

LA DEBACLE DE ENRON Y LA CRISIS DE LOS FONDOS DE PENSIONES

El colapso de Enron ha arrojado una luz reveladora no sólo sobre la venalidad de los dirigentes empresariales, auditores y políticos, sino también sobre los perfiles del capitalismo «anglosajón» desregulado que ha surgido de la burbuja del mercado bursátil. También ha puesto de relieve la vulnerabilidad de las amplias capas de la población cuyas pensiones están ligadas al régimen de ahorro tan característico de la economía neoliberal. La debacle ha afectado no sólo a los empleados de Enron, sino también a decenas de millones de titulares de planes de jubilación 401(k)¹ y de planes de pensiones de beneficio definido. La codicia de los directores de Houston y su ansia por embolsarse enormes opciones sobre acciones mientras la empresa se hundía se vieron igualadas por las de muchos altos ejecutivos de otros centros, ilustrando a la perfección que el capital del que disponen ellos y otros importantes accionistas tiene diferentes derechos y cualidades que los ahorros de sus empleados. La impotencia de los trabajadores de Enron y de todos cuantos tenían invertidas sus pensiones en acciones y bonos de la empresa forma parte del funcionamiento normal del actual régimen de ahorro.

El hundimiento de Enron ha sido significativo no sólo por su dimensión –otros grupos empresariales como K-Mart o LTV contaban con más empleados y pensionistas–, sino porque representaba el mascarón de proa de la estrategia empresarial neoliberal, una prueba viviente de que

¹ Los planes de jubilación 401 (k), creados en 1981, fueron los primeros planes de contribución definida introducidos en Estados Unidos. A diferencia de los planes de prestación definida, que contemplan exactamente la cuantía de la futura pensión, en los planes de contribución definida el importe de la pensión futura depende del rendimiento obtenido por la inversión en los mercados financieros de las contribuciones efectuadas por el trabajador a lo largo de su vida laboral. [N. del T.]

la financiarización y la desregulación marcaban el signo del futuro. Eso era lo que hacía que un incansable propagandista del neoliberalismo como Paul Krugman se sintiera tan orgulloso de estar incluido en la nómina de la empresa (véase el artículo recuadrado adjunto). Enron estaba mucho más interesada en maximizar sus oportunidades comerciales que en la aburrida tarea de producir electricidad. Su fuerza provino no de la inversión productiva, las innovaciones o de su destreza en las operaciones de arbitraje², sino de la ingeniería financiera. En 2001, sin embargo, sus rivales le arrebataron los beneficios que obtenía de sus actividades comerciales, como consecuencia, quizá, de haber ocupado el primer puesto en el *ranking* del sector. Su incesante presión en pro de la desregulación reflejaba su deseo de escapar a la competencia ordeñando nuevas ubres.

Constituida en 1987 a partir de la fusión entre Houston Natural Gas e Internorth, dos empresas dedicadas al transporte de gas natural (gaseoductos), Enron instó y se benefició de la desregulación de los precios del gas y la electricidad que se produjo durante la década de 1990, transformándose de empresa proveedora en intermediaria energética, en una operación que cubrió cuatro continentes. A finales de la década dominaba el «campo» energético y los mercados de futuros que giraban alrededor del mismo así como de otros sectores, contando con más de 3.000 contratos derivados y futuros que iban desde la fibra óptica hasta la meteorología. En julio de 2001 *Fortune* la situaba como la séptima corporación estadounidense en cuanto a cifra de negocios, basándose en los ingresos reconocidos del año anterior. Parecía combinar lo mejor de lo «viejo» y lo «nuevo»: no una prometedora empresa *punto.com*, sino una compañía con activos tangibles –gaseoductos, centrales eléctricas, presas, etc.– que obtenía grandes ingresos de su actividad comercial.

Las múltiples conexiones políticas de Enron y de sus auditores/consejeros de Arthur Andersen le aseguraron la aprobación de una serie de desregulaciones a lo largo de la década de 1990. Kenneth Lay, el presidente de la compañía, repartía con largueza donaciones a los políticos de uno y otro partido. En enero de 1993, en los últimos días de la primera Administración Bush, la presidenta de la comisión Commodity Futures Trading, Wendy Gramm, esposa del senador Phil Gramm, hizo aprobar a instancias de Enron la norma que excluía explícitamente de la supervisión gubernamental los contratos sobre derivados y los *swaps* de cobertura de tipos de interés realizados por la industria energética, abriendo así a Enron la vía para la libre especulación en el mercado de futuros energéticos.

² Operación bursátil consistente en la compra y venta simultáneas, que permite realizar un beneficio obtenido de la diferencia existente en el precio de un mismo valor en mercados diferentes, o de valores diferentes pero comparables cotizados en un mismo mercado [N. del T.].

EL PROGRESO DEL E-HOMBRE

Paul Krugman

Fui consciente del retroceso de la burocracia de los negocios frente al mercado recientemente, cuando me uní al consejo de Enron, una empresa formada en la década de 1980 a partir de la fusión de dos operadores de gaseoductos. En los viejos tiempos, las empresas energéticas procuraban estar tan integradas verticalmente como fuera posible: propiedad de hidrocarburos en la base, los surtidores de gasolina, y en medio todo lo demás. Y Enron posee yacimientos de gas, gaseoductos e instalaciones, pero no está, ni trata de estar, verticalmente integrada. Compra y vende gas tanto en la fuente como en el destino, arrienda la capacidad de transporte de gas (y de electricidad) tanto a como de otras empresas, compra y vende electricidad, y en general actúa más como un intermediario y creador de mercado que como una empresa tradicional. Es algo parecido a la diferencia que existe entre los bancos de nuestros padres, que recibían el dinero de sus impositores regulares y lo prestaban a sus clientes regulares, y Goldman Sachs. Seguramente, el orgullo y la alegría de la empresa es una sala llena de hombres y mujeres, vestidos informalmente, observando las pantallas de sus ordenadores y hablando a gritos por teléfono, donde se comercian y empaquetan metros cúbicos y megavatios como si se tratara de derivados financieros (en lugar de a la CNBC, sin embargo, las pantallas de televisión están conectadas al Weather Channel). Toda la escena parece como si se hubiera concebido para ilustrar el fin de la empresa tal como la conocíamos.

¿Qué le ocurrió al hombre vestido con traje de franela gris? Sin duda fue, en parte, víctima del sexo (bueno, quiero decir género), las drogas y el *rock & roll*, es decir, del cambio social. Fue también víctima de la tecnología de la información, que acabó por deconstruir la empresa en lugar de reforzarla. Pero probablemente la fuerza mayor ha sido un cambio de ideología, el desplazamiento hacia políticas pro mercado. No es que el gobierno se haya retirado del mercado. Todavía hay quien apostaría a que, en un mercado telefónico completamente desregulado, las empresas de larga distancia comprarían compañías de acceso local y negarían a sus clientes el derecho a conectarse con sus rivales, y que el imperio del mal –o al menos el capitalismo monopolista– volvería a resurgir de nuevo. Sin embargo, lo que tenemos en su lugar en un número creciente de mercados –teléfonos, gas y electricidad hoy, probablemente sistemas operativos para ordenadores y accesos de alta velocidad a Internet mañana– es una combinación de la desregulación que hace entrar a nuevos competidores y de una regulación ortodoxa que impide que los intermediarios se dediquen a favorecer a unos o a otros, lo cual hace posible el funcionamiento sin trabas del mercado.

¿Quién lo habría imaginado? La economía del nuevo milenio se parece más a la visión de Adam Smith –o mejor aún, a la del economista victoriano Alfred Marshall– que al futuro corporativo que predijeron generaciones de lumbreras empresariales. Recupere usted esos viejos libros de texto del ático de su casa; son más pertinentes que nunca.

Reproducido de la revista *Fortune*, mayo de 1999.

La señora Gramm se ganó con ello un puesto en el consejo de administración del consorcio. Durante la Administración Clinton, las donaciones de cerca de dos millones de dólares a los demócratas supusieron para la empresa más de mil millones en préstamos subvencionados. Lay, que jugaba al golf con el presidente y tenía a su disposición el dormitorio Lincoln en la Casa Blanca, fue saludado por Clinton en mayo de 1996 como un buen «ciudadano empresario» aludiendo con ello a la política de personal de su empresa, que incluía la participación en los beneficios y generosas prestaciones en sanidad y jubilación³. El 12 de noviembre de 1999 Clinton firmó la Gramm-Leach-Bliley Act, con la que culminaba el proceso de desregulación, derogando la Glass-Steagall Act de 1933.

George W. Bush, por su parte, recibió medio millón de dólares en contribuciones a su campaña. Altos cargos de su Administración, incluyendo su consejero económico y el secretario de Defensa, también estaban en la nómina de Enron. A raíz de la crisis energética de California acaecida en el año 2000 creó un grupo de trabajo sobre política energética con su vicepresidente a la cabeza. Cheney –con el respaldo del presidente– se niega actualmente a hacer públicos ciertos documentos sobre su compromiso con Enron, pero otras fuentes han revelado que representantes de la empresa se entrevistaron con esa comisión en seis ocasiones y jugaron un papel clave para dar forma a sus conclusiones. (Ejemplo: «Incitar al secretario de Energía a trabajar con el Federal Energy Regulation Committee [Comité Federal de Regulación de la Energía] para aliviar las restricciones a la transmisión mediante propuestas de tarificación incentivadoras»). Kenneth Lay ofreció una lista de candidatos para trabajar en el FERC, dos de los cuales fueron efectivamente nombrados, uno de ellos como presidente⁴.

