

La inversión de fondos previsionales en fondos privados

Las pensiones no son como otros tipos de inversiones financieras, donde los inversores seleccionan parte de sus ingresos sobrantes para realizar una apuesta. El propósito de las pensiones es garantizar un nivel de ingresos mínimo que permita a la persona jubilada mantener cierta calidad de vida. Los inversores en los fondos de pensiones son las clases medias y, en los países más desarrollados, los trabajadores, y sus futuros ingresos no deben ser el resultado del tipo de juegos del mercado en los que participan los private equity funds (fondos privados de inversión) o los hedge funds (fondos de cobertura).

Fernando J. Cardim de Carvalho¹

El surgimiento de la industria de los fondos de pensiones

La mayoría de los sistemas de seguridad social sufrieron intensamente con la caída de las tasas de crecimiento económico posteriores a la llamada época dorada del capitalismo que se extendió desde el final de la Segunda Guerra Mundial hasta fines de la década de 1960. Incluso en los países donde los beneficios ofrecidos por los sistemas oficiales de jubilación no eran particularmente generosos, como en Estados Unidos, la seguridad social se vio en problemas cuando se produjo una desaceleración del crecimiento del empleo en la década de 1970 y después. En muchos casos, estos sistemas se habían convertido en esquemas de Ponzi, en que los beneficios no se pagaban con las ganancias de inversiones anteriores sino con los ingresos generados por los nuevos participantes.

Mientras las economías crecían rápidamente y el empleo aumentaba, los aportes de los nuevos miembros eran más que suficientes para cubrir el pago de beneficios. Con el fin de la era keynesiana de posguerra y el repliegue de las iniciativas económicas estatales que caracterizó a la contrarrevolución neoliberal de Reagan/Thatcher, las tasas de crecimiento cayeron y los nuevos ingresos se han tornado cada vez más insuficientes para mantener el sistema en funcionamiento.

En forma paralela a la acumulación de desequilibrios financieros en los programas de seguridad social, los sistemas de seguridad social también se convirtieron en blanco de crecientes críticas ideológicas apuntando a los 'incentivos perversos' supuestamente creados por estos sistemas. Incluso en la actualidad los críticos conservadores y liberales de las redes de seguridad social sostienen con insistencia que estos programas alientan a los trabajadores a permanecer ociosos puesto que ganan lo suficiente como para subsistir sin tener que trabajar.

El ataque implacable y generalizado contra los programas de seguridad social, y las reiteradas

'reformas' a las que se vieron sometidos, dejaron en claro a la mayoría de los trabajadores que debían comenzar a hacerse cargo de su propia jubilación o al menos a buscar los medios para complementar los ingresos que pensaban percibir en un futuro al retirarse.

Por supuesto, sólo Chile durante la dictadura de Pinochet fue tan lejos como para prácticamente eliminar los programas oficiales y reemplazarlos por programas totalmente privados. A pesar de haber sido presentado como una 'innovación' importante por la comunidad financiera y quienes comparten sus opiniones, el modelo chileno no logró escapar a la crítica, incluso de parte de publicaciones consagradas a la propia comunidad. Así, por ejemplo, la revista *Institutional Investor* no pudo evitar reconocer que "el buen nombre que las Administradoras de Fondos de Pensiones lograron asociar a su papel en el éxito económico de Chile desviaron la atención de algunas fallas notorias en el sistema privatizado de fondos de pensiones". Citando a una autoridad local, la revista concluye su análisis diciendo: "no importa cuán instrumentales hayan sido las AFP para el desarrollo económico chileno, 'parecen haber olvidado su papel relativo al bienestar social, razón principal por la que fueron creadas'"².

De hecho, el presunto rol en el bienestar social de los fondos privados de pensiones – esto es, brindar niveles de ingresos de retiro que los programas oficiales ya no eran capaces de ofrecer – nunca constituyó una verdadera prioridad, especialmente en el caso de países en desarrollo. Las reformas que crearon fondos privados de pensiones, o ampliaron sus funciones donde éstos ya existían, los plantearon principalmente como mecanismos prometedores para incrementar los ahorros de los hogares y canalizarlos hacia mercados de valores públicos y privados. Una vez más, éste fue el caso en el Chile de Pinochet, pero también es característico de las experiencias de otros países en desarrollo.

En este sentido, los fondos de pensiones se convirtieron rápidamente en una clase más de fondos de inversión. Su especial naturaleza, consistente en proporcionar un nivel básico de ingreso en el futuro, fue reconocida residualmente en algunas disposiciones reglamentarias, limitando su exposición a ciertas clases más riesgosas de inversión.

