ [*short selling*, en inglés. N. del T.] "Leerverkauf" en alemán [lit. "venta en vacío", N. del T.]

¹² Un futuro es un derivado, es decir, un contrato que garantiza una determinada operación en el futuro, a las condiciones fijadas en dicho contrato.

¹³ Una opción da la posibilidad de hacer la operación o no, según convenga.

¹⁴ Ha habido rumores de que Al Kaida realizó de hecho este tipo de operaciones en centros financieros extraterritoriales. El gobierno de los EE.UU. emitió un desmentido. Sin embargo, si ha habido algún progreso en la lucha contra el blanqueo de dinero en los OFCs se debe principalmente a las medidas adoptadas por los EE.UU. en el marco de su guerra contra el terror.

Quantum, llevó a cabo con éxito una especulación contra el Banco de Inglaterra que terminó en una depreciación de la libra esterlina británica. Todos los grandes bancos se han apropiado igualmente del modelo y han establecido sus fondos propios, que, sin embargo, operan como entidades legalmente separadas.

Los FCs, desde una perspectiva institucional, se organizan ya sea como un fondo único, es decir, un conjunto de depósitos o como multi-fondo, en donde varios fondos se administran bajo el paraguas de una única compañía ("Fondo de Fondos").

La creciente aceptación de los FCs también ha provocado la aparición de una gran variedad de fondos. Sin embargo, hay algunos elementos básicos de este modelo de negocio que son comunes a todos los FCs :

- No todo el mundo tiene acceso a un FC, lo que los diferencia de los fondos públicos al por menor. Hay un requisito mínimo para los depósitos, normalmente un millón de dólares o más. Esto significa que los inversores tienen que ser o bien individuos con grandes fortunas o bien otras instituciones de inversión de por sí¹⁵;
- Los FCs se han creado para obtener ganancias por encima de la media. Un objetivo mínimo de rendimiento es la llamada *tasa crítica de rentabilidad*. Este rendimiento sólo es posible a través de la especulación financiera de alto riesgo, por ejemplo, por la *operaciones con posiciones cortas* descrita anteriormente y utilizando instrumentos particularmente arriesgados como los *productos estructurados* y otros derivados. Especulan con divisas, con la cotización de las acciones, los bonos o el precio de las materias primas. La especulación y el uso de derivados es una característica básica de este modelo de negocio; la mayor parte de estas operaciones se llevan a cabo extra-oficialmente (OTC – *Over The Counter* en inglés), es decir, sin estar sujetas a ningún tipo de regulación ni supervisión¹⁶. Esta es también la razón por la cual hay falta de transparencia en las operaciones de los FCs. Nadie sabe realmente lo que está sucediendo y dónde están los riesgos;
- La supervisión y la regulación son serios inconvenientes para poder obtener un máximo de beneficios. Además, si se está domiciliado en un OFC, esto supone que hay que pagar muy pocos o ningún impuesto. Por ello, la mayoría de los FCs (alrededor del 60%) están radicados en centros extraterritoriales (OFCs). Las *Islas Caimán* tienen la mayor concentración de FCs (63% de los activos), seguidas por las *Islas Vírgenes Británicas* (13%) y las *Bermudas* (11%). En Europa los territorios británicos de *Jersey*, *Guernsey* y *Gibraltar*, así como *Luxemburgo*, *Liechtenstein*, y *Mónaco* son sedes de FCs. La dirección y gestión, sin embargo, se ubica en los grandes centros financieros, Nueva York, Londres, etc EE.UU. es la mayor sede de fondos locales¹⁷ (48%), seguido por Irlanda con 8% (IFS 2007)¹⁸.
- Los FCs trabajan con "apalancamiento", es decir, aumentan sus propios activos con préstamos adicionales a fin de llevar a cabo sus operaciones. De este modo, los más grandes pueden alcanzar fácilmente un capital operativo en el rango de los miles de

¹⁵ Hay algunos fondos que han reducido el depósito mínimo, en algunos casos considerablemente. Sin embargo, esto es bastante excepcional.

* *hurdle rate*, en inglés [N. del T.]

¹⁶ En general el 80% de la negociación de derivados es extraoficial (OTC). El resto se negocia en la bolsa como productos estándar sujetos a supervisión (Lipke 2003).

¹⁷ "local" o "extraterritorial" son conceptos relativos en este sentido. Esto se debe a que casi todos los FCs locales en EE.UU. se registran en Delaware. Este estado de los EE.UU. tiene leyes mercantiles y fiscales sumamente liberales, que se acercan a las de un OFC. Irlanda es un caso similar.

¹⁸ www.ifsl.org.uk

millones de dólares. El fondo estadounidense *Long Term Capital Fund*¹⁹ que estuvo al borde del colapso en 1998, tenía en préstamos 30 veces sus propios activos. No es de extrañar que la Reserva Federal llevara a cabo una operación de emergencia para salvarlo.

- Una forma de actividad cada vez más importante de los FCs es el llamado "activismo de los accionistas". Los FCs compran un número significativo de acciones de una empresa determinada con el fin de influir en sus decisiones. Generalmente, esto tiene por objeto la promoción o prevención de fusiones y adquisiciones, u otras medidas para reestructurar una compañía²⁰ o el pago de mayores dividendos a los accionistas. Los Fondos de Cobertura han desempeñado un papel destacado en las últimas fusiones y adquisiciones de empresas, como la adquisición del banco holandés ABN Amro por el Royal Bank of Scotland y el banco español Santander en octubre de 2007. Esta ha sido la mayor fusión de bancos de la historia, con un valor de 70 mil millones de Euros²¹. Las adquisiciones suelen dar lugar a aumentos de la cotización de las acciones para las respectivas empresas;
- A escala microeconómica, el activismo de los accionistas también sirve como correa de transmisión del *régimen de los accionistas* en aquellas empresas en las que tienen acciones. Así el régimen penetra paso a paso en el sector que corresponda, por imitación de las empresas competidoras.

El modelo de negocio de los Fondos de Cobertura lleva la lógica del *régimen de los accionistas* a la perfección. Los FCs se han convertido en el motor de un proceso en el que la búsqueda de beneficios, como tal -que es una aspiración normal en una economía de mercado- se sustituye por el máximo beneficio absoluto como fuerza impulsora de la actividad.

2.2. Fondos de Cobertura- el sector de más rápido crecimiento de los mercados financieros

Los FCs están creciendo rápidamente en términos de activos, actividad y número. Los activos bajo gestión de FCs han crecido un 1.381% entre 1990 y el segundo trimestre de 2007, de acuerdo con las estimaciones de McKinsey (véase el gráfico 3). Los activos de los FCs en 2007 ascendieron a 1,7 billones de dólares. McKinsey también estima que el apalancamiento es de tres a cuatro veces los activos bajo gestión. En otras palabras, los FCs habrían operado con cerca de 6 billones de dólares en 2007 (McKinsey 2007). En determinados casos, el coeficiente de apalancamiento puede ser mucho mayor. Por ejemplo, el fondo HF *Carlyle Capital*, que se ha hundido en 2008²² podría estar operando con 22 mil millones de dólares y sólo 670 millones de dólares estaban cubiertos por sus propios activos. Esta supone un apalancamiento del 1:32²³.

(Página siguiente. Gráfico 3: Activos gestionados por los Fondos de Cobertura)

¹⁹ Este fondo tiene en nómina a dos premios Nobel de economía.

²⁰ A la fecha de la reunión del G8 en Heligendamm, existía una huelga en Deutsche Telekom porque un gran FC había comprado acciones y demandaba despidos masivos. Finalmente, el sindicato pudo evitar la pérdida de puestos de trabajo pero tuvo que aceptar una reducción de los salarios.