Cuando el Congreso estadounidense inició la investigación sobre el colapso de la empresa, se comprobó que de los 248 miembros del Congreso pertenecientes a los 11 comités de la Cámara de Representantes y del Senado implicados en la investigación, al menos 212 habían recibido dinero de Enron o de Arthur Andersen⁵. Esta última firma también había presionado enérgica y exitosamente, tanto en Washington como en Londres, para bloquear la legislación que prohibía a los auditores cobrar tasas de consultoría a sus clientes, con ayuda, entre muchos otros, del senador Joseph Liberman. En el Reino Unido, Arthur Andersen elaboró para el Tesoro un informe muy positivo sobre la Iniciativa de Financiación Privada,

³ Patrice HILL, «Clinton Helped Enron Finance Projects Abroad», *Washington Times* (semanario), 25 de febrero-4 de marzo de 2002.

⁴ Duncan CAMPBELL, «New Enron Scandal Link to Bush», *The Guardian*, 2 de febrero de 2002. El anterior presidente de la comisión también informó de que había recibido una llamada telefónica de Lay en la que éste le dijo que «a él y a Enron les gustaría mantenerme como presidente, pero que tendríamos que estar de acuerdo en cuanto a los principios».

⁵ Don Van NATTA, «212 Out of 248 on Congressional Panels Received Enron Donations», *International Herald Tribune*, 26-27 de enero de 2002.

tan apreciada por el Nuevo Laborismo, después de lo cual recibió un sustancioso contrato para una de estas iniciativas patrocinada por el gobierno, destinada a privatizar el metro londinense (proyecto al que se oponía enérgicamente el alcalde recién elegido de la capital).

Estas dos empresas contaban con la mayor estima oficial, no a pesar sino a causa de su hábil práctica del «capitalismo de compadreo». Juntas contribuyeron a configurar el mapa político. ¿Por qué entonces, cuando Enron inició el procedimiento de quiebra que se aproximaba a la bancarrota en diciembre de 2001, no se intentó organizar un rescate similar al que se montó para el Long Term Capital Management (LTCM) en 1998?

Aprendiendo del LTCM

Aunque la empresa funcionaba como una corporación financiera, no estaba sujeta ni a las normas de información de las sociedades y agencias de valores y bolsa ni a las condiciones de depósito de un banco. Sin embargo, los propios banqueros de Enron –entre ellos los gigantes JPMorganChase y Citibank– tienen que haber sido totalmente conscientes del relajado régimen del que gozaba su cliente y debían de contar con fuentes de información que no fueran los informes de los auditores. Sin embargo, estos bancos le proporcionaron grandes créditos. Podían hacerlo porque desplazaban gran parte del riesgo mediante un complejo proceso de ingeniería financiera, que implicaba la creación de dos tipos de instrumentos muy complejos: las obligaciones de deuda colateralizadas y la conversión de los préstamos en títulos respaldados por activos [*pooling of loans in asset-backed securities*]. Quienes compraban estos préstamos –sobre todo fondos de pensiones y fondos de inversión– obtenían importantes ganancias si se amortizaban en el plazo previsto, pero estaban expuestos a grandes pérdidas en caso de suspensión de pagos.

Como explicaba un informe del *Financial Times*, estos «productos financieros derivados cuyo activo subyacente son créditos» se hicieron muy populares entre las compañías de seguros y los gestores de fondos durante la década de 1990:

La Asociación del Mercado de Bonos estima que tan sólo en Estados Unidos el mercado de títulos respaldados por activos ha crecido desde 315.000 millones de dólares en 1995 hasta 1,084 billones en 2001. Las obligaciones de deuda colateralizadas crecieron globalmente desde 1.000 millones de dólares en 1995 hasta 300.000-400.000 millones en el último año [2001]. [...] Resulta cada vez más evidente que el régimen contable y el marco normativo existentes no estaban preparados para la explosión de la ingeniería financiera. [...] Enron era un caso clásico. [...] La preocupación de la Ley de Servicios Financieros por que las compañías de seguros no supieran del todo lo que estaban haciendo al comprar esos instrumentos

es plausible. Hasta las empresas financieras más sofisticadas han admitido que no les resultaba fácil entender los complejos instrumentos lanzados al mercado por Wall Street. [...] Debido a que algunos de los productos de transferencia de riesgos, como las obligaciones de deuda colateralizada, son créditos malos con apariencia de buenos, algunos fondos de pensiones y de inversión pueden haber invertido en productos que les exponían a un riesgo y volatilidad inesperados⁶.

En la comunidad financiera no faltaban quienes decían que se había aprendido la lección del LTCM y se habían adoptado precauciones. En 1998, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York intervino supuestamente porque si no lo hubiera hecho el colapso de aquel *bedge fund*⁷ habría tenido un efecto devastador sobre el sistema financiero. Muchos bancos, incluso algunos bancos centrales, utilizaban al LTCM para proteger sus posiciones; si se le hubiera permitido hundirse, los habría arrasado consigo. Fue en parte debido a esto por lo que el Banco de la Reserva Federal pudo persuadir a otros 14 bancos para que aportaran 3.600 millones de dólares como parte de la operación de rescate. La situación de Enron era muy diferente. Su quiebra supuso ciertamente enormes pérdidas, que llegaron quizás a los 60.000 millones de dólares, pero esta vez los bancos tuvieron más cuidado al jugar con la patata caliente de la deuda⁸. Las pérdidas se descargaron sobre las decenas de millones de empleados cuyos planes de jubilación 401(k) o cuyos planes de pensiones estaban invertidos en acciones de Enron; o bien, a través del fondo Osprey, en bonos de Enron; o en instrumentos derivados o «entidades de finalidad específica» como Jedi II y LCM II, así como sobre los propios empleados de la empresa. Cuando el secretario del Tesoro de Clinton, Robert Rubin, que ahora trabaja en Citigroup, llamó a su antiguo departamento para sugerir una operación de salvamento, se le dijo que la Administración «no la creía necesaria»⁹. El colapso de Enron no suscitó mayores preocupaciones, financieras ni de otro tipo¹⁰.

Pero sí que causó graves daños a muchos pequeños ahorradores. Los fondos de pensiones están demandando a Enron y Anderson como accionistas, pero quienes compraron instrumentos derivados sobre instrumen-

⁶ Charles PRETZLICK y Gary SILVERMAN, «What Goes Around», *Financial Times*, 31 de enero de 2002.

⁷ Los *bedge funds* son instituciones financieras que negocian con instrumentos diseñados para asegurar a los agentes de alteraciones no deseadas del precio de las monedas o de los tipos de interés. Estos instrumentos de aseguramiento se denominan en inglés *bedge* y los forman sobre todo los derivados financieros, como las opciones y los futuros, aunque los *bedge funds* operen también con otros tipos de activos financieros [N. del T.].

⁸ Nelson SCHWARZ, «Enron Fallout: Wide But Not Deep», *Fortune*, 31 de diciembre de 2001.

⁹ Joseph KAHN y Alessandra STANLEY, «Enron's Many Strands; Dual Role: Rubin Relishes Role of Banker as Public Man», *New York Times*, 11 de febrero de 2002.

¹⁰ Si uno de los bancos —entre los que JPMorganChase es el primer candidato— resulta finalmente amenazado a causa de las pérdidas acumuladas (también fue alcanzado por la crisis argentina), y fracasan sus tácticas proteccionistas, es muy probable que la Reserva Federal acuda en su ayuda.

tos de crédito relacionados con Enron también sufrieron enormes pérdidas. En total, los fondos de pensiones públicos perdieron entre 5.000 y 10.000 millones de dólares; los privados perdieron probablemente aún más. El plan de jubilaciones de los empleados del Estado de Florida se encontró con 325 millones de dólares menos en su contabilidad, ya que el gestor del fondo había seguido comprando cuando Enron se hundía. También se vieron castigadas las pensiones de los empleados públicos en Ohio, la ciudad de Nueva York y Georgia, y el fondo de pensiones y dotaciones de la Universidad de California perdió 145 millones de dólares¹¹. En general, estos fondos habrán tenido el cuidado de que su participación en las acciones de una empresa determinada no fuera tan grande como para que pudiera hacer mella en su rendimiento general más que en unos pocos puntos porcentuales. Pero algunos de ellos también habrán invertido en obligaciones de deuda colateralizadas relacionados con Enron o habrán sufrido la baja de las acciones de empresas que sufrían de «enronitis», como los propios bancos de la empresa, y otras compañías energéticas con prácticas contables sospechosas, con el consiguiente deterioro de su perfil de riesgo.

Enron animó calurosamente a sus propios empleados a que se convirtieran en inversores a gran escala. Cuando la empresa estalló, muchos descubrieron que al mismo tiempo que sus puestos de trabajo habían perdido todos sus ahorros. A finales del año 2000 más de la mitad de los 2.100 millones de dólares de activos de su plan de jubilaciones 401(k) estaba invertido en Enron. El 57 por 100 aproximadamente de los 21.000 trabajadores de Enron estaban inscritos en ese plan. Mientras que los miembros de la dirección vendieron acciones por valor de 117 millones de dólares en el periodo de enero a agosto de 2001, muchos empleados se encontraron con su participación congelada, bien por un ajuste técnico de dos semanas del programa 401(k) o porque no habían alcanzado la edad de cincuenta años, con lo que no satisfacían las condiciones del plan en cuanto a los requisitos de abandono sin penalización. Fiel a su reputación de benefactor de la comunidad y patrón considerado, una de las filiales de Enron, Portland General Electric, contrató a psicólogos para consolar a sus afligidos trabajadores. Entretanto, como informó el *New York Times*, la caída en picado de las acciones había volatilizado también los ahorros de muchos empleados de las empresas Nortel Networks, Lucent Technologies y Global Crossing, debido a que también habían invertido demasiado en acciones de sus empleadores¹².