Sin embargo, estas limitaciones se han vuelto cada vez menos efectivas, puesto que las instituciones financieras han logrado pasarlas por alto con relativa facilidad.

Así, los fondos de pensiones pronto se convirtieron en una categoría más de los esquemas de inversión colectiva, diseñados como inversores institucionales, lo que quiere decir que son otra forma de reunir inversores a fin de crear una *institución* formal. Son administrados por operadores profesionales de fondos, por lo general capacitados en instituciones financieras típicas, y su desempeño se mide por criterios no muy distintos de los usados para otros fondos de inversión. De hecho, muchas veces el manejo de estos fondos está a cargo de empleados de grandes conglomerados financieros, a través de divisiones de gestión de activos.

En este escenario, el papel *social* de los fondos de pensión sólo se recuerda cuando una crisis golpea a un grupo en particular, destruyendo los activos del respectivo fondo de pensión, como en el caso de Enron. Cuando esto ocurre, se escuchan demandas de regulación y supervisión, pero éstas tienden a desvanecerse rápidamente, absorbidas por las contrademands de los mercados financieros y sus portavoces, que buscan mantener al sistema tal como está.

El viraje hacia inversiones más riesgosas

Desde inicios de la década de 1990, varias fuerzas poderosas se han combinado para alejar aún más a los fondos de pensiones de su función social, haciendo que se comporten como un inversor institucional más. Por una parte, la liquidez ha sido muy alta en los mercados financieros nacionales e internacionales, reduciendo las tasas de interés y las ganancias sobre las inversiones financieras. Por otra, a fines de los años 1980 se registró el comienzo de un ciclo de expansión económica relativamente largo que aún persiste. En los últimos casi 20 años, han predominado los períodos de crecimiento y las recesiones han sido relativamente leves y de corta duración (con la obvia excepción de aquellos países golpeados por crisis de fuga de capitales, como es el caso de las crisis asiáticas de 1997-1998, la rusa de 1998 y la argentina de 2002). Los préstamos no acumulativos se han mantenido a niveles bajos de modo que los factores de riesgo atenuados también han contribuido a la reducción de las tasas de interés en los principales mercados financieros del mundo.

¹ Fernando J. Cardim de Carvalho es profesor titular del Instituto de Economía de la Universidad Federal de Río de Janeiro y consultor de Ibase, el grupo de referencia de Social Watch Brasil.

² "Chile: The Empire Strikes Back", *Institutional Investor*, abril de 2007, pp. 96, 99.



En estas condiciones, prácticamente todos los inversores institucionales, incluyendo los fondos de pensiones, comenzaron a buscar inversiones alternativas que ofrecieran mayores ganancias. Estas mayores ganancias podían, naturalmente, encontrarse en inversiones más riesgosas, tales como bonos de alta rentabilidad (conocidos anteriormente como 'bonos chatarra', una denominación definitivamente menos atractiva), o valores de países emergentes. Para participar en estos mercados, los inversores institucionales invierten a menudo en *hedge funds* (fondos de cobertura)³ o en *private equity funds* (fondos privados de inversión).

Dado que el desempeño de los operadores de fondos se evalúa con frecuencia en relación al desempeño promedio de su clase, hay una fuerte tendencia al comportamiento gregario. Así, una vez que algunos fondos comienzan a participar en mercados más riesgosos y en consecuencia reciben mayores réditos, los operadores de otros fondos no tienen más opción que seguir a los líderes para intentar emular sus ganancias. Una vez que un número suficientemente grande de fondos de pensiones han tomado este camino, el hecho de seguirlo se vuelve un criterio convencional para el resto de los operadores.

¿Qué es un *private equity fund*?

Los *private equity funds* (PEF) constituyen asociaciones entre inversores, denominados socios limitados, y operadores del fondo, denominados socios generales, que se especializan en inversiones en capital de riesgo o en inversiones *buyout* (que implican la compra de la participación mayoritaria de una empresa)⁴. No son actores nuevos en los mercados financieros, pero su importancia ha aumentado tremendamente en los últimos años. La publicación *The Economist* mencionó recientemente el cálculo realizado por un grupo de investigación según el que sólo en el primer semestre de 2007 los PEF reunieron la suma de USD 240.000 millones⁵. Investigadores de la Wharton School de la Universidad de Pennsylvania estiman que los PEF manejan aproximadamente USD 1 billón.