²¹ Der Standard, 11.10.2007

²² Spiegel ONLINE 13.03.2008

²³ Frankfurter Allgemeine Zeitung, 14.03.2008

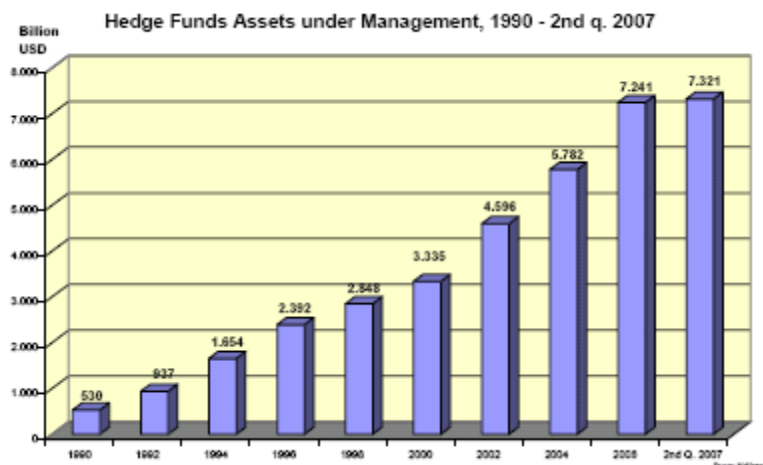


Gráfico 3: Activos gestionados por los Fondos de Cobertura, 1990 - 2ºTrim. 2007

El número de FCs ha crecido a 9.000 en 2006. Sin embargo, el 65% de los activos se concentran en manos de las 100 mayores empresas, en comparación con el 54% en 2003 (FSF 2007). En otras palabras, existe una fuerte concentración. El 40% de los activos de FCs proceden de HNWIs (McKinsey 2007). Esta proporción ha disminuido. En 1997 era del 61%. Esta tendencia es un indicador de la importancia cada vez mayor de las instituciones de inversión.

Los FCs tienen considerables cuotas de mercado en ciertos sectores de los mercados financieros (véase la Tabla 1).

Tabla 1.

Cuota de mercado de los FCs (estimación)	%
Acciones en efectivo Bolsas de N.Y. y Londres	35
Bonos del Gobierno de EE.UU.	30
Bonos de alto rendimiento	25
Derivados de crédito (no estructurados)	60
Derivados de crédito estructurados	30
Bonos de mercados emergentes	45
Deuda preconcursal*	47
Préstamos apalancados	32

Fuente: McKinsey

* *Distressed debt*, en inglés [N. del T.]

Geográficamente, la mayor parte de los activos proviene de los EE.UU. (63%), mientras que Europa está representada con un 24% y Asia con 8%. En EE.UU. la tasa de crecimiento es del 12%, mientras que los activos de Asia y los fondos europeos crecen mucho más rápido (40%).

Gráfico 4: Origen de los activos de los Fondos de Cobertura en 2006 (%)

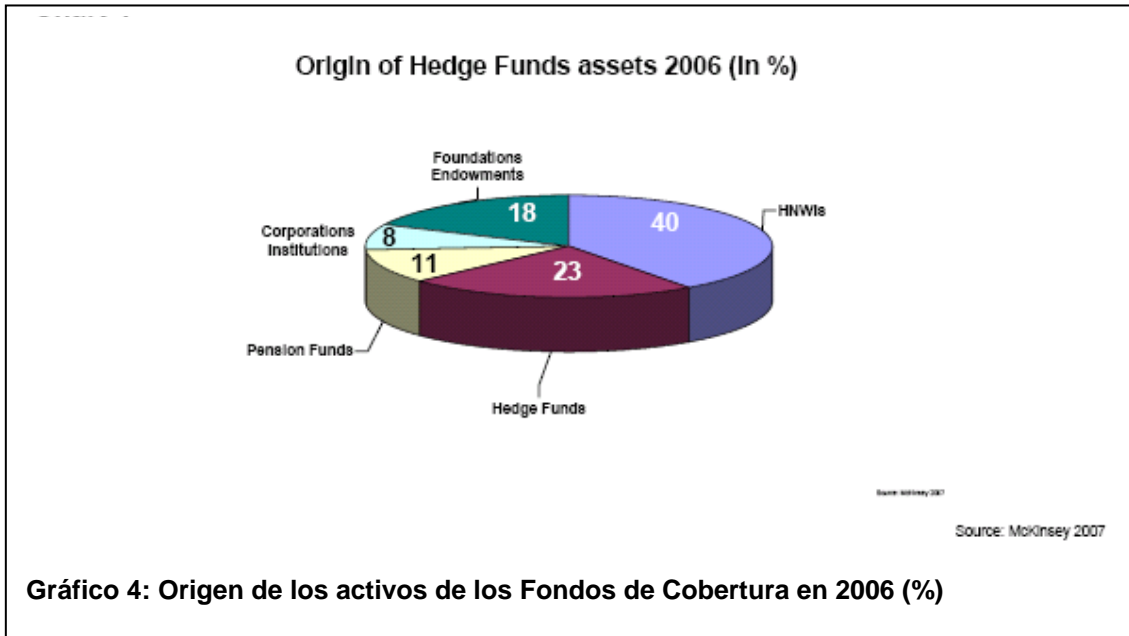
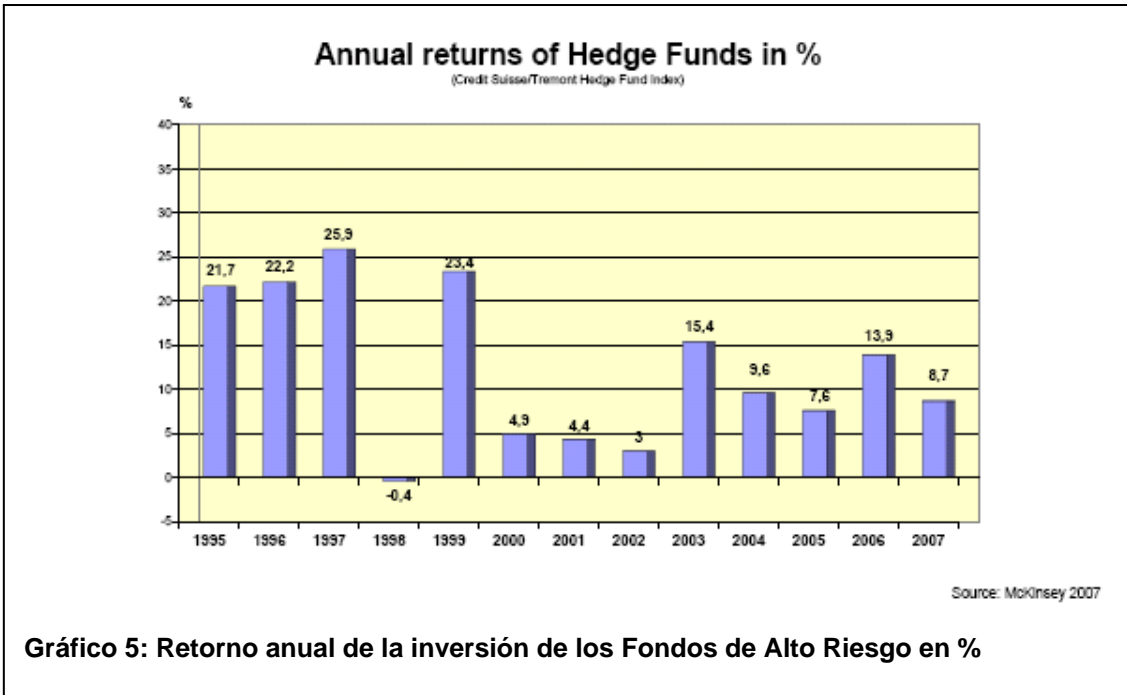


Gráfico 4: Origen de los activos de los Fondos de Cobertura en 2006 (%)

En cuanto al rendimiento de los FCs, no hay datos realmente fiables, dada la opacidad de este tipo de negocio. En cualquier caso: "*Diversos índices sobre los Fondos de Cobertura muestran que han sido mucho más rentables que los mercados de valores mundiales durante los últimos diez años.*" (McKinsey: 2007 p. 100). El Índice Credit Suisse/Tremont sobre los FC fue de 11,2 por ciento entre 1996 y 2006 (ibíd.), aunque los mejores fondos superaron el 20%, los así llamados *alfa returns*, como se les conoce en la jerga de la comunidad financiera.