Algunos fondos de pensiones —entre ellos el California Public Employees' Retirement System (Calpers) y el plan de pensiones de los profesores de

¹¹ Elizabeth WINE, «Florida Looks to Join Legal Battle», *Financial Times*, 31 de enero de 2002.

¹² Richard A. OPPEL JR., «Employees' Retirement Plan is a Victim as Enron Tumbles», *New York Times*, 23 de noviembre de 2001. El total de ventas de acciones por parte de los ejecutivos de Enron procede de la página web del *Houston Chronicle*, 15 de enero de 2002.

Arkansas— también habían invertido en las tristemente célebres participaciones fuera de balance o en las «entidades de finalidad específica», las llamadas Raptor I, II y III o Jedi I y II. Estas últimas ocultaban los pasivos y permitían a Enron practicar negocios consigo misma. En la junta de accionistas de LJM celebrada en octubre de 2001 se informó de que sólo el 11 por 100 de sus transacciones se habían realizado con empresas que no fueran Enron o sus filiales. ¿Por qué estaban dispuestos los gestores de los fondos de pensiones a arriesgar los ahorros de sus representados con medidas tan aventuradas? Algunos puede que se sintieran halagados por la posibilidad de invertir en la que consideraban una empresa punta: Calpers obtuvo un 23 por 100 de rentabilidad de los 250 millones de dólares con los que había contribuido a la creación de Jedi I en 1993, pero tuvo problemas cuando intentó recuperar su inversión tres años después; finalmente se le convenció de que convirtiera su reclamación en una participación de 500 millones de dólares en una nueva empresa interpuesta de tipo Raptor¹³. Otros se debieron de sentir tranquilizados por la compañía de socios financieros muy respetados: «Merrill Lynch estaba a cargo de la publicidad de uno de esos conglomerados, LJM2 Co-Investment. Según las demandas y contrademandas presentadas ante un tribunal de Delaware este mes, muchos de los nombres más destacados del mundo financiero —incluidos Citigroup, JPMorganChase, CIBC, el Deutsche Bank y el Dresdner Bank— formaban parte del accionariado, directa o indirectamente, cuando Enron inició el procedimiento de quiebra»¹⁴.

Maximización de beneficios y financiarización

La presión sobre Enron para embellecer sus resultados provenía en parte de las exorbitantes expectativas creadas en torno a sus beneficios, que fueron creciendo en el transcurso de las décadas de 1980 y 1990. El objetivo de obtener invariablemente un rendimiento *anual* de dos dígitos parecía propio de timoratos. Pero si bien la burbuja especulativa permitió algunas inversiones reales en nuevas tecnologías, en general el frenesí de la compra de acciones mató más proyectos de los que suscitó. En

¹³ *Ibid.* Véase también Rebecca SMITH y John EMSHWILLER, «Fancy Finances Were the Key to Enron's Success and Now to Its Distress», *Wall Street Journal*, 8 de noviembre de 2001.

¹⁴ Andrew HILL y Stephen FIDLER, «Enron Ties Itself Up In Knots, Then Falls Over», *Financial Times*, 30 de enero de 2002. La mayoría de los analistas de la parte vendedora empleados por las corporaciones financieras permanecieron tozudamente optimistas acerca de Enron hasta octubre de 2001. Los grandes fondos de pensiones no deberían haberse dejado engañar por el notorio desvarío de los analistas de Wall Street, pero les persuadió el hecho de que los principales bancos estuvieran tan implicados en la promoción y venta de participaciones en Enron. Véase Joshua CHAFFIN y Stephen FIDLER, «CSFB Team Played Key Role in Setting Up Enron Partnerships», *Financial Times*, 4 de marzo de 2002. En su libro *The Pursuit of Happiness* (Londres, 2000) Robert Kelsey, un banquero neoyorquino de origen británico, ofrece un vívido aunque algo novelesco análisis de los intentos de un banco británico de prestar dinero a Hardon, un suministrador de energía de Houston, en el que es el banco el que propone un complejo laberinto de «opciones sobre *swaps*».

el sector de los servicios públicos este enfoque condujo al establecimiento de requisitos demasiado rigurosos para la realización de proyectos de inversión: el capital invertido en una nueva central eléctrica o para mejorar la red de distribución podía tardar más de una década en ser rentable, ofreciendo además una tasa de rentabilidad que era tan sólo la mitad de la que los ingenieros financieros consideraban interesante. Esto fue lo que originó la crisis energética de California en el año 2000. El *Financial Times* comentó: «No cabe duda de que la desregulación de la energía en California ha dado malos resultados. [...] Los economistas consideran la crisis como signo adicional de que, tras años de baja inversión, la infraestructura del Estado no está en condiciones de mantener el crecimiento»¹⁵. En diciembre de 2000, cuando una tercera parte de los generadores del Estado tuvieron que cerrar para ser sometidos a reparaciones, los principales abastecedores de electricidad, Edison y PG&E (ahora en quiebra), anunciaron que querían elevar los precios en un 20 por 100. El fiscal del Estado ha abierto una querrela en la que acusa a la empresa PG&E de haber desviado más de 4.000 millones de dólares de sus cuentas desde 1996¹⁶.

La baja rentabilidad de sus áreas de negocio principales ha hecho que muchas empresas optaran, como Enron, por la financiarización, lo que les permitía practicar una contabilidad cosmética y abreviar en los beneficios obtenidos en operaciones de endeudamiento de baja calidad. Los productos derivados sobre instrumentos de crédito se pueden basar tanto en el endeudamiento de los consumidores como en el de las corporaciones, proporcionando el primero intereses particularmente altos. General Electric, a través de su filial GE Capital, obtiene casi tanto del crédito al consumo, de la deuda empresarial y de los arrendamientos financieros como de la producción de motores para aviones y bienes de consumo duraderos. Citigroup, que descargó hábilmente sobre otros gran parte del riesgo asumido al invertir en Enron, compró en septiembre de 2000 Associates First Capital por la impresionante suma de 31.000 millones de dólares. Algunos alzaron las cejas con extrañeza al enterarse de que un gigante financiero como Citigroup –el mayor banco de Estados Unidos– se interesaba por una empresa conocida por sus «préstamos depredadores» a los pobres y que había engordado desplegando, como decía *The Economist*, «las tácticas de los prestamistas usureros y de los estafadores»¹⁷. La adquisición por parte de Citigroup le permitió prestar con un interés del 20 por 100 el dinero que le habían proporcionado sus inversores. Durante los años de la burbuja bursátil muchos consumidores, animados por el creciente valor de sus planes de jubilación 401(k), contrajeron deudas derrochando en nuevos artículos de consumo. Aunque la mayoría puede que escapara a las zarpas de Associates First Capital, muchos incurrieron en deudas derivadas de sus tarjetas de crédito que les costarían

¹⁵ Christopher PARKES, «Power Failure», *Financial Times*, 27 de diciembre de 2000.

¹⁶ Tim REITERMAN, «State Sues Parent of Troubled PG&E», *Los Angeles Times*, 11 de enero de 2002.

¹⁷ «Predatory Lending in America», *The Economist*, 10 de marzo de 2001.

un 20 por 100 de interés anual. Al elevarse el endeudamiento de los consumidores hasta el 116 por 100 de sus ingresos en 2001, el sector financiero contaba con una compensación tangible para enjugar otras pérdidas¹⁸.

Ideologías del accionariado

Algunos autores han argumentado que una década de chifladura generalizada por el mercado de valores ha creado una «cultura inversora de masas» interiorizada por amplias capas de la población, que las ha conducido hacia soluciones individuales basadas en el mercado para todos los problemas. Por ejemplo, Adam Harmes advierte que no es tanto la difusión de la propiedad de acciones como la «naturalización del mercado bursátil en la vida cotidiana» lo que ha cambiado los valores y supuestos intereses de empleados y votantes, alimentando con ello la predisposición a proseguir la privatización y desregulación. Señala que publicaciones como *Business Week* y *Fortune* han ganado un gran número de lectores y que en televisión han proliferado los canales dedicados a los negocios. De esa forma, las «normas y prácticas del capital financiero» se han insertado profundamente en los ahorradores y pensionistas «de un modo que una bajada en el mercado de valores no puede destruir»¹⁹.

No caben muchas dudas de que efectivamente se ha producido esa difusión de la «cultura inversionista»; pero en las circunstancias de lo que yo he llamado «capitalismo gris», la conclusión de Harmes es demasiado pesimista²⁰. El clamor popular en los meses que siguieron al colapso de Enron no dejó a salvo instituciones ni individuos. Los banqueros y auditores que habían permitido que los directores de la empresa contrataran elevados créditos y pusieran en peligro los fondos de jubilación de sus propios empleados —y de muchos otros— fueron objeto de acusaciones demoleadoras (JPMorganChase también se vio amenazado por querellas por tergiversar sus tratos con Enron). Pocos eran los que pretendían «naturalizar» la adquisición de *stock-options* por parte de los ejecutivos o la sucesión de fraudes contables que se puso de manifiesto. En la prensa financiera se reconocía ampliamente que las negligencias en la gestión de Enron se daban también en muchas otras compañías, que eso sólo había sido posible gracias a la complicidad de sus auditores, abogados y banqueros y que la empresa había comprado a casi todos los políticos importantes.