Los PEF, al igual que los *hedge funds*, incrementan sus ganancias mediante un fuerte apalancamiento del capital. Esto significa que estos fondos invierten mucho más que el capital que poseen. De hecho, su propio capital es utilizado principalmente para obtener préstamos que les permitan comprar activos que a su vez serán empleados de forma colateral para obtener más préstamos, y así sucesivamente.

Según una fuente, las dos terceras partes de ese billón de dólares bajo control de PEF son administradas por fondos *buyout*. Estos fondos compran empresas públicas – es decir, sociedades cuyas acciones son cotizadas en bolsas de valores; las 'privatizan' – es decir, las retiran de la esfera pública; y las reestructuran con vistas a incrementar su valor en el mercado para volver a venderlas obteniendo cierta ganancia.

En este contexto, 'reestructurar' puede significar varias cosas. Los defensores de los PEF sostienen que el valor de una empresa aumenta al recortar gastos innecesarios, racionalizar la empresa deshaciéndose de las secciones menos productivas, introducir mejores métodos de gestión y alinear más eficientemente los intereses de operadores y accionistas. Si esto es cierto, las empresas salen mejor preparadas de este proceso y es la capacidad de involucrarse en esta reestructuración lo que genera las ganancias obtenidas por los fondos.

Por su parte, los críticos de los PEF señalan que el valor de las empresas adquiridas tiende a incrementarse principalmente debido a la acumulación de deuda⁶. Las empresas gestionadas por PEF se endeudan excesivamente para aumentar su rentabilidad sobre el capital, a costa de, por supuesto, hacerlos mucho más vulnerables a cambios adversos en los mercados financieros. Desde principios de la década de 1990, como se vio anteriormente, ha sido sencillo tomar préstamos a bajas tasas de interés, lo cual facilita la estrategia de los PEF.

Sin embargo, cuando este exceso de liquidez del mercado comienza a secarse – como necesariamente sucede en algún momento – y las tasas de interés empiezan a subir, las empresas altamente endeudadas pueden llegar a sufrir enormes pérdidas. Bajo estas condiciones, según observó *The Economist*, "Otogar un papel mayor al *private equity* puede hacer que la economía sea más vulnerable. Históricamente, las recesiones han tenido lugar cuando crecientes tasas de interés redujeron las ganancias corporativas, haciendo que las empresas recorten radicalmente su personal y el gasto de capital. En un mundo en el que la mayoría de las empresas acarrean niveles de deuda de *private equities*, las empresas serían mucho más vulnerables y las recesiones se tornarían mucho más frecuentes"⁷.

Sin embargo, mientras las tasas de interés continúan siendo bajas, las bolsas de valores se mantienen activas y el valor de las acciones siga aumentando, es probable que las inversiones en PEF continúen resultando muy atractivas. Tal como han comentado ampliamente analistas del mercado financiero, los precios al alza de los activos tienden

a cegar a los participantes del mercado, no permitiéndoles percatarse de los riesgos, y la seducción generada por la oportunidad de obtener ganancias es demasiado difícil de resistir en ausencia de límites regulatorios.

De hecho, aún cuando no ocurriera un desastre como una crisis financiera de gran envergadura, el legado de los PEF consiste en un incremento de deuda que podría reducir la capacidad de las empresas de realizar inversiones productivas. El riesgo cada vez mayor de *default* (cese de pagos), sumado a empresas altamente endeudadas, aumenta el costo del capital y eleva la rentabilidad mínima requerida para posibilitar nuevas inversiones. A estas empresas podría tomarles un largo tiempo reequilibrar una estructura de capital que les permita volver a funcionar normalmente.

La importancia relativa de los PEF como fuente de financiación continúa siendo relativamente menor, pero aumenta con celeridad. Más aún, estos fondos están extendiendo su alcance incluso a mercados que solían considerarse protegidos de su influencia, como los propios mercados financieros. También están llegando a extenderse al negocio de los bienes raíces⁸.

Los PEF resultan generalmente favorecidos por el tratamiento tributario más laxo otorgado a las ganancias de capital en comparación al ingreso, que muchos países tendieron a adoptar luego de la contrarrevolución Reagan/Thatcher. También resultan favorecidos por el hasta ahora prolongado contexto de un suministro excesivo de préstamos, que ha permitido lo que se conoce actualmente como una estructura de préstamos *covenant-lite* o *cov-lite* (eliminación parcial de las garantías que los prestamistas exigen al prestatario como condición para mantener los términos de la financiación). Esto significa que los prestamistas son tan numerosos que a esta altura no se sienten capaces de imponer condiciones sobre el empleo de sus préstamos, otorgando mucha mayor libertad a los prestatarios, entre ellos los operadores de PEF⁹.