La volatilidad de la rentabilidad obtenida resulta evidente si nos fijamos en los resultados anuales (véase el gráfico 5). Existe una correlación muy clara entre los booms financieros o burbujas, por un lado, y las crisis, por otro. Los rendimientos fueron muy altos -hasta de un 25%- antes de la crisis asiática y se redujeron drásticamente tras el hundimiento. El mismo patrón se puede observar en el año 2000 con el pinchazo de la burbuja de la *Nueva Economía*. Y de nuevo, en 2007, es visible el comienzo de la crisis de las hipotecas basura en EE.UU., que seguirá en la forma de una drástica caída en 2008. No es de extrañar que todo esto refleje los ciclos de burbuja y pinchazo, habida cuenta del carácter especulativo de los FCs.

Como otra tendencia general podemos observar que muchos otros han adaptado el modelo tras los desorbitados beneficios de los años noventa. Esto conduce a una mayor competencia y a una reducción de aquellos.



2.3. El papel de los Fondos de Cobertura en la crisis actual

Los Fondos de Cobertura están fuertemente involucrados en la crisis actual y han sufrido pérdidas espectaculares. El FMI identifica los FCs, en su *Global Financial Stability Report** (GFSR) de abril de 2008, como una de las principales instituciones responsables de la crisis: "*Se ha producido un fracaso colectivo en la valoración del grado de apalancamiento asumido por una amplia gama de instituciones (bancos, aseguradoras mono-ramo, entidades patrocinadas por los gobiernos, Fondos de Cobertura) y los riesgos asociados con su desmontaje desordenado*" (FMI 2008: ix). Varios FCs tuvieron que cerrar. Algunos pequeños fondos ya se habían cerrado en 2007, como el *Braddock Financial Corporation* (300 millones de dólares de activos bajo gestión), *United Capital Asset Management* (500 millones), *Caliber Global Investments* (908 millones) y *Queen's Walk Investments* (400 millones de activos bajo gestión). En el interin, *Peloton*, *Sailfish* y *Focus Capital* quebraron.

El caso de *Bear Stearns* es mucho más espectacular. Este Banco mantenía tres FCs: el *High Grade Structured Credit Strategies Fund*, el *High Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund* y el *Asset-Backed Securities Fund*. Los tres estaban fuertemente implicados en operaciones con Obligaciones de Deuda Colateral (CDO, en inglés) en el sector estadounidense de las hipotecas basura, y gestionaban 20 mil millones de dólares USA.

Las CDOs son derivados complejos. El principio es el siguiente: se agrupan los títulos basura y a continuación el paquete se divide en tramos; las CDOs de alto riesgo, con un alto rendimiento, acumulan la mayor parte del riesgo previsto normalmente; un segundo tramo recoge un poco del riesgo; y un tercer tramo no tiene riesgo y da rendimientos más bajos (Troost 2007). Al igual que un charcutero que hace salchichas de diferente calidad (unas con grasa, tripas, piel, huesos, y otras con grasa y carne

* Informe sobre la Estabilidad Financiera Global [N. del T.]

mejores), de esta manera es posible convertir basura en productos Triple A*. Dos FCs tuvieron problemas cuando comenzó la crisis. *Bear Stearns* trató de superar dichos problemas mediante la obtención de un crédito de 1.600 millones. Sin embargo, la operación fracasó y *Bear Stearns*, el quinto mayor banco de inversión en los EE.UU., acabó en quiebra *de facto* en marzo de 2008. Consecuentemente, la Fed salió al rescate concediendo un crédito de más de 30 mil millones de dólares a *JP Morgan Chase & Co*, a fin de que pudiera hacerse cargo de *Bear Stearns*²⁴.

El fin de la crisis todavía no se divisa. En el *Global Financial Stability Report* del FMI se estiman unas pérdidas de casi un billón de dólares. La economía real va a sufrir las consecuencias, y no sólo en EE.UU. No puede excluirse que el negocio de los FCs se colapse más o menos completamente durante el año 2008.

El desastre de los FCs confirma la postura de quienes han sido críticos con ellos. Estas críticos no han sido sólo académicos heterodoxos, ONGs, sindicatos y otras organizaciones de la sociedad civil, sino que también varias instituciones oficiales como el *Banco Central Europeo* señalaron los riesgos de estabilidad de los FCs. El BCE, por ello, ha sugerido que se cree un registro de créditos (BCE 2005).

Los FCs no son víctimas inocentes de la crisis. Son parte del problema. El modelo de negocio en sí mismo ha contribuido a la crisis. En particular, se ha demostrado que la influencia y el uso de productos estructurados son factores de inestabilidad. El sistema de apalancamiento se parece mucho a un juego de Ponzi** y los derivados y los productos estructurados son excesivamente poco transparentes. El contagio se globaliza a través de la liberalización [de los flujos de capitales]. La inseguridad con respecto al ulterior desarrollo de la crisis se debe también al hecho de que nadie sabe a dónde han ido a parar los títulos [hipotecas basura titulizadas y convertidas en *productos estructurados*].

La crisis ha puesto de manifiesto que el papel positivo como sumideros de riesgo que los defensores de los FCs atribuían a los fondos era una ilusión. Es cierto que los FCs asumen riesgos que otros actores del mercado no quieren afrontar. Pero los riesgos no desaparecen, ni se distribuyen de forma que se conviertan en menos peligrosos. Por el contrario, el riesgo se ha incrementado como consecuencia del apalancamiento y de instrumentos opacos como las CDOs. Atribuir a los FCs un papel de reducción del riesgo es como asignar la función de prevención de incendios a un pirómano.

2.4. Los Fondos de Cobertura y los países en desarrollo

Algunos FCs se ubican en mercados emergentes. 423 fondos de cobertura pueden clasificarse como Fondos de Cobertura en Mercados Emergentes, de acuerdo con la

* "Triple A" hace referencia a la calificación AAA asignada por las empresas o agencias de valoración del riesgo a aquellas inversiones que se supone ofrecen la máxima seguridad [N. del T.].

²⁴ NZZ Online 17 de marzo de 2008.

** Charles Ponzi fue un italiano que emigró a Boston con 21 años en 1903. Se le identifica con un procedimiento financiero que en traducción literal se denomina el "esquema" Ponzi. Un esquema Ponzi hoy en día es conocido como un sistema de inversión que promete altos réditos. Para poder dar ese alto rendimiento, los nuevos *inversores* son los que pagan los intereses de los antiguos inversores. El sistema sigue funcionando mientras el flujo de nuevos *inversores* continúa aumentando; pero en el momento que el flujo de inversores disminuye no se pueden pagar los intereses a los iniciales, ni, por supuesto, devolver el dinero invertido ni por estos ni por los siguientes, y el esquema se viene abajo [N. del T.].

base de datos comercial de *Hedge Fund Research* (Füss / Kaiser 2006). Sin embargo, *fondo de cobertura en mercados emergentes* significa que la mayoría de sus activos se invierten en los mercados emergentes y no significa automáticamente que la institución se ubique allí, ni que los activos vengan de allí. Estos 423 serían aproximadamente el 4,7% de un total de 9.000 fondos existentes. Tenían 62,57 mil millones de dólares en activos bajo gestión en 2006. Esto corresponde al 8,6% en dicho año (ibíd). El número ha ido aumentando en los últimos años.