La debacle puso de relieve una serie de casos en los que la industria de los servicios financieros no estuvo a la altura de las circunstancias. La

¹⁸ Robert BRENNER, «La expansión económica y la burbuja bursátil», *NLR* 6 (enero-febrero de 2001), pp. 72-107.

¹⁹ Adam HARMES, «La cultura de la inversión de masas», *NLR* 9 (julio-agosto de 2001), pp. 117-138.

²⁰ Robin BLACKBURN, «El nuevo colectivismo: reforma de las pensiones, capitalismo gris y socialismo complejo», *NLR* 2 (mayo-junio de 2000), pp. 21-82.

auditoría Lax contribuyó a las quiebras de Cendant, Sunbeam, Waste Management y Global Crossing (por cada dólar que las «cinco grandes» firmas auditoras ganaban en su trabajo nominal, obtenían 2,69 dólares como honorarios por su actividad consultora)²¹. La oficina de Nueva York del Credit Suisse First Boston fue multada con 100 millones de dólares por cobrar comisiones ilegales a sus clientes durante la burbuja bursátil. Goldman Sachs fue denunciado por la Bolsa de Tokio por 8.000 operaciones ilegales. En Londres, Merrill Lynch Investment Managers tuvo que avenirse a pagar al fondo de pensiones Unilever 70 millones de libras para compensar la deficiencia crónica de su gestión y sus bajos rendimientos. En los cuatro años anteriores al colapso de Enron más de 700 empresas estadounidenses se han visto obligadas a rehacer sus cuentas²².

El asunto Enron también ha suscitado un cúmulo de propuestas tendentes a obligar a rendir cuentas a los consejos directivos, a establecer nuevas estructuras de regulación, a reducir el riesgo de los trabajadores frente al destino de su empresa, a reforzar las normas de información, a garantizar la independencia de los auditores, etc. Aunque es muy probable que las consecuencias legislativas sean extraordinariamente modestas, las cuestiones sometidas a discusión tienen implicaciones de largo alcance. Al poner en cuestión el funcionamiento de casi todas las instituciones clave y la práctica de las corporaciones estadounidenses, la consecuencia final de la crisis de Enron no ha sido la «naturalización» del funcionamiento del sistema, sino que por el contrario ha ofrecido un ácido retrato del cinismo y la codicia de la elite, capaz de sacrificar y sustraer los ahorros de millones de empleados. Muchas instituciones prestigiosas se han demostrado venales y ciegas y lo mismo ha sucedido con un buen número de políticos.

Los de dentro y los de fuera

Enron ha cristalizado otras ansiedades, muy generalizadas, sobre las perspectivas de los fondos de pensiones y los planes de jubilación 401(k). Cuando grandes empresas como Global Crossing, K-Mart y LTV iniciaron el proceso de quiebra poco más o menos al mismo tiempo, los planes de jubilación de sus empleados resultaron igualmente dañados. Incluso aquellos cuyos patronos estaban lejos de la quiebra podrían encontrarse con sus fondos de pensiones tremendamente disminuidos. La prensa económica ha tratado de consolar a los participantes en esos fondos prometiéndoles que la recuperación estaba próxima; pero consciente de que podría pasar mucho tiempo antes de que efectivamente llegue, criticaba

²¹ Michael PEEL y Joshua CHAFFIN, «Big Five Uncomfortable in the Spotlight», *Financial Times*, 4 de marzo de 2002.

²² John LABATE, «CSFB May Herald Rash of Wall St Fines», *Financial Times*, 23 de enero de 2002; «Witnesses Break Silence on MLIM», *Financial Times*, 25 de febrero de 2002; «The Lessons from Enron», *The Economist*, 9 de febrero de 2002; «A Bleak Winter for Credit Suisse», *International Herald Tribune*, 12 de febrero de 2002.

despiadadamente a los individuos y a las instituciones que habían permitido que se produjera el desastre. La amargura era lo bastante profunda como para sugerir nuevos posicionamientos: «Durante mucho tiempo pensamos que el conflicto fundamental en el capitalismo era el que enfrentaba a propietarios y trabajadores —escribía un comentarista—, pero Enron demuestra que el conflicto principal opone a los que están dentro y los que están fuera. Los perdedores en el caso Enron son tanto los trabajadores como los propietarios de títulos»²³.

Dentro se encuentran ciertamente JPMorganChase y el Citibank, que descargaron sus arriesgados créditos a Enron sobre las compañías de seguros y los gestores de los fondos y finalmente sobre un gran número de titulares de planes de pensiones: los que están fuera. Millones de trabajadores son ahora beneficiarios indirectos o a pequeña escala de los fondos, pero siguen estando fuera por su falta de control real sobre los activos puestos a su nombre, ya se trate de un plan de jubilación 401(k) o de un plan de beneficio definido. Los planes 401(k) pueden estar invertidos en gran parte en acciones de la propia empresa, como sucedía en Enron. Incluso si no lo están, a los empleados se les suele pedir que elijan entre un menú selecto de fondos, restringido a los principales abastecedores comerciales, y son estos últimos los que pueden decidir si usar o ignorar el poder de voto de los trabajadores como participantes en el fondo.

En los planes de empresa son los patronos quienes suelen nombrar a los administradores de los fondos, incluyendo a menudo a un representante oficial de la empresa, quien selecciona posteriormente a los gestores del fondo. Los administradores están obligados legalmente a invertir el dinero como lo haría un «experto prudente», pero como el nivel de prudencia y experiencia requerido es el de la propia industria de servicios financieros, el resultado final es propinar un nuevo impulso al poder de las grandes corporaciones financieras que ofrecen servicios de gestión de fondos: Morgan Stanley, Merrill Lynch, Fidelity, State Street, Barclays Global Investors, etc. Esos gigantes necesitan empresas no financieras que les proporcionen oportunidades de negocio, y por eso no suelen hacer un uso agresivo de su poder como representantes del poder delegado de los accionistas. En cualquier caso, los bancos obtienen más beneficios de las operaciones de aseguramiento y de su asesoramiento en la realización de fusiones y adquisiciones que de la propia gestión de fondos.

En cuanto a los titulares de pólizas, su influencia sobre los administradores es bien pequeña, y menor aún sobre los gestores de los fondos. La mayoría de los fondos del sector público y algunos de los planes del sector privado conceden cierto grado de representación a los sindicatos, pero siguen obligados por la regla del «experto prudente». En la gran mayoría de los planes son los patronos quienes dictan las reglas y esta-

²³ E. J. DIONNE, «Shareholders and Workers in the Same Camp», *Washington Post*, 20 de febrero de 2002.

blecen tratos con las corporaciones financieras. Los servicios de gestión de fondos ofrecidos por estas últimas se supone que están separados por «murallas chinas» de los servicios bancarios y de inversión que también suelen ofrecer, pero el efecto general es lo que Allen Sykes denomina «doble déficit de responsabilidad», a expensas del titular del plan de pensiones y del accionista (nominal)²⁴.

No es nada nuevo que las grandes corporaciones e instituciones financieras utilicen la palanca del capital financiero para distribuir los recursos en manos de los pequeños ahorradores –Rudolf Hilferding señaló un fenómeno similar en su estudio clásico hace ahora casi un siglo–, pero hoy en día los fondos de pensiones constituyen la fuente principal de ahorros de la «gente modesta», y si bien las cantidades individuales acumuladas por la mayoría de los empleados son pequeñas, sumadas constituyen una sustanciosa porción de la propiedad de títulos. Los activos de los fondos de pensiones estadounidenses en diciembre de 2000 estaban ligeramente por encima de los 7 billones de dólares, tan sólo 300.000 millones por debajo de la riqueza total de los millonarios del país. Sería un error pensar que los propietarios de títulos carecen de poder real. Durante las décadas de 1980 y 1990 fueron capaces de establecer el criterio del «valor del accionista» como principal objetivo de las corporaciones y también de imponer la sustitución de muchos altos ejecutivos en una serie de empresas (GM, Coca-Cola, etc.). Pero en el tira y afloja entre altos ejecutivos y grandes accionistas los primeros se han asegurado unas «compensaciones» tan desmesuradas –tanto en forma de *stock options* como de salarios– que a veces han llegado incluso a dañar el valor de las acciones. Dado que las instituciones financieras suelen ser renuentes a obligar a sus ejecutivos a rendir cuentas, los accionistas «activos» más eficaces han sido fondos de pensiones del sector público como Calpers o el Sistema de Jubilaciones de Arkansas, que mantienen sus propios equipos de analistas. Paradójicamente, han sido con frecuencia estos fondos los que han defendido las normas capitalistas más estrictas²⁵.

En febrero de 2002 el *Business Week* publicó una historia de portada sobre «El inversor traicionado» en la que informaba de que el 81 por 100 de los inversores tenía poca confianza en los dirigentes de los «grandes negocios» y que estaban «irritados y desilusionados»²⁶. El informe tendía a

²⁴ Allen SYKES, *Capitalism for Tomorrow: Reuniting Ownership and Control*, Oxford 2000. Sykes escribe como un hombre de negocios con amplia experiencia en ese terreno.

²⁵ Michael Useem escribe: «El desafío a la revolución de los gerentes se produjo introduciendo un elemento novedoso. El poder de la propiedad resurgía de nuevo, pero sin proceder de los empresarios creadores de la compañía. [...] El nuevo ejercicio de los derechos de propiedad provino, por el contrario, de los inversores institucionales más importantes, de los especialistas en adquisiciones hostiles y de los financieros profesionales», *Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization*, Cambridge 1993, pp. 243-244. En cuanto al papel desempeñado por los fondos de pensiones, véase Teresa GHILARDUCCI, *Labor's Capital*, Cambridge, MA, 1992, y Robert REICH, *The Future of Success*, Nueva York, 2001.