Por supuesto, es muy posible que exista algún elemento de verdad en los argumentos tanto de los defensores como de los críticos de los PEF. Los beneficios pueden ser más visibles en el caso de los *venture capitals* (capitales de riesgo), donde los fondos contribuyen a financiar empresas incipientes, que en el caso de fondos *buyout*, donde la reestructuración podría ser perfectamente, como sugirió *Institutional Investor*, una simple artimaña, un truco que permita a los operadores de fondos mejorar la aparente rentabilidad de las empresas para volverlas a vender en los mercados públicos. De hecho, todavía no se sabe

3 Por más información sobre *hedge funds*, ver el artículo de Aldo Caliarí en este informe.

4 Phalippou y Zollo (2005).

5 "The business of making money", *The Economist*, 7 de julio de 2007.

6 Cf. "Private Illusions", *Institutional Investor*, Enero de 2007, pp. 99/100.

7 *The Economist*, op. cit., p. 70.

8 "Private Property", *Institutional Investor*, diciembre de 2006.

9 Ver, por ejemplo, "Taking a Plunge on Univision", *Institutional Investor*, abril de 2007.



cuál es en verdad la estrategia del PEF, si bien está quedando cada vez más claro que el incentivo fiscal representado por el tratamiento favorable otorgado a las ganancias de capital debería eliminarse, así como debería reforzarse la reglamentación en este segmento del mercado¹⁰.

Riesgos y beneficios para los fondos de pensiones

Si los beneficios macroeconómicos o sociales de la operativa de los PEF todavía resultan difíciles de comprobar, también puede ser que no haya gato encerrado cuando se investigue más detenidamente esta alternativa de inversión. Al igual que con los hedge funds, hay una visión generalizada de que no se debería intentar poner freno a estos tipos de inversión pues resultan tan rentables que los actores del mercado siempre encontrarán la forma de pasar por alto las restricciones. Si las inversiones en los PEF resultan realmente tan rentables, el hecho de evitar que los fondos de pensiones se beneficien de las altas ganancias prometidas – aun cuando fuera a costa de cierto grado de exposición al riesgo – sería injustificable o simplemente impracticable.

Sin embargo, existen varias razones importantes para cuestionar esta presunción. Varios estudios acerca del desempeño de los fondos de capital de riesgo han mostrado que las ganancias extremadamente altas exhibidas por los mismos en los últimos años podrían ocultar parte de la historia.

En general se acepta que los PEF han alcanzado una rentabilidad anual por capital accionario de aproximadamente 25%, lo cual por cierto es una cifra muy alta. Sin embargo, antes de aceptar esta cifra como un auténtico reflejo del desempeño del sector de los PEF, se deben realizar ciertas salvedades. Nos centraremos en cuatro de ellas.

La primera salvedad es realmente muy importante, dada la visión generalmente aceptada de que esta es una industria particularmente riesgosa. Cuando se analiza la rentabilidad de la industria, es preciso ajustar la información disponible a lo que se denomina el 'sesgo de supervivencia'. El concepto es bastante simple. Asumamos que dos PEF invierten cada uno USD 100. Al primero le va bien y gana USD 200. El segundo fracasa y pierde su capital. Cuando se lleva a cabo un estudio sobre la industria, el segundo fondo

ya no está presente para responder a las preguntas. De modo que el estudio va a mostrar sólo el resultado de la primera empresa, con una tasa de rentabilidad de 100%. En las industrias riesgosas, la tasa de mortalidad tiende a ser más alta que el promedio. Por lo tanto, los resultados tienden a exagerar excesivamente la rentabilidad de los PEF pues en realidad sólo los supervivientes exitosos son tenidos en cuenta.

Una segunda salvedad es que después de que un PEF compra la participación mayoritaria de una empresa y la 'privatiza', el valor de los activos adquiridos por el fondo es difícil de determinar. El fondo puede registrar cuánto pagó por el capital accionario, pero no existe ninguna garantía de que realmente valga ese precio. Algunos PEF quedan simplemente inactivos como alternativa para volver a vender el capital accionario a pérdida. Entonces, cuando los estudios miden los activos de los PEF, tienden a contabilizar activos potencialmente sin valor como si todavía mantuvieran su precio original.

Una tercera salvedad se refiere al riesgo. Todas las inversiones financieras ofrecen combinaciones de riesgo y rentabilidad. Cuanto mayor es el riesgo, mayor será la tasa de rentabilidad que induzca al inversor a comprar ese activo en particular. Las mediciones contables de la rentabilidad no se encuentran ajustadas al riesgo, lo cual es particularmente grave en el caso de inversiones más riesgosas como las de los PEF.