Existen muy pocos o probablemente ningún FC en Países de Renta Baja (*Low Income Countries* - LIC, por sus siglas en inglés). Los Fondos necesitan de una infraestructura de servicios financieros para sus operaciones. Los LIC no pueden ofrecer ese entorno. Por lo tanto, el impacto de los FCs en los LICs será siempre indirecto, a través de sus efectos sobre la estabilidad del sistema financiero internacional, porque animan a la fuga de capitales de las respectivas elites, etc. (ver más abajo).

Los FCs que operan en mercados emergentes transfieren los riesgos específicos de aquellos a los países destinatarios. Según el informe de Griffith-Jones, en 1998, Brasil se vio afectado por las operaciones especulativas de los FCs que intentaban compensar las pérdidas de la crisis de Rusia en el mismo año. También la caída de *LTCM* tuvo efectos en Brasil (Griffith-Jones: 2007 p. 13/14).

No hay información disponible por el momento sobre la participación de estos FCs en la crisis actual. Sin embargo, el *Carlyle Group*, cuyo FC, como se mencionó anteriormente, se hundió en marzo de 2008, tiene inversiones en adquisiciones apalancadas en la India por más de 1.300 millones de dólares a través de sus filiales *Carlyle Asia Partners* y *Carlyle Asia Growth Partners III* (Singh: 2007). El futuro dirá si estas inversiones se verán afectadas por la crisis de la empresa madre en los EE.UU.

Sin embargo, la experiencia de esta crisis podría poner freno a un mayor desarrollo de los FCs en los mercados emergentes. Podría tener un efecto disuasorio. Si los FCs puede desestabilizar los mercados financieros de los países industrializados, es evidente que son aún más peligrosos para las vulnerables economías del Sur: "*Una nueva fuente de vulnerabilidad financiera para los países en desarrollo se encuentra en el rápido crecimiento de los Fondos de Cobertura y, más ampliamente, en las instituciones con un alto apalancamiento*" (Griffith Jones: 2007 p. 2).

El peso específico de los mercados emergentes en las prácticas de los FCs se demuestra por su alta cuota de participación en bonos de mercados emergentes (45%) y en deuda preconcursal* (47%; ver Tabla 1). Por supuesto, la participación se reparte entre varios países. Sin embargo, si se produce una cierta concentración en determinados países, esto da lugar a que las respectivas economías estén más expuestas a los riesgos.

Un riesgo concreto de los FCs, no sólo para los mercados emergentes, sino también para otros los países en desarrollo, se deriva de la reacción de los FCs ante la crisis actual. Teniendo en cuenta que sus áreas tradicionales de negocio se están agotando, han reorientado sus operaciones hacia la especulación con materias primas, el petróleo y los alimentos, entre otras. Esto conduce a un aumento de los precios de las materias primas. Y afecta particularmente a los países importadores de petróleo y a los que dependen de las importaciones de materias primas y de alimentos.

En cuanto al aumento en los precios de los alimentos, el Ministro alemán para el Desarrollo ha escrito: "*Los mercados internacionales de capital, en su búsqueda de*

* *Long-Term Capital Management* (LTCM) era un fondo de alto riesgo fundado in 1994 por John Meriwether (antiguo vicepresidente de *Solomon Brothers*) [N. del T.]

* *Distressed debt*, en inglés [N. del T.]

inversiones rentables y seguras, han dirigido su atención a los mercados agrícolas. Esto conduce a una mayor volatilidad, en particular si agentes altamente especulativos entran en estos mercados." (BMZ 2008 p.3)

Independientemente de ese efecto concreto, hay algunas repercusiones de la crisis en los países en desarrollo que se relacionan con los FCs sólo de manera indirecta:

- en primer lugar, los países en desarrollo van a sufrir por la crisis porque el crecimiento mundial disminuirá. La demanda de los países industrializados se reducirá;
- se verán particularmente afectados los países en desarrollo que tengan relaciones económicas estrechas con los EE.UU. (Eichengreen, 2007);
- las exportaciones de los países en desarrollo se volverán más caras debido a la depreciación del dólar USA;
- La depreciación del dólar también causará una devaluación de las reservas de divisas de aquellos países que hayan acumulado reservas en dólares;
- la crisis también induce a los bancos a imponer restricciones a los préstamos destinados a países en desarrollo;

En cierta medida, los efectos negativos podrían ser compensados por efectos positivos. Por ejemplo:

- las importaciones serán más baratas. Esto es especialmente positivo en lo que respecta a la factura del petróleo;
- esto también es positivo para el servicio de la deuda de esos países deudores, si decrecen los tipos de interés en los EE.UU.

Sin embargo, el entorno de inseguridad y la inestabilidad de los mercados financieros y los elevados riesgos de las instituciones apalancadas y sus modelos de negocio especulativos son básicamente negativos para el mundo en desarrollo. El desarrollo necesita un entorno predecible y estable.

2.5. ¿No hay nada positivo en los Fondos de Cobertura?

En el debate sobre los FCs antes de la crisis, los beneficiarios de los FCs y sus partidarios siempre han argumentado que los fondos tienen características positivas y, que por tanto, no requieren reglamentación. Los principales argumentos han sido los siguientes:

- los FCs aumentarían la liquidez del mercado,
- los FCs serían algo innovador,
- los FCs asumirían riesgos que otros no quieren, lo que contribuye a mitigar el riesgo,
- los FCs aumentarían la eficiencia.

De hecho, la liquidez del mercado se incrementa. Sin embargo, esto no es un beneficio en sí mismo. Ya existe suficiente liquidez en los mercados. Puede haber un exceso de liquidez, que es negativo, ya que distorsiona los precios de los activos y conduce a la especulación. Y de hecho, la liquidez generada por los FCs no ha servido más que para alimentar la burbuja especulativa que ha reventado ahora.

Los FCs también fueron innovadores. Pero inventaron instrumentos, como las CDOs que resultaron ser fatales. La innovación como tal tampoco es en sí misma un valor. La calidad de una innovación determina si es o no beneficiosa. El tipo de innovación desarrollada por los FCs es muy similar a la del charcutero innovador que tuvo la idea de poner aserrín en su salchichas.

En cuanto al papel de mitigación del riesgo de los FCs, hemos visto en el punto 2.4 que más bien lo que se produce es lo contrario. Los Fondos de Cobertura han aumentado los riesgos y la inestabilidad. Son uno de los factores importantes que nos han llevado a la crisis actual.

Cuando se habla de eficiencia, es necesario diferenciar entre la eficiencia a nivel micro y la eficiencia a nivel macroeconómico. Eficiencia a nivel micro, como lo entiende la ciencia económica, no significa nada más que la relación entre la inversión y su retorno. Este es un concepto muy reduccionista de la eficiencia. Se trata de un simple concepto que considera solo un factor y que externaliza otros factores de la creación de riqueza como, por ejemplo, la mano de obra. En su forma reduccionista, ha habido, de hecho, eficiencia en los FCs, es decir, maximización de los beneficios para los accionistas. La eficiencia de este tipo no es otra cosa que lo que nosotros hemos llamado, desde una perspectiva crítica, *régimen de los accionistas*, pero presentada bajo un envoltorio "piense en positivo".