²⁶ *Business Week*, 25 de febrero de 2002.

eludir la diferencia entre los especuladores ávidos a muy corto plazo, castigados por su excesiva temeridad, y la gran masa de titulares de planes de jubilación 401(k) y otros planes similares, que estaban ahorrando para su jubilación y no tenían intención de «jugar en el mercado». La gran mayoría de los 45 millones de titulares de planes 401(k) nunca cambian de proveedor y raramente alteran la composición de su cartera (una de las razones por las que los fondos de pensiones gastan tanto en publicidad es que saben que cuando se hacen con un nuevo cliente pueden mantenerlo a su lado durante toda su vida). Y es esa gente la que ahora se siente robada por quienes se encargan de gestionar sus ahorros. *Business Week* observaba inquieto que muchas de esas personas pertenecían a «la generación que creció durante la época de las protestas y el activismo social» e informaba sobre una encuesta entre «inversores profesionales» revelando que, incluso entre quienes trabajan para la industria de los fondos, el 43 por 100 estaba «muy preocupado» ante los efectos potenciales derivados de que «se informase ampliamente sobre el fraude». Lo más probable es que ellos mismos poseyeran información privilegiada y fueran conscientes de que algo andaba mal, confiando, no obstante, en ganar de todas formas y sintiéndose confortados por el pensamiento de que todo el mundo estaba profundamente implicado en la situación.

Cuando se destapó el escándalo Enron, se habló mucho de la complejidad diabólica de las estrategias contables «agresivas» de la empresa. Ciertamente, en sus negocios había aspectos complejos; pero las imposturas practicadas por sus ejecutivos y amparadas por sus auditores y banqueros se contaban en su mayor parte entre las astucias más manidas de los defraudadores financieros. Cabría esperar que algún analista un poco competente e independiente observara la gran diferencia que había entre los ingresos declarados y los recursos de tesorería realmente disponibles; que sospechara que los «*swaps* vacíos» y la contabilidad de «ganancias-sobre-ventas» estaban alimentando artificialmente la facturación; que se preocupara por el propósito de los acuerdos de participación no recogidos en el balance de situación; que se preguntara si era correcto anotar los créditos como cobertura o intercambios comerciales. La mitad de Wall Street estaba implicada en la venta de participaciones en Raptor, Chewco, Jedi, LMJ y otras empresas similares, o en la enajenación de bonos de Osprey²⁷. Es la codicia y la confianza en los números, no la astucia diabólica, lo que explica el éxito de Enron en engañar a tantos²⁸.

²⁷ «Enron Ties Itself Up in Knots», *Financial Times*, 30 de enero de 2002; David Kay JOHNSON, «How Offshore Havens Helped Enron Escape Taxes», *New York Times*, 18 de enero de 2002; Daniel ALTMAN, «How Enron “Hid” Debts in the Open», *International Herald Tribune*, 18 de febrero de 2002; James K. GLASSMAN, «Even Amateurs Can Detect Problems by Counting the Cash», *International Herald Tribune*, 18 de febrero de 2002.

²⁸ Jim Chanos, que dirige el *hedge fund* Ursus Partners, se olió el pastel aproximadamente un año antes del colapso de Enron, mencionando a la compañía como el primer objetivo en su ponencia «Bears in Hibernation» presentada en la conferencia celebrada en Miami en febrero de 2001. Chanos tenía menos acceso a las finanzas de Enron que los grandes ban-

¿Un desplazamiento hacia la inversión social?

Hasta los fondos de pensiones más «activistas» y en mejor situación para saber lo que estaba sucediendo en Enron prefirieron no dar la alarma en su momento. Como hemos visto, Calpers supo que algo iba mal en los acuerdos de participación no recogidos en balance cuando tuvo dificultades para retirar su capital en 1996. Sabía que el alto ejecutivo financiero de Enron Andrew Fastow trabajaba también para LMJ3 y en diciembre de 2002 decidió no participar en el acuerdo. Pero pese a su reputación de crítico severo de la gestión de las grandes empresas, Calpers no hizo nada por dar a conocer sus preocupaciones. A raíz del escándalo Enron, no obstante, ese fondo de pensiones decidió que debía limpiar su imagen; en febrero de 2002 anunció que iba a retirar todas sus inversiones en Tailandia, Malasia, Indonesia y Filipinas, debido a su preocupación por la situación social de esos países. Un informe explicaba: «La última iniciativa de Calpers se debe a una revisión de sus criterios sobre “países permisibles”, que por primera vez conceden igual importancia tanto a cuestiones relativas a las normas laborales como a la regulación del mercado, la protección de las inversiones y la transparencia contable»²⁹. Otro informe añadía que Calpers iba a utilizar ahora criterios éticos también para enjuiciar a las empresas estadounidenses y señalaba que su anterior anuncio había provocado que cayera el valor de las acciones en Filipinas, Tailandia y Malasia³⁰.

Fueran cuales fueran los motivos de Calpers, su bandazo hacia una actitud socialmente responsable no carece de importancia; se trata de uno de los mayores fondos de pensiones del mundo, que gestiona activos por un valor de 151.000 millones de dólares por sí mismo y que da empleo a otros gestores de fondos. Pero su decisión encierra ciertas ambigüedades. ¿Cabe suponer que empleará su influencia en beneficio de los trabajadores del sureste asiático? ¿Trata con ella de cerrar las bocas de sus críticos o responde quizás a un proteccionismo disfrazado? Esas y otras preguntas requieren respuesta, pero en cualquier caso la iniciativa de Calpers representa una gran victoria para el movimiento en favor de la responsabilidad

cos, lo que no es óbice para que observe: «Nuestra experiencia nos dice que la contabilidad de registrar beneficios a partir de las ventas crea una irresistible tentación en los gestores de la empresa, intensamente incentivados con opciones y propietarios de una cuota importante de la propiedad, a crear ingresos del aire» (Jonathan LAING, «Ursus Major», *Barron's*, 28 de enero de 2002).

²⁹ «Calpers' Asian Retreat a Victory for Ethics», *Financial Times*, 22 de febrero de 2002.

³⁰ «US Pension Fund Slashes Holdings in Southeast Asia», *International Herald Tribune*, 22 de febrero de 2002. Calpers, además de su complicidad en las artimañas no registradas en el balance de situación de Enron, tiene otra razón para limpiar su imagen: todavía se está recuperando del enfrentamiento público protagonizado por sus administradores sobre si a su principal gestor de inversiones se le debería permitir ganar más que cualquier otro funcionario público del Estado (su salario era de 260.000 dólares, una bicoca de acuerdo con los estándares de Wall Street). «Investment Chief at Calpers Quits After Ruling on Pay», *New York Times*, 14 de noviembre de 2001.

social de la inversión, y si se mantiene se podrá refinar y mejorar. Los países que se hallan en el punto de mira mantienen zonas especiales de exportación en las que prácticamente no existe protección alguna para la fuerza de trabajo. En conjunto se cree que hay unos 27 millones de obreros que trabajan en condiciones de extrema dureza en aproximadamente un millar de Zonas Económicas Especiales en todo el mundo³¹. La proscripción de las organizaciones sindicales en esas zonas ha venido siendo una de las preocupaciones principales del movimiento contra la superexplotación [*sweatsbops*], y la decisión de Calpers es obviamente un éxito para esa campaña, aunque habrá que seguir cuidadosamente su puesta en práctica y sus eventuales consecuencias.

Como derivación secundaria de la crisis de Enron, la inversión social ha obtenido al menos una victoria simbólica. La decisión de Calpers, conviene señalarlo, se produjo en un momento en que los países del sureste asiático estaban comenzando a atraer nuevas inversiones, tras el *crash* de 1998. A veces se piensa que los titulares de planes de pensiones insistirán ante todo en la tasa de beneficio, sea cual sea la fuente de éste. Pero no hay pruebas que lo demuestren. Los trabajadores de industrias peligrosas o dudosas, por otra parte, a menudo defenderán lo que están haciendo contra cualquier ataque, ya que lo que está en cuestión es su puesto de trabajo y no simplemente un hipotético punto porcentual o dos del dinero que recibirá cuando finalmente se jubilen. De forma parecida, a veces son los consumidores los defensores más ardientes de la extracción de petróleo en el Ártico y un bajo nivel impositivo sobre los hidrocarburos, mientras que los fondos de pensiones tienen otras alternativas donde elegir. El boicot a las acciones de una empresa es menos eficaz que la presión del accionariado en favor de mejores prácticas; el grupo ICEM de los sindicatos mineros y de la energía ha movilizado la capacidad de los fondos de pensiones para cambiar la política de Riotinto, con prometedores resultados iniciales³².

Infrafinanciación planificada

Como era de prever, el entusiasmo del *Wall Street Journal* por los planes de jubilación 401(k) –uno de los grandes inventos del capitalismo moderno– permaneció impassible mientras éstos se hundían a raíz de la debacle de Enron:

Hay riesgos en cualquier inversión que trate de beneficiarse de la prosperidad capitalista estadounidense. Los viejos acuerdos sobre pensiones fijas

³¹ Naomi KLEIN, *No Logo*, Londres, 2000, p. 205 [ed. cast.: *No Logo*, Barcelona, Paidós, 2002]. Los miembros de otro fondo, TIAA-CREF que ofrece sus servicios a los académicos estadounidenses, también están presionando a favor de un planteamiento socialmente responsable (quien se halle interesado puede contactar con Neil Wollman: njwollman@manchester.edu).