Por último, la rentabilidad de los PEF no es lo mismo que la rentabilidad para el inversor, debido a que los operadores tienden a cobrar honorarios muy altos. De hecho, la estructura estándar incluye un honorario fijo como porcentaje del capital del fondo, una participación importante en las utilidades (generalmente 20% de las ganancias), así como otros honorarios de menor impacto.

A la luz de todos estos factores, no resulta nada sorprendente que a los operadores de PEF, o socios generales, les vaya tan bien, pero no suceda lo mismo con los inversores, o socios limitados. Phalippou y Zollo (2005) mostraron que, al fin de cuentas, los inversores en PEF habrían ganado menos de lo que tendrían si hubieran comprado la cartera de acciones del Standard and Poor's 500. En otras palabras, ganaron menos que el promedio del mercado. A. Metrick y A. Yasuda, por otra parte, mostraron en un estudio inédito de 2007 que a los operadores de fondos les había ido muy bien, habiéndose beneficiado más los operadores de buyouts que los operadores de private equities.

Conclusión

Cualquiera sea la última palabra sobre la relación costo/beneficio de la operativa de los PEF para la economía en su conjunto, los beneficios de estas inversiones para los fondos de pensiones ya pueden juzgarse como bastante dudosos en el mejor de los casos. De hecho, el propio riesgo debería constituir un factor decisivo para evitar que los fondos

de pensiones participaran en estos mercados. Las pensiones no son como otras clases de inversiones financieras, donde los inversores seleccionan parte de su superávit para hacer una apuesta. Las pensiones están destinadas a garantizar un nivel de ingreso mínimo que permita al pensionista mantener cierta calidad de vida. Los inversores ricos no invierten en fondos de pensiones porque generalmente tienen acceso a otras oportunidades más rentables. Los inversores en fondos de pensiones son las clases medias y, en los países más desarrollados, los trabajadores. Sus ingresos futuros no deberían ser el resultado del tipo de juegos de mercado practicado por los PEF o los hedge funds.

Esta inquietud crece ante la evidencia de que posiblemente el dinero de las y los trabajadores está siendo simplemente despilfarrado por estos fondos, dado que su desempeño, ajustado según se indica en la sección precedente, es insatisfactorio. (Aunque esto no impida que los operadores de fondos se queden con un gran bocado de las ganancias obtenidas).

Una regulación más estricta de las inversiones que se permite realizar a los fondos de pensiones es, por supuesto, una solución alternativa. La solución verdaderamente apropiada sería, por sobre todo, restituir la primacía del pleno empleo como meta social, tal como lo fue durante las primeras dos décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial, puesto que esto evitaría muchos de los problemas financieros de los sistemas de seguridad social. También existe la necesidad de fomentar un debate más amplio con todos los sectores de la sociedad en lo que respecta a las perspectivas del sistema de seguridad social, con el propósito de volverlo socialmente justo y económicamente sustentable. Desafortunadamente, el clima político continúa siendo desfavorable a este debate, ya que las ideas neoliberales acerca de las virtudes del mercado continúan siendo fuertes, particularmente entre los grupos políticos influyentes. En una situación como ésta, debería entonces explorarse una solución alternativa tendiente a evitar que los fondos de pensiones empeñen el futuro de los trabajadores por ganancias ilusorias a corto plazo. ■

Referencias

- Financial Services Authority (FSA), *Private Equity: a discussion of risk and regulatory engagement*, Feedback Statement 07/3, June 2007. Disponible en inglés en <www.fsa.gov.uk>
- Phalippou, L. y Zollo, M. (2005) *The performance of private equity funds*. Disponible en inglés en: <www.hhs.se/NR/rdonlyres/336D4661-3B58-4C4F-A106-F0BB326063EA/0/PerfPEOctober2005.pdf>

¹⁰ En realidad, los propios PEF podrían estar fomentando al menos algunos de estos cambios. Un reciente documento publicado por la autoridad británica encargada de regular la actividad financiera (FSA) observó que "la industria ha solicitado que Sir David Walker presida un grupo de trabajo de alto nivel para evaluar la pertinencia de los convenios de divulgación y la claridad y consistencia de las valoraciones y resultados empleados por las empresas británicas de equity funds. La intención es establecer un código de cumplimiento voluntario en estas áreas." (FSA, 2007, p. 4, énfasis del autor). Los PEF parecen estar intentando apropiarse de formas más hostiles de regulación oficial, al ofrecer imponer restricciones a su propio comportamiento a través de una autorregulación.