En el plano macroeconómico, eficiencia quiere decir asignación óptima de recursos. En este caso, esto significaría que las inversiones realmente van a donde más se necesitan. Si los FCs hacen a los ricos más ricos y las instituciones de inversión más fuertes, entonces los FCs contribuyen a la eficiencia macroeconómica. Sin embargo, la realidad de la crisis hace que sea difícil mantener la ilusión de que los FCs contribuyen a esa eficiencia macroeconómica.

En conclusión: los aspectos positivos de los FCs sólo afectan a un pequeño grupo de beneficiarios, los accionistas y los directivos gestores de fondos. Para la economía en su conjunto, los FCs no generan ningún efecto positivo sino más bien pesados efectos negativos.

2.6. ¿Quién necesita Fondos de Cobertura?

Se han formulado varias propuestas para la regulación de los FCs y estas han estado principalmente motivadas por la preocupación referida a sus riesgos para la estabilidad. Si aparcamos la propuesta de autorregulación voluntaria, lo que sería lo mismo que pretender que el zorro dejara por sí mismo de robar gallinas, la mayoría de las propuestas se refieren a la transparencia, como la propuesta del Gobierno alemán en el G8 o la idea del BCE de crear un registro de créditos.

Otra categoría de propuestas prevé reformas en la gobernanza empresarial, empezando por cambios en los incentivos para los directivos gestores de los fondos²⁵.

Otras propuestas se centran en el apalancamiento, mediante el aumento de los requisitos de capital o la introducción de un límite máximo de apalancamiento (DGB 2007).

En un reciente documento, Attac Alemania ha sugerido que no se debería permitir a los bancos la negociación extraoficial (OTC) de derivados. Sólo deberían permitirse productos estándar negociados en bolsa y, por tanto, bajo supervisión (Lipke 2003).

Griffith-Jones recuerda la situación en Malasia durante la crisis asiática, donde los controles de capital fueron capaces de evitar daños importantes (Griffith-Jones 2007).

Por supuesto, el aumento de los requisitos de capital, la prohibición de la negociación extraoficial (OTC) con derivados y los controles de capital serían medidas útiles para frenar los peores efectos secundarios de los FCs. Si se aplican adecuadamente, desproveerían a los FCs de su peculiaridad y neutralizarían su ventaja comparativa para los inversores. Convertirían a los FCs en fondos de inversión relativamente

²⁵ En algunos casos, ya se han modificado los incentivos a los directivos para impedir que asuman riesgos excesivos.

normales. Por supuesto, esta es la razón por la cual los actuales beneficiarios de los FCs moverían cielo y tierra para impedir ese tipo de reformas. El desarrollo ulterior de la crisis va a determinar si los políticos tendrán la valentía suficiente para ir tan lejos.

Aparte de eso, se debería plantear la cuestión de quién necesita FCs. Como hemos visto anteriormente, los FCs sólo tienen efectos negativos para la economía y sólo benefician a un grupo muy pequeño de accionistas y directivos gestores de fondos. El papel de la sociedad civil es ir más allá de lo propuesto por los gobiernos. Como se mencionó anteriormente, los FCs estuvieron prohibidos en Alemania hasta el año 2004, por buenas razones. En el actual debate sobre las reformas, no hay argumentos razonables de por qué la sociedad civil no pueda plantear la propuesta de que se eliminen los Fondos de Cobertura.

3. Los Fondos de Capital Riesgo: ¿[panal de] abejas o [plaga de] langostas?

Como ya se ha indicado anteriormente, los Fondos de Capital Riesgo (FCRs) son una subclase de las instituciones de inversión. Por lo tanto, lo que se ha dicho en el punto 1 se aplica también a ellos. Un sinónimo de FCR es Compra con Apalancamiento de Activos²⁶. Esta expresión describe la idea central de su modelo de negocio.

Los FCRs surgieron en los años 1960 (Böttger 2006), pero al igual que los Fondos de Cobertura, sólo se convirtieron en un factor importante cuando los mercados financieros se liberalizaron y desregularon. Hoy en día, no sólo los agentes especializados en el negocio de los fondos de capital riesgo, sino también actores globales en los mercados financieros como los bancos (entre otros, Morgan Stanley, Citigroup, Deutsche Bank, Credit Suisse) han entrado en el mercado de los fondos de capital riesgo.

3.1. El modelo de negocio de los Fondos de Capital Riesgo

El modelo de negocio de los FCRs tiene muchas similitudes con el de los FCs :

- con el fin de evitar el pago de impuestos, sus domicilios legales preferidos son los centros extraterritoriales, mientras que la dirección/gestión se localiza en zonas metropolitanas,
- normalmente tienen ciertos requisitos mínimos para los inversores con respecto a los activos a invertir,
- prometen a los inversores un rendimiento mínimo igual a la *tasa crítica de rentabilidad*,
- operan con apalancamiento para llevar a cabo grandes operaciones más allá del valor de sus activos, aumentando de esta forma sus beneficios.

La responsabilidad de amortización de los préstamos se transfiere después a la empresa adquirida. Esta tiene que pagar el servicio de la deuda y en caso de impago, la empresa representa una cierta seguridad. En otras palabras, el riesgo para el inversor es menor que en el caso de los FCs .

Sin embargo, la diferencia decisiva entre FCs y FCRs es que estos últimos no invierten en carteras especulativas, sino en la economía real²⁷. Compran una empresa con el fin de revenderla para conseguir un beneficio de tres a seis años más tarde. Y entonces el fondo se disuelve.

Las empresas adquiridas, o bien no cotizan en bolsa o, si lo hacen, son retiradas de la misma. La razón de esto es que las empresas que cotizan en bolsa están sujetas a una mayor transparencia y regulación. La transparencia y la regulación son consideradas como externalidades negativas en el sector de los FCRs.

²⁶ [*Leveraged Buy Out*, en inglés. N. del T.] La definición de fondo de capital riesgo como compra con apalancamiento de activos es también la definición oficial (véase el McKinsey de 2007). Excluye al capital riesgo en sí y al capital intermedio, que a veces también son considerados dentro del marco de los fondos de capital riesgo.

²⁷ A pesar de que, viceversa, a veces los FCs invierten en la economía real y tratan de conseguir sus ganancias a través del "activismo de los accionistas".

Una vez que el FCR ha conseguido el control de una compañía²⁸, esta se somete a reestructuración con lo que los FCRs llaman "*dirección activa*". Las medidas típicas de reestructuración son las siguientes:

- reducción de plantilla a través de regulaciones de empleo de los trabajadores y de otro personal,
- aumento del horario de trabajo para el resto de la plantilla,
- eliminación de prestaciones sociales,
- venta de las partes de la empresa que no son rentables (externalización [*outsourcing*]),
- venta de las partes de la empresa que son especialmente rentables (troceamiento),
- reorganización de las partes restantes de la empresa y de la dirección,
- aplicación de nuevas estrategias de marketing.

Además, los FCRs se han convertido en un factor importante en las fusiones y adquisiciones (FyA). Su participación en las FyA ha aumentado del 4% al 28% en los EE.UU. y del 2% al 17% en Europa (McKinsey).

La situación es ambigua en lo que respecta a la inversión en tecnología [en las empresas adquiridas]. Los FCRs se presentan como modernizadores en su propaganda oficial. Hay casos en los que, de hecho, se ha invertido. Sin embargo, por regla general, las inversiones en nuevas tecnologías sólo se producen si son rentables en el corto plazo de la inversión, es decir, si se puede esperar que hagan más rentable la reventa. Pero también existen casos en los que incluso no se realiza la inversión mínima para el mantenimiento del nivel tecnológico actual. En estos casos, la propaganda lo intenta ocultar y/o se toman medidas de tipo cosmético, tales como el repintado de las máquinas viejas, lo que en la jerga interna se llama "vestir a la novia" (Hennemann 2007).

Una fuente adicional de obtención de ganancias son también los dividendos extra.