³² Para más detalles al respecto, véase la página web de ICEM.

tan defendidos por las brigadas anti401(k) comportan el riesgo de que toda la empresa, o la industria, sufra pérdidas. Esas provisiones para pensiones quedan entonces infrafinanciadas, lo que es peor para los trabajadores que no disponen en absoluto de opciones de diversificación. Basta preguntar a los trabajadores del acero estadounidenses³³.

El *Wall Street Journal* tenía en esto cierta razón, aunque eso confortará poco a los aproximadamente 40 millones de titulares de planes de pensiones de beneficio definido. El drama de decenas de miles de trabajadores del acero estadounidenses, atrapados en los cinturones industriales de West Virginia y Ohio, era al menos tan penoso como el de los ex empleados de Enron. Se encontraron con que la reclamación de los titulares de planes de beneficio definido sobre los activos de la compañía era imposible de ejercer cuando realmente lo necesitaron, esto es, cuando su empresa fue a la quiebra. La Pension Benefit Guaranty Corporation estadounidense, establecida en 1984 para evitar que las quiebras empresariales dejaran a sus trabajadores sin sus derechos, permitía a veces a las empresas en serias dificultades demorar o eludir su contribución al fondo de pensiones, lo que en cierto sentido constituía una especie de «política industrial» que les permitía sobrevivir a una mala racha. En la década de 1980, la tolerancia de la PBGC probablemente ayudó a algunas empresas a sobrevivir salvando durante algún tiempo los puestos de trabajo. Pero de hecho esa política duplica el riesgo de los empleados y ampara la mala gestión de los directivos. En noviembre de 2001 veinticinco empresas del acero estadounidenses estaban operando bajo las cláusulas del Capítulo 11; en casi todos los casos sus fondos de pensiones quedaron seriamente dañados. LTV amenazó con la quiebra que luego llevó a cabo, echando la calle a 7.500 trabajadores y originando una pérdida de prestaciones a 52.000 jubilados, ya que el seguro de la PBGC no cubre todos los aspectos de un plan de empresa³⁴.

La política industrial no debería comprometer los ahorros de los trabajadores para mantener a flote empresas en un sector en declive. En la práctica, los planes de beneficio definido tienden a esa situación casi tanto como los planes de jubilación 401(k) dominados por los patronos. Son los activos de la compañía patrocinadora los que se supone que proporcionan la garantía para una pensión futura ligada al salario del empleado. En muchas empresas antiguas, el fondo de pensiones vale más que la propia empresa, de forma que su financiación tiene un gran impacto sobre la salud de la compañía. Cuando parece que una empresa podría hundirse, los sindicatos y la Administración, por muy rígidos que sean, le permitirán tomarse unas vacaciones fiscales, ya que la alternativa sería la quiebra y dejar a los empleados sin trabajo. Sin embargo, ese desfase con-

³³ «Raiding your 401(k)», *Wall Street Journal*, 20 de diciembre de 2001.

³⁴ Robert Guy MATTHEWS, «LTV Seeks to Shut Down Its Operations, Asks Court Approval for Sale of Assets», *Wall Street Journal*, 21 de noviembre de 2001.

duce inexorablemente a un plan de pensiones infrafinanciado. Ése es el dilema que afrontaron los trabajadores del acero estadounidenses y muchos otros titulares de planes de beneficio definido del sector privado.

El Steelworkers Union [Sindicato de Trabajadores del Acero] ha reclamado que los trabajadores ejerzan un mayor control sobre sus fondos de pensiones y que puedan utilizar los activos para diversificar la economía de las regiones deprimidas³⁵. Cuando una gran empresa quiebra, no hay razón para que también se abandonen sus instalaciones y su infraestructura social, que es la sentencia que suele dictar el mercado. La inversión en el sistema educativo de una región, en sus comunicaciones y en sus infraestructuras de investigación y cultural puede elevar las perspectivas de crecimiento económico, como muestran las experiencias del Ruhr, Baviera, Quebec, Cataluña y la Emilia Romagna. Pero ni un mayor control de los trabajadores ni la inversión social resolverán por sí mismos los problemas que subyacen a la crisis de las pensiones. El profundo declive de las contribuciones de los patronos significa que existe una clara falta de recursos en la cúpula del deteriorado régimen de gestión de las pensiones. Más allá de esto se plantea el interrogante general de cómo pagar una pensión decente a los jubilados actuales y mantener al mismo tiempo reservas suficientes para que puedan alcanzar a un número mucho mayor de personas en el futuro.

El pánico de las pensiones británicas

En Gran Bretaña, el déficit de los fondos de pensiones originado por las vacaciones fiscales de los empresarios durante el *boom* del mercado de valores ha sido uno de los factores en la incipiente crisis de las pensiones que disparó el pánico de febrero de este año. Cada vez más, las empresas –incluidos nombres tan sonoros como BT, Sainsbury, Whitbread, ICI y LloydsTSB– han venido cancelando sus planes de pensiones de beneficio definido. Para el *Financial Times* ello constituía un aviso ominoso de la inminente destrucción de planes que afectaría a 8 millones de empleados, con efectos comparables a los de la «abrogación de obligaciones sanitarias» que barrió el sector empresarial estadounidense en la década de 1980: «Para muchos titulares –los que andan por la cuarentena o la cincuentena– eso será como un robo. Se rompe un contrato según el cual el puesto de trabajo daba derecho a una pensión. Legalmente es probable que las empresas cuenten con argumentos suficientes, aunque la cuestión todavía debe resolverse en los tribunales»³⁶.

³⁵ De hecho los trabajadores de acero estadounidenses han patrocinado algunas investigaciones interesantes sobre el alcance de los fondos de pensiones gestionados por los trabajadores; véase Archong FONG, Tessa HEBB y Joel ROGERS (eds.), *Working Capital: the Power of Labor's Pensions*, Ithaca y Londres, 2001.

³⁶ Nicholas TIMMINS, «Pension Decisions That Ministers May Pay For», *Financial Times*, 11 de febrero de 2002.

La creciente conciencia de la crisis se demostró en los titulares de primera página de los periódicos populares británicos, así como de la prensa financiera. El *Daily Mail*, autodenominado «voz de la clase media inglesa», lanzó una campaña en torno a la cuestión:

La creciente escala de la crisis de las pensiones se revela hoy cuando las cifras muestran que durante la última década uno de cada tres planes empresariales se ha ido al garete. Esa revelación viene a sumarse a los temores que está afrontando toda una generación de hallarse al final sin una jubilación decente. [...] Sorprendentemente, 58.000 planes de empresa se han visto afectados³⁷.

El *Daily Mail* insistía con un suplemento de cuatro páginas titulado «Vergonzosa traición de todas nuestras esperanzas» y un manifiesto que pedía, entre otras cosas, que se protegieran los planes de «salario final» (esto es, de beneficio definido) y se reformara su administración:

Millones de quienes han ahorrado pensando en sus pensiones se ven atrapados en planes de viejo cuño cargados con impuestos y penalizaciones. En primer lugar, hay que eliminar todas las penalizaciones por transferencias. [...] En segundo lugar, todos las gravámenes y penalizaciones disfrazados deben eliminarse para acomodar esos contratos con los intereses del partícipe.

La cancelación de los planes de empresa convencionales de beneficio definido golpea ante todo a los trabajadores del sector privado, pero las pensiones del sector público son cada vez más vulnerables, en la medida en que la frontera entre lo público y lo privado se ha visto derribada por la contratación externa y la privatización. La decisión de cancelar esos planes fue propiciada por varios acontecimientos. El desmoronamiento del mercado de valores fue uno de ellos; un titular del *Financial Times* decía en enero: «El peor año para los gestores de fondos desde 1975», mientras que un informe sobre las 500 mayores empresas realizado por la firma de consultoría William Mercer revelaba que el 52 por 100 de éstas había sufrido una reducción en sus activos destinados a la financiación de las pensiones debido a que el descenso en el valor de las acciones había borrado el efecto de las contribuciones aportadas³⁸. La retirada del respaldo de la Advance Corporation Tax también había desempeñado cierto papel. Pero un factor crítico ha sido la introducción de un nuevo mecanismo contable conocido como Financial Reporting Standard 17. Esta norma contable, promulgada en noviembre de 2000 y que contempla un plazo para entrar en vigor de tres años, estaba concebida para poner de

³⁷ Darren BEHAR y Matt KOVAC, «Pensions: the Crisis Deepens», *Daily Mail*, 20 de febrero de 2002.

³⁸ Philip COGGAN, «Accounting Rule Will Unbalance Company Assets», *Financial Times*, 22 de febrero de 2002.

manifiesto los costes del compromiso empresarial en la financiación de las pensiones de sus empleados, valorando los activos del fondo al precio actual, pero descontando los pasivos por el rendimiento de los bonos de la empresa. Cualquier déficit debería quedar registrado en el balance de situación.

Dado que, como hemos visto, los fondos de pensiones son con frecuencia mayores que la propia empresa que los patrocina, la Financial Reporting Standard 17 puede tener un impacto enorme sobre la cuenta de resultados. ICI, una de las empresas que debía cancelar su plan de pensiones a comienzos de 2002, ha registrado un déficit en su plan de pensiones de 453 millones de libras a tenor de las reglas de la FRS 17. La respuesta reflejaba el éxito de los empresarios británicos al reclamar la custodia legal de los planes de pensiones que patrocinaban, mientras que, como señalaba el *Financial Times*, la reorientación hacia planes de contribución definida probablemente reducirá bruscamente las cantidades aportadas por las empresas: «El hecho brutal es que cuando los empresarios llevan a cabo la reorientación tienden a contribuir menos»³⁹. Además, quienes se inclinen por un plan de contribución definida pueden muy bien encontrarse con una disminución continua de sus anualidades cuando lleguen a la jubilación.

En el Reino Unido, las preocupaciones en torno a las pensiones se vieron agravadas por la confusión y la decepción ante los intentos de reforma del gobierno. Las adhesiones a su pensión participativa han sido muy escasas. Pocas de las 570.000 pólizas contratadas en 2000 provenían de la gente de ingresos más bajos –el grupo al que estaban destinadas– y muchas no eran sino conversiones de otros planes⁴⁰. Ni los empresarios ni los proveedores se mostraban entusiasmados con los términos que habían sido obligados a aceptar y el gobierno ha evitado al extremo la obligatoriedad. Los otros ingredientes del nuevo régimen –especialmente el crédito a las pensiones– combinaban una gran complejidad con la amenaza de inspecciones generalizadas. En febrero de 2002 el ministro encargado de las pensiones, Alistair Darling, se sintió obligado a responder a la creciente confusión y ansiedad encargando dos nuevos estudios que cubrían todos los aspectos de la política de pensiones. Según declaró, no habría «áreas “prohibidas”»: las pensiones del Estado podrían incluso ser diferidas dejando sin efecto los créditos a las pensiones y las garantías recién creadas⁴¹.

³⁹ *Ibid.*

⁴⁰ Andrew BOLGER, «Stakeholder Schemes Fail to Reach Targets», *Financial Times*, 8 de enero de 2002.

⁴¹ Nicholas TIMMINS, «Pensions Industry Braced for Radical Shake Up», *Financial Times*, 15 de febrero de 2002.

Rutas hacia la privatización

La quiebra de Enron habría tenido menos impacto si otros 85 millones de trabajadores estadounidenses no se hubieran visto personalmente expuestos debido a sus propios planes de pensiones. Precisamente dos semanas antes de la publicación del informe de la comisión de Bush sobre la Seguridad Social, su hundimiento constituyó un importante revés para la privatización del sistema estadounidense de pensiones públicas, ya que los ex empleados de Enron se encontraban ahora con que «sólo podían recurrir a la prestación de jubilación de la seguridad social», y la insistencia en que incluso esa pensión básica podría quedar expuesta a los vaivenes de Wall Street encontró una fuerte resistencia popular. El propio Bush se sintió obligado a pedir protección para los planes de pensiones, medidas de contabilidad más estrictas y requisitos de transparencia más rigurosos en su discurso sobre el estado de la Unión tras la crisis de Enron. Sin embargo, esas medidas, en sí mismas limitadas, van a ser puestas en vigor por Harvey Pitt, el nuevo director de la Securities and Exchange Commission (SEC) [Comisión del Mercado de Valores], que trabajó como representante de las firmas de contabilidad cuando éstas derrotaron los intentos de impedir que los auditores cobraran honorarios por su actividad de consultoría a las empresas que auditaban.

Desde la publicación en 1994 del informe del Banco Mundial *Averting the Old Age Crisis [Prevenir la crisis de la tercera edad]*, la estrategia neoliberal habitual con respecto a las pensiones ha sido la privatización a través de lo que podría denominarse la vía de la «acumulación tributaria» por la que todos los trabajadores se ven legalmente obligados a crear «cuentas individuales» para sí mismos con un proveedor comercial. Sin embargo, la resistencia de la opinión pública –ciertamente intensificada por el escándalo Enron– ha hecho políticamente problemática esa opción. En el Reino Unido se está estudiando una vía alternativa, la de la «privatización implícita». En febrero de 2002 un editorial del *Financial Times* recomendaba desechar la compleja legislación que el ministro británico encargado de las pensiones había incorporado tan recientemente al derecho vigente. En su lugar, argumentaba, el gobierno debería practicar una «cirugía radical», eliminando la segunda pensión pública, elevando gradualmente hasta los setenta años la edad mínima de jubilación para obtener la pensión pública básica y disminuyendo al mismo tiempo su nivel «hasta proporcionar únicamente los recursos básicos para vivir»⁴². Esto, según argumentaba el *Financial Times*, proporcionaría un poderoso incentivo para ahorrar y trabajar a cualquiera capaz de hacerlo. Bush, entretanto, trata de acelerar su plan de desviar de la Seguridad Social los impuestos sobre las rentas del trabajo reconduciéndolos a «cuentas individuales». Al debilitar el modelo público, este dispositivo sentará las bases para una privatización total posterior, como recomienda el Banco Mundial. Pero la

⁴² «Back to Beveridge», *Financial Times*, 18 de febrero de 2002.

comisión de Bush sobre Seguridad Social también anunció la posibilidad de recortar prestaciones eliminando la indización de las pensiones según los ingresos.

El capital financiero, tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido, podría considerar que esa reducción de las prestaciones públicas –elevando la edad mínima de jubilación o, en el caso estadounidense, debilitando su vinculación a los ingresos– podría constituir una alternativa aceptable al planteamiento preceptivo del Banco Mundial, ya que los trabajadores se verían obligados a ahorrar más en planes privados y seguirían trabajando, en caso de poder hacerlo, más allá de los sesenta años. La «privatización implícita» –congruente con la tradición del Estado del bienestar «liberal residual»– podría a la postre entregar un volumen equivalente de negocio a la industria de los servicios financieros. Recortar las prestaciones públicas en el contexto de un inminente pánico sobre las pensiones puede parecer políticamente imprudente, pero es el tipo de reforma que podría llevarse a cabo mediante una sucesión de enmiendas aparentemente inocuas, que, sorteando a los votantes, podrían encontrar menor resistencia que la extensión de la privatización obligatoria. Mientras sigan siendo rechazadas las «cuentas individuales», este planteamiento podría constituir una opción de recambio viable⁴³.

Algunos defensores de la privatización de la Seguridad Social en Estados Unidos han tratado de argumentar el supuestamente mayor rendimiento que los fondos de pensiones privados han generado en las últimas décadas en comparación con la «tasa de rentabilidad» de las contribuciones a los Seguros Federales procedentes del impuesto sobre las rentas del trabajo. Sus cálculos suelen emplear una forma peculiar de «contabilidad generacional» en la que los impuestos y prestaciones de cada cohorte de edad quedan sujetos a un procedimiento de descuento muy elaborado⁴⁴. Se trata de un modelo contable similar al de Enron o al de la FRS 17 británica: todos ellos ponen de manifiesto la fascinación por un modelo de mundo aplanado y financierizado, en el que el futuro se repliega sobre el presente por medio de dispositivos de descuento. Enron utilizó el criterio contable de las «ganancias-sobre-ventas» para hacer entrar en sus libros los ingresos futuros descontados que se suponía que iba a seguir ganando durante muchos años. La FRS 17 fue diseñada por el Accounting Standards Board [Comité de Normas Contables] para obligar a todas las empresas a «valorar a precios de mercado actuales» sus activos y pasivos invertidos en pensiones, utilizando –como hemos visto– el rendimiento de los bonos como tipo de descuento para estos últimos (a las empresas británicas se

⁴³ Aunque se ha abogado por la privatización flexible, un reciente estudio efectuado por Paul WALLACE, «Time to Grow Up», *The Economist*, 16 de febrero de 2002, se inclina, sin embargo, hacia el modelo del Banco Mundial.

⁴⁴ Dean BAKER y Mark WEISBROT, *Social Security: the Phoney Crisis*, Chicago, 2000, contiene un análisis y una crítica de la «contabilidad generacional».

les había concedido previamente más flexibilidad de la que disponen las empresas estadounidenses en la elección del tipo de descuento). Dejando a un lado, si es que se puede, el recurso al despedazamiento y al fraude, el modelo de contabilidad de Enron, del FRS 17 y de la «contabilidad generacional» representa una lógica peculiar del capital que reduce despiadadamente las posibilidades de futuro. Pero la implosión de Enron y el pánico suscitado por las pensiones muestran el peligro sistémico y la indignación popular que ese programa puede provocar.

Sir David Tweedie, director del ASB, está empeñado en establecer un Consejo de Normas Contables Internacional, cuya tarea consistiría en supervisar un nuevo régimen global de contabilidad. Se supone que llevará tan lejos como sea posible el planteamiento de «valorar a precios de mercado». El CNCI, que ya apoyan los bancos centrales, también recibe dinero de grandes empresas. El año pasado uno de sus portavoces –Paul Volcker, antiguo presidente de la Reserva Federal– se dirigió a Kenneth Lay para pedirle una contribución para esa buena obra⁴⁵.

Lo que el modelo de contabilidad generacional no registra es que las pensiones gestionadas de acuerdo con el sistema de reparto no tienen por qué estar sujetas a ese tratamiento: muchos las consideran un método con el que financiar las pensiones de sus padres y, en cuanto a sí mismos, esperan que la generación de sus hijos le ampare del mismo modo. Como planteamiento de una pensión básica es algo completamente válido y no le afecta la crítica de la contabilidad generacional.

Pero el sistema de reparto no asegura por sí mismo, en una sociedad envejecida, que la creciente factura de las pensiones tanto secundarias como básicas pueda satisfacerse. El capital financiero arroja una pesada losa sobre los años futuros, planteando grandes reclamaciones sobre ingresos futuros –ya se trate de capital o de deuda– y reduciendo los ingresos tanto de los trabajadores como de los pensionistas. La definición de una vía para prefinanciar pensiones secundarias para todos podría ayudar a minimizar las reclamaciones de los capitalistas o rentistas sobre las rentas futuras. Si la política de inversión de los fondos ayudara a promover la sostenibilidad y la justicia social, las generaciones futuras se hallarían en una situación mucho mejor para cubrir los costes de una sociedad envejecida.