Esquemáticamente, los beneficios de los FCRs provienen de las siguientes fuentes²⁹:

- A. apalancamiento
- B. transferencia de préstamos a la empresa adquirida
- C. reestructuración
- D. dividendos extra
- E. reventa

3.2. Cuantitativamente más bien pequeños, pero...

Cuando se observan las cifras, parecería a primera vista que los FCRs son un actor marginal. En conjunto, los activos bajo gestión de los FCRs ascienden a 700 mil millones de dólares, y esto es la mitad que los Fondos de Cobertura y sólo el 5% del

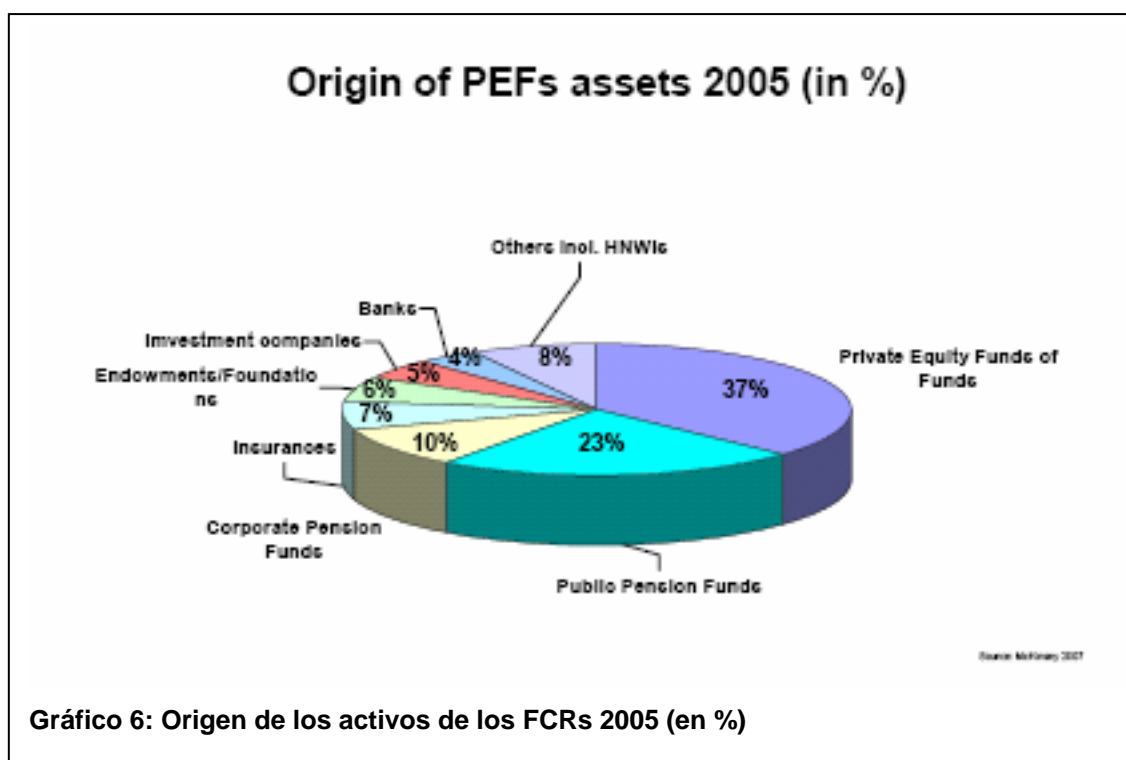
²⁸ Para reestructurar es necesario hacerse con el control de la empresa. Los FCRs, por tanto, tienden a no adquirir un número minoritario de acciones, sino toda la empresa, o al menos una proporción lo suficientemente elevada como para obtener el control sobre las decisiones de gestión.

²⁹ También hay algunos modelos diferentes, como el de los "fondos buitres" [*Vulture Funds*, en inglés], que se centran en empresas en dificultades financieras que primero se despojan de sus activos con el fin de obtener un rendimiento y luego quiebran o se venden a otro "fondo buitre" que repite el mismo procedimiento incluso en un nivel inferior.

valor de empresas que cotizan en bolsa en los EE.UU.. La tasa de crecimiento anual es del 14%. Esta es inferior a la tasa de crecimiento de los Fondos de Cobertura, que era del 20% antes de la crisis. Sin embargo, la influencia de los FCRs va mucho más allá de su importancia estadística, como veremos más adelante en el capítulo 3.3.

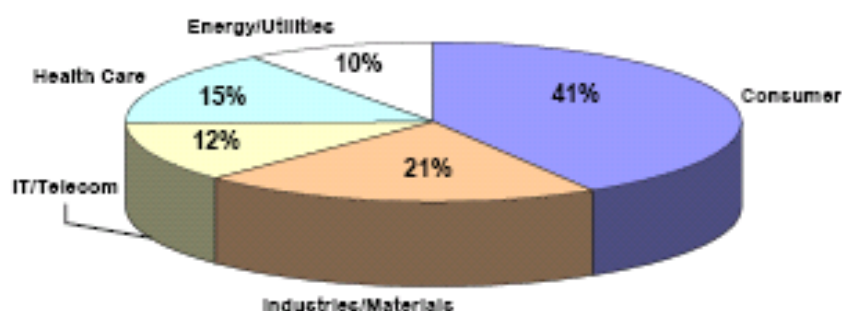
¿De dónde provienen los activos que manejan? El mayor porcentaje, un 37%, proviene de otros FCRs. El segundo lugar corresponde a fondos de pensiones – privados y públicos- que representan juntos el 33% (véase el gráfico 6). Al igual que pasa con los activos de los fondos de fondos, los fondos de pensiones representan en los FCRs una proporción similar: los fondos de pensiones son, de hecho, los mayores inversores en FCRs.

Los fondos de pensiones tienen mayor aversión al riesgo que otras instituciones de inversión. Los ingresos y el nivel de vida de sus clientes dependen de ellos. Esta es también la razón por la que la supervisión y regulación de los fondos de pensiones es más estricta. Como consecuencia de ello, los riesgos sistémicos son menores que para los Fondos de Cobertura, aunque esto no significa que no existan.



En cuanto a los sectores objeto de inversión por parte de los FCRs, el sector de productos de consumo es, con diferencia, el mayor (véase el gráfico 7). La cuota del sector de las TIC (Tecnologías de la Información y las Comunicaciones) se ha reducido a la mitad desde el año 2000, como consecuencia del pinchazo de la burbuja de la Nueva Economía. Por otra parte, el sector de la asistencia sanitaria ha aumentado espectacularmente. En el 2000, su participación era sólo el 2% de la cantidad actual del 15%, es decir, 7,5 veces superior al de hace seis años (McKinsey 2007).

Target Branches of PEFs 2006 (in %)



Source: McKinsey 2007

Gráfico 7: Sectores objetivo de los FCRs 2006 (en %)

En cuanto al rendimiento de los FCRs, McKinsey lo califica como "no particularmente impresionante". No sólo los FCs, sino también el negocio inmobiliario³⁰ y las acciones en EE.UU. han tenido un mejor rendimiento. Sin embargo, el cuartil superior de FCRs ha alcanzado beneficios del 29% en EE.UU. y en Europa. El segundo cuartil ha alcanzado el 12%, que sigue siendo aproximadamente el doble de lo que se puede conseguir en la economía real, y los resultados del tercer cuartil han sido todavía de un 5% (McKinsey 2007).

Parece que los FCRs se verán fuertemente afectados por la crisis financiera. El agotamiento de los mercados de crédito tendrá un fuerte impacto no sólo en los fondos en sí, sino también en las empresas adquiridas por ellos que tienen que pagar el servicio de la deuda de las operaciones de apalancamiento. Como los tipos de interés suben, el peso de la deuda irá en aumento. Según las noticias de prensa³¹, durante el año 2007 el valor de las transacciones anunciadas ya se redujo de 131 mil millones de dólares en junio a 19 mil millones en agosto de 2007.