Los empleados públicos del Estado de California cuyos ahorros invierte Calpers son afortunados por ser miembros de un plan público que soporta unos gastos de gestión bajos. Quienes participan en planes privados pagan tres o cuatro veces más que ellos. En el Reino Unido, las autori-

⁴⁵ Michael PEEL, «Accounting Board Faces Enron Effect», *Financial Times*, 15 de febrero de 2002. Según ese informe, «la empresa envió una comunicación interna sugiriendo que estaba dispuesta a dar dinero si eso podía influir sobre la política del Consejo».

dades públicas hablan ahora de deshacerse de sus planes de beneficio definido, aduciendo los elevados costes de los mismos. La creciente tendencia mostrada por las grandes empresas a abandonar sus planes de beneficio definido exacerba todavía más el problema de la financiación. La crisis refleja problemas que se derivan tanto del entorno económico creado tras el pinchazo de la burbuja bursátil como de las contradicciones inherentes del capitalismo gris. Aunque se extremara la normativa vigente como respuesta al escándalo de Enron, el poder irresponsable de la industria financiera permanecería intacto.

El pánico de las pensiones refleja la creciente conciencia de que los patronos han estado defraudando a sus trabajadores a gran escala. Dejando a un lado exageraciones y alarmismos, la escasez de financiación se verá exacerbada por el envejecimiento de la población. Las pensiones públicas se hallan justo por encima del nivel de la pobreza –por debajo, para muchas mujeres ancianas– y sólo el 50 por 100 de los trabajadores cuentan con una cobertura secundaria. Por esta razón, la crisis sólo puede resolverse a medio largo plazo hallando sustanciales fuentes de financiación alternativa. A algunos les pareció que la «cultura de la inversión de masas» de la década de 1990 prometía una solución. Hoy día esa esperanza se ha visto cruelmente desengañada.

Cómo salvar el déficit de financiación

El colapso de Enron, el deficiente estado de los restantes planes de empresa y la infrafinanciación y las lagunas de la provisión pública de pensiones exigen que se planteen alternativas. Hay muchos expertos en pensiones que ahora apoyan la prefinanciación de las pensiones públicas. En Gran Bretaña, Tony Lynes ha urgido la prefinanciación de las pensiones públicas secundarias relacionadas con el salario, una idea adelantada por Richard Titmuss en la década de 1950⁴⁶. En Estados Unidos, entre los defensores de la prefinanciación de la Seguridad Social se encuentran Alicia Munnell (Boston College), Peter Diamond (MIT) y Joseph Stiglitz (Columbia)⁴⁷. La resistencia frente a esa idea proviene de la industria de servicios financieros, que teme una pérdida de negocio, y de la extrema derecha, que rechaza que se dote de poder financiero a las instituciones a cargo de las pensiones públicas. Existe cierta posibilidad de elevar las tasas contributivas para los mejor pagados, pero para poder ofrecer pensiones secundarias a todos se precisa otra fuente de fondos, que preferi-

⁴⁶ Tony LYNES, *Our Pensions: a policy for a Labour Government*, Londres, 1996.

⁴⁷ Peter DIAMOND (ed.), *Issues in Privatizing Social Security, Report of an Expert Panel of the National Academy of Social Insurance*, Cambridge, MA, 1999; Peter ORSZAG y Joseph STIGLITZ, «Rethinking Pension Reform: Ten Myths about Social Security Systems», en Robert HOLZMANN y Joseph STIGLITZ (eds.), *New Ideas About Old Age Security: Toward Sustainable Pension Systems in the 21st Century*, Washington, 2001.

blemente no sean los ingresos tributarios generales, ya sometidos a muchas otras exigencias.

Involuntariamente, los altos ejecutivos han hallado un instrumento –las *stock options*– del que se podrían derivar las enormes sumas necesarias para dar cobertura a la provisión de las futuras pensiones, tanto para los empleados de las empresas como para la ciudadanía en su conjunto. En efecto, esas opciones sobre acciones, combinadas a menudo con créditos blandos, representan un regalo de la empresa a sus altos ejecutivos y a sus empleados favoritos⁴⁸. La legislación, al mismo tiempo que restringe severamente tales opciones, podría exigir que todas las empresas públicamente cotizadas distribuyeran acciones equivalentes al 10 o al 20 por 100 de los beneficios anuales al fondo fiduciario de la Seguridad Social (en Estados Unidos) o a un combinado de las juntas nacionales y regionales de pensiones (tanto en el Reino Unido como en Estados Unidos).

Esta exacción de acciones no retraería fondos de los recursos de tesorería, imponiéndose un periodo –digamos, de cinco años– antes de que pudieran venderse. A las empresas les resultaría más fácil contribuir y más complicado procurarse exenciones cuando estuvieran en dificultades. Se restauraría así la contribución de las empresas asegurando que todas ellas aportaran su parte, lo que además sería del todo compatible con su salud financiera. Esa exacción de acciones, a diferencia del impuesto sobre sociedades, no se trasladaría a los consumidores en forma de elevación de precios. Aunque este tipo de activo puede ser útil para las futuras necesidades de las pensiones, no sería adecuado para satisfacer la provisión social actual. Las juntas de pensiones podrían desarrollar libremente sus propias políticas de inversión, quedando sometidas, sin embargo, a una estrecha auditoría social. Representarían a todos los interesados en las pensiones que se generarían. Necesitarían de asesores especializados en inversión y de expertos actuariales, que serían proporcionados en algunos casos por las instituciones académicas y de investigación y en otros por los planes autogestionados existentes en el sector público. Las acciones procedentes de esa exacción se distribuirían a las juntas o consejos regionales procurando evitar que los trabajadores tuvieran una proporción muy elevada de sus ahorros invertida en su propia empresa⁴⁹. El efecto general sería reducir los derechos de capitalistas y rentistas sobre las futuras corrientes de renta y conceder a las juntas de pensiones una gran influencia sobre las condiciones de trabajo y los programas de inversión.

Como pueden apreciar los lectores, el enfoque esbozado sería bastante próximo a los fondos de asalariados propuestos por Rudolf Meidner en la

⁴⁸ Véase Robert BRENNER, «La expansión económica y la burbuja bursátil», cit., pp. 89-90.

⁴⁹ Ofrezco alguna información sobre cómo podría funcionar esto en *Banking on Death or Investing in Life: the History and Future of Pensions*, de próxima publicación en Verso, junio de 2002.

década de 1970, que se pusieron parcialmente en práctica en Suecia durante la de 1980⁵⁰. Aunque el volumen de la exacción de acciones en aquel caso quedó limitado por el gobierno de Olof Palme, proporcionó sumas considerables, lo que demuestra que ese planteamiento puede funcionar. Meidner encontró formas de asegurar que las multinacionales no escaparan a la exacción manipulando o exportando los beneficios que habían obtenido en Suecia. Cuando los fondos fueron congelados en la década de 1990 por un gobierno conservador, los activos en su poder se utilizaron para establecer una serie de institutos de investigación, lo que contribuyó a la posición relativamente fuerte que Suecia ocupa en la economía del conocimiento. Tal como se pusieron en práctica, no obstante, los fondos de asalariados no tenían ni el tamaño ni la fuerza necesarios para emprender una política industrial propia⁵¹. Un nuevo régimen de pensiones necesitaría encontrar mayores recursos y dotarse de poderes más robustos.

La utilización de una exacción de acciones para ayudar a financiar un sistema de pensiones secundario universal y el establecimiento de juntas regionales democráticas para las pensiones que pudieran poner en práctica sus propias estrategias económicas constituirían el tipo de medidas capaces de complementar y reforzar medidas antiglobalización como la tasa Tobin y los presupuestos participativos. El pánico de las pensiones anglosajón que se ha verificado en 2002 debería entenderse como parte de un panorama internacional que incluye el movimiento huelguístico francés de noviembre-diciembre de 1995 y la movilización popular que derrocó al gobierno de Fernando de la Rúa en Argentina en el mismo mes en que colapsó Enron. Los ataques a las pensiones y a los ahorros suscitan gran odio hacia los responsables de los regímenes correspondientes. El Reino Unido tuvo un anticipo de esto en 2000, cuando un aumento irrisorio de 75 peniques en las pensiones estatales provocó tal desafío a la Administración del Nuevo Laborismo que ésta se vio obligada a virar antes de que terminara el año. Tales acontecimientos sugieren que la cuestión de las pensiones ofrece el terreno adecuado para un encuentro beneficioso entre antiglobalizadores y sindicalistas, gente mayor y nuevos movimientos sociales; entre aquellos cuyos ahorros han sido saqueados y quienes nunca podrán ahorrar.

⁵⁰ El plan original se esboza en Rudolf MEIDNER, *Employee Investment Funds: An Approach to Collective Capital Formation*, Londres, 1978.

⁵¹ Las razones de la frustración en última instancia provocada por la política industrial patrocinada por el movimiento obrero y los fondos de asalariados en Suecia se exponen en Jonas PONTUSSON, *The Limits of Social Democracy: Investment Politics in Sweden*, Ithaca, 1992, especialmente pp. 127-161, 186-219. Véase también Jonas PONTUSSON, «Sweden: After the Golden Age», en Perry ANDERSON y Patrick CAMILLER (eds.), *Mapping the West European Left*, Londres, 1994.