3.3. Los efectos de los FCRs

Como se mencionó anteriormente, la importancia de los FCRs no radica tanto en su dimensión cuantitativa como en su incidencia cualitativa sobre la economía real. Hay dos efectos principales que la corriente oficial de la comunidad financiera elogia en particular:

- la apertura de nuevas áreas para la financiación para las empresas,
- mejora de la eficiencia.

³⁰ Por supuesto, en el ínterin, el pinchazo de la burbuja inmobiliaria en 2007 ha cambiado esta clasificación.

³¹ International Herald Tribune, 29 de agosto de 2007.

El estudio de McKinsey lo ha expresado en términos casi líricos: "*Los cambios que [los FCRs] han impulsado en la gobernanza de las empresas han insuflado nueva vida a las compañías de propiedad privada*." (McKinsey 2007: p.127).

De hecho, el modelo de negocio de los FCRs es un catalizador para un cambio fundamental en la financiación de las empresas que no cotizan en bolsa: mientras que tradicionalmente estas empresas se financiaban a través de su banco de toda la vida, hoy lo hacen cada vez más en el mercado financiero. Pero esto tiene consecuencias de largo alcance. La relación tradicional entre un banco y una empresa formaba una especie de simbiosis de intereses. No sólo el banco conocía bien a su cliente, también había un interés en la estabilidad a largo plazo del mismo, con el fin de asegurar la devolución de los préstamos. La financiación a través de los mercados financieros ha sustituido esta relación por el interés de los accionistas, que no tienen ninguna conexión con lo que la empresa está haciendo. Es el desnudo interés del máximo beneficio a corto plazo, que se introduce en la economía real a través de este nuevo tipo de financiación.

Además, la financiación a través de los mercados financieros hace a las empresas mucho más dependientes de las tendencias de dichos mercados financieros. Los objetivos a largo plazo, como la innovación tecnológica y la competitividad a largo plazo, se consideran menos importantes.

Por otro lado, el apalancamiento constituye un elemento de inestabilidad financiera. Aunque todavía no se sabe si los FCRs están involucrados en la crisis financiera y, en caso afirmativo, en qué medida, es evidente que les afectará el agotamiento del crédito. Los crecientes tipos de interés aumentarán todavía más el peso del servicio de la deuda de las respectivas en las empresas.

En cuanto a la mejora de la eficiencia y a lo que se llama el *impulso a la gobernanza empresarial*, esto es correcto siempre y cuando no se lleve a cabo a costa de los objetivos a largo plazo de la empresa y a costa de los trabajadores y de las prestaciones sociales. Diversos estudios, tales como un informe de PriceWaterhouseCooper y la EPEVCA (European Private Equity and Venture Capital Association³² - el grupo de presión europeo organizado del sector de los FCRs) o el de McKinsey, todos concluyen que han aumentado los beneficios de la mayor parte de las empresas que han sido objeto de reestructuración por parte de FCRs. Sin embargo, estos estudios se basan en la información proporcionada por la dirección [de dichas empresas] y no son el reflejo de investigaciones independientes o del análisis del porqué de esos aumentos.

Los FCRs son especialmente problemáticos en los sectores que se consideran como servicios públicos, tales como la salud, o en los de infraestructuras medio-ambientalmente importantes como la energía o el transporte. El aumento espectacular de la inversión de los FCRs en estos ámbitos plantea serias preocupaciones. Esto significa que el régimen de los accionistas está introduciéndose en una zona donde están en juego las necesidades humanas básicas y los servicios de interés general. Estos no deberían estar sujetos a comercialización en general ni al régimen de los accionistas en particular.

A pesar de algunos ejemplos (Blome-Drees/Rang 2005) de empresas que se salvaron de pérdidas o incluso del hundimiento y en las que no hubo efectos negativos sobre los trabajadores y las prestaciones sociales, estos casos no se pueden generalizar. Una serie de estudios de casos, llevada a cabo por la alemana Hans Böckler

* *private ownership* en inglés, literalmente "propiedad privada", se refiere a empresas que no cotizan en bolsa.

³² www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_37_att_333.pdf

Foundation (Kamp / Krieger 2005), confirma empíricamente lo que se puede esperar si uno observa la lógica de los FCRs: los intereses de los trabajadores, el empleo, las repercusiones sociales u otros intereses de los distintos implicados, como la protección de los consumidores o el medio ambiente, no son de interés para los protagonistas del modelo y, en consecuencia, soportan el peso de las exigencias de beneficio por parte de los inversores. Típico de esa actitud es la declaración del comisario europeo McCreevy: "*Los Fondos de Cobertura y de Capital Riesgo son buenos para el mercado. Han dado una mayor liquidez, han creado valor para los accionistas y han contribuido a la racionalización y la innovación de las empresas*"; la misma visión sesgada de los grupos de presión de los FCs y los FCRs, y la misma despiadada ignorancia de cualquier cosa que no sea el interés por el máximo beneficio.

3.4. Los FCRs y el desarrollo

Al igual que los Fondos de Cobertura, los FCRs también están comenzando a tener actividad en los países en desarrollo, en particular en los mercados emergentes. Los datos disponibles son muy escasos. El 6% de toda la inversión de los FCRs en 2005 se realizó fuera de los países industrializados, según *International Financial Services*. Esto correspondería a 8.100 millones de dólares USA³³.

La UNCTAD^{*} informa que los FCRS son particularmente activos en las fusiones y adquisiciones. Estuvieron involucrados en 889 operaciones de fusiones y adquisiciones en 2006, aproximadamente el 18 por ciento del total mundial, por un valor récord de 158 mil millones de dólares. Según una lista de la UNCTAD de 50 grandes fusiones y adquisiciones en las que están involucrados FCRS, India y Turquía son, sin embargo, los únicos [países en desarrollo] que se mencionan como países destinatarios. En cuatro casos, los Emiratos Árabes Unidos, Arabia Saudita, Egipto (Compañía financiera de propósito especial Naguib Sawiris. País destinatario: Italia, Weather Investments Srl.), y China figuran como países de origen de una FyA (UNCTAD 2007 p.216). Como patrón, podemos observar que las economías de los petro-dólares son la principal fuente de los FCRS en los países en desarrollo.

Un caso particular es China. Este país está utilizando una parte de sus enormes reservas de divisas extranjeras para realizar operaciones en los mercados financieros. Con ese fin ha establecido una empresa de propiedad estatal. Así, China ha comprado 3.000 millones de dólares USA en acciones del FCR estadounidense *Blackstone*, el FC más grande del mundo, lo que dará al país una participación del 9% (Singh, 2007). Una especie peculiar de Asociación Pública-Privada.

La India es tanto un objetivo de los FCRS como el origen de un sector propiamente indio de FCRs. El país está entre los primeros en lo que se refiere a inversiones de FCRs en Asia (véase el cuadro 2). Las inversiones exteriores de FCRS en el país han aumentado de 1.100 millones de dólares en 2004 a más de 10.800 millones en agosto de 2007 (Venture Intelligence India 2007)³⁴. Esto representa un aumento de más del 1.000%. Entre los inversores encontramos a los principales actores de este negocio como son Blackstone, Citi Group, KKR, TEMASEK y Carlyle (Singh, 2007). Sin embargo, el 80% del capital no se utilizó para adquisiciones, sino para comprar participaciones minoritarias, sin hacerse cargo de la gestión (Singh, 2007). En este

³³ www.ifsl.org.uk/uploads/CBS_Private_Equity_2006.pdf

^{*} *United Nations Conference on Trade and Development* – Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo [N. del T.]

³⁴ www.ventureintelligence.in

momento, el principal motivo de los FCRS [para invertir en India] es evidentemente participar en las altas tasas de crecimiento de la economía india.

Los sectores objetivo en la India son infraestructuras, bienes raíces, servicios financieros y medios de comunicación (Singh, 2007).

Tabla 2

Inversiones de los FCRs en países asiáticos en desarrollo 2006

	N° operaciones	N° de fondos	Inversión (miles USD)
India	143	126	7.4*
China	145	129	1.7
Vietnam	5	5	0.85
Tailandia	4	4	0.72
Indonesia	2	2	-
Pakistan	1	1	-
Sri Lanka	1	1	-
TOTAL	301	268	10.67

Fuentes: Thomson Financial Asia Pacific Private Equity Markets³⁵/ *Venture Intelligence

En lo que se refiere a FCRs con origen en el propio país, Singh da una lista de 10 fondos con activos totales de 3.120 millones de dólares. Al igual que los FCRs de los países industrializados, los FCRs de la India también se han marchado a centros extraterritoriales, principalmente a Mauricio, con el fin de evitar la tributación y la supervisión.

Otro caso interesante con participación de FCRs en un país en desarrollo es el proyecto de oleoducto Chad-Camerún. Parte del consorcio de empresas encargadas del proyecto es el FCR *Petronas*, propiedad del estado malayo, con un 35% de las acciones (UNCTAD 2007 p.151). Este oleoducto de mil kilómetros discurre a través de la selva virgen tropical y por el territorio de comunidades indígenas cuya vida depende de la selva. El impacto negativo del oleoducto en su bienestar social ha sido considerable. Sin embargo, aunque *Petronas* está involucrado en el asunto, los problemas no se pueden reducir a su papel como FCR.

No obstante, la UNCTAD también llega a la conclusión de que los FCRs en los países en desarrollo son tan cuestionables como lo son en los países industrializados: "*Las inversiones de los fondos de capital riesgo suelen estar más próximas a las inversiones de cartera que a la inversión exterior directa, pues tienden a tener horizontes temporales relativamente cortos. Esto ha planteado algunas preocupaciones en relación con el impacto de estas inversiones, en particular en lo que respecta al desmantelamiento de las empresas adquiridas y a los despidos de trabajadores.*" (UNCTAD, 2007 p. 17).

3.5. Otra financiación de las empresas es posible

Hay varias propuestas para regular los FCRs con el fin de mitigar sus consecuencias negativas en los objetivos a largo plazo, la innovación tecnológica, el empleo, las prestaciones sociales y el desarrollo, manteniendo al mismo tiempo la función de

³⁵ www.thomson.com/solutions/financial/privateequity

financiación de las empresas y la mejora de la eficiencia a escala microeconómica. Las principales propuestas son:

- aumento de los requisitos de capital, con el fin de limitar la influencia y los riesgos sistémicos vinculados a estos fondos,
- transparencia,
- [régimen de] licencias [gubernativas para poder operar], que impediría que operasen compañías [radicadas en centros] extraterritoriales,
- cambios en las estructuras de gobernanza de los FCRs, como derechos de voto dobles o triples para los accionistas a largo plazo,
- la prohibición de dividendos extra,
- la participación de los trabajadores.

La aplicación de estas propuestas, de hecho, significaría que los FCRs perderían su carácter problemático y se convertirían en vehículos útiles para la financiación de las empresas.

Por otra parte, es dudoso que ese modelo contara con el apoyo de los inversores, ya que habría perdido su atractivo para ellos. Por lo tanto, paralelamente a la regulación de los FCRs, deben desarrollarse alternativas de financiación para las empresas. En particular, se deben recuperar las formas "tradicionales" de financiación mediante préstamos bancarios, creando incentivos para que los bancos suministren capital, incluido capital riesgo.

Bibliografie:

- Blome-Drees, Johannes / Rang, Reiner (2005): *Private Equity-Investitionen in deutsche Unternehmen und ihre Wirkungen auf die Mitarbeiter. Eine konzeptionelle und empirische Analyse*. Düsseldorf
- BMZ (2008): *Factsheet. Steigende Nahrungsmittelpreise und ihre entwicklungspolitischen Auswirkungen*. Berlin
- Böttger Christian (2006): *Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren*. Hans Böckler Stiftung (Hrg.) Arbeitspapier 120. Düsseldorf
- Böckler impuls (2007): *Thema Finanzinvestoren*, Oktober 2007.
- Caliani, Aldo (2007): *Regulation of hedge funds: Why is it a social security issue?*, in: Social Watch Report 2007, p. 52-54.
- Cardim de Carvalho, Fernando J. (2007): *Pension fund investment in private equity funds*, in: Social Watch Report 2007, p. 55-57.
- Chesnais, François (Hrg. 1996): *La Mondialisation financière. Genèse, coût et enjeux*. Paris
- ECB (2007a): *Financial Stability Review*, June 2007.
- Eichengreen, Barry (2007): *Brazil and the Sub prime Crisis*. Berkeley
- Financial Stability Forum (FSF) (2007): *Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions*. 19 May 2007.
- Füss Roland / Kaiser, Dieter G. (2006): *Dynamic Linkages between Hedge Funds and Traditional Financial Assets*.
- Griffith-Jones, Stephany (2007): *New Investors in Developing Countries: Opportunities, Risks and Policy Responses, the Case of Hedge Funds*.
- Hennemann, Jürgen (2007): *Im Besitz von Finanzinvestoren – ein Beispiel aus der Praxis*. In: Huffs Schmid/Köppen/Rhode (2007): *Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter. Neue Herausforderungen durch die internationalen Kapitalmärkte*. Hamburg
- Huffs Schmid, Jörg (1999): *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*. Hamburg
- Huffs Schmid, Jörg/Köppen Margit/Rhode Wolfgang (2007): *Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter. Neue Herausforderungen durch die internationalen Kapitalmärkte*. Hamburg
- IMF - International Monetary Fund (2008): *Global Financial Stability Report 2008. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*. Washington
- Kamp, Lothar/Krieger, Alexandra (2005): *Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland*. Düsseldorf
- Lipke, Isabel (2003): *Derivate – Das unbekanntes Wesen*. WEED-Arbeitspapier. Berlin
- McKinsey & Company 2007: *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets*, October 2007.
- McKinsey Global Institute (2007): *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets*
- Merrill Lynch/Capgemini (2006): *World Wealth Report 2006*. New York
- IMF (2007): *Global Financial Stability Report 2007*, April 2007

- OECD (2007): *The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a synthesis of research about private equity firms and "activist hedge funds"*, July 2007.
- Rappaport, Alfred (1986): *Creating Shareholder Value*. New York
- Singh, Kavaljit (2007): *A Discussion Paper on Private Equity With Special Reference to India*. New Delhi. To be published.
- Troost, Axel (2007): "Strenge Regulierung von Hedge Fonds erforderlich", 26.06.2007. www.axel-troost.de/article/1415.axel_troost_strenge_regulierung_von_hedge_fonds_erforderlich.html
- UNCTAD (2007): *World Investment Report 2007*. New York, Geneva
- Useem, Michael (1996): *Investor Capitalism*. New York
- Ver.di (2007): *Finanzkapitalismus. Geldgier in Reinkultur*, ver.di Bereich Wirtschaftspolitik, Oktober 2007.
- Voth, Hans-Joachim (2007): *Transparenz und Fairness auf einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt*, Studie im Auftrag der Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf 2007.
- Windolf, Paul (2005): *Was ist Finanzmarkt- Kapitalismus?* In: ders. (HG) (2005): *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005