



NUESTRAS VIDAS EN SUS CARTERAS DE INVERSIÓN

CÓMO LOS GESTORES DE ACTIVOS DOMINAN EL MUNDO

Brett Christophers

© Brett Christophers, 2023.
© de esta edición, Traficantes de Sueños, 2025.

Edición original: *Our Lives in Their Portfolios. Why Asset Managers Own the World*,
Londres / Nueva York, Verso, 2023.

© 2025, de esta edición, Traficantes de Sueños.
Licencia Creative Commons: Reconocimiento-NoComercial-SinObraDerivada 4.0
Internacional (CC BY-NC-ND 4.0)

Primera edición en castellano: Abril de 2025.

Título: Nuestras vidas en sus carteras. Cómo los gestores de activos dominan el mundo.

Autor: Brett Christophers.

Traducción: Paula Martín Ponz.

Maquetación y diseño de cubierta: Traficantes de Sueños.

Traficantes de Sueños

C/ Duque de Alba, 13. 28012, Madrid.

Tlf: 915320928. [e-mail:editorial@traficantes.net]

Impresión:

Cofás artes gráficas

ISBN: 978-84-19833-35-8

Depósito legal: M-6472-2025

NUESTRAS VIDAS EN SUS CARTERAS DE INVERSIÓN

CÓMO LOS GESTORES DE
ACTIVOS DOMINAN EL MUNDO

BRETT CHRISTOPHERS

TRADUCCIÓN

PAULA MARTÍN PONZ

prácticas cōnstituyentes

traficantes de sueños

ÍNDICE

ABREVIATURAS	13
INTRODUCCIÓN	15
Summer House	15
Propietarios del planeta	19
La era de la gestión de activos	23
Del «gestor de activos capitalista»...	26
... a la sociedad de gestión de activos	29
I. LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE ACTIVOS: UNA GUÍA BÁSICA	35
El fondo de inversión	35
Una cápsula informativa: la ecología de la industria	41
Los contornos de la sociedad de gestión de activos	46
La sociedad de gestión de activos en vivo	55
¿Quién paga y cómo paga?	59
Remuneración de los directivos	63
El papel de la ingeniería financiera	69
II. CÓMO SURGIÓ LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE ACTIVOS	77
Blackstone en Berlín	77
Antes de los agitados años noventa	79
El establecimiento de la sociedad de gestión de activos: 1990-2007	85
Tras la crisis financiera: expansión y extensión	102
III. UN MAPA DE LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE ACTIVOS	121
Ventanas al mundo	121
Activos	124
Geografías	143
Empresas	154
IV. LOS COSTES	167
Aguas turbulentas	167
¿Utopía o distopía?	169
«Capital riesgo»	172
¿Financiarización?	185
Sobre las vidas de los fondos de activos reales	190
El alborotado mundo de los activos	195
Las reglas de oro de la sociedad de gestión de activos	200
Un trágico horizonte	212

V. ¿QUIÉN SALE GANANDO?	215
Los líderes	215
¿Compartiendo el botín?	220
¿De quién es el capital?	230
Retornos desiguales	239
Gestión de activos y extractivismo fiscal	241
VI. EL FUTURO	253
Problemas, problemas...	253
La sociedad de gestión de activos después de la pandemia	254
Qué pasa con los países más pobres	260
Crisis tras crisis	264
El retorno de la inflación	285
Sigue el rastro del dinero	291
AGRADECIMIENTOS	297

Lo que hacemos, lo hacemos entre bastidores.
Nadie sabe que estamos ahí...

Bruce Flatt, director ejecutivo
de Brookfield Asset Management

ABREVIATURAS

ASG: Medioambiente, sociedad y gobernanza
APP: Alianza público privada
APPR: Société des Autoroutes Paris-Rhin-Rhône (Francia)
ASCE: American Society of Civil Engineers
AUM: Activos bajo gestión [*Assets Under Management*]
BAM: Brookfield Asset Management
BREIT: Blackstone Real Estate Income Trust
BREP: Blackstone Real Estate Partners
BRT: Sistema de autobús rápido; a grandes trazos está compuesto por vehículos de transporte de pasajeros, articulados con otras líneas y que utilizan un sistema de carriles de tránsito reservado al transporte de pasajeros de este tipo [*Bus Rapid Transit*]
BTR: Construcción para el alquiler [*Built To Rent*]
CEO: Director ejecutivo [Chief Executive Officer]
COP26: Conferencia de las Naciones Unidas sobre cambio climático del 2021
CPP: Plan de pensiones de Canadá [Canada Pension Plan]
CPPIB: Junta de inversiones del Plan de pensiones de Canadá [Canada Pension Plan Investment Board]
DfE: Departamento de Educación (RU)
FMI: Fondo Monetario Internacional
G20: Grupo de los veinte
G7: Grupo de los siete
GIIA: Global Infrastructure Investor Association
GIP: Global Infrastructure Partners
GND: Green New Deal o pacto verde
GP: Gestores de fondos de capital privado (en los que los inversores depositan su dinero y confianza para que inviertan)
GSE: Empresas patrocinadas por el gobierno [*Government-Sponsored enterprise*]
HUD: Departamento de vivienda y desarrollo urbano de EEUU [Department of Housing and Urban Development (US)]
IFC: International Finance Corporation, institución perteneciente al Banco Mundial

IIJA: Bipartisan Infrastructure Law
INREV: Asociación Europea de Inversores en Vehículos Inmobiliarios No Cotizados
MAP: Macquarie Airports
MEIF3: Macquarie European Infrastructure Fund III
MIM: Manulife Investment Management
MIRA: Macquarie Infrastructure and Real Assets
MKIF: Macquarie Korea Infrastructure Fund
MOIC: Múltiplo sobre capital invertido [*Multiple on Invested Capital*]
MSIP: Morgan Stanley Infrastructure Partners
OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OMERS: Ontario Municipal Employees Retirement System
OPV: Oferta Pública de Venta
PFI: Iniciativa de financiación privadas (RU)
PGII: Partnership for Global Infrastructure and Investment
PIF: Fondo soberano de Arabia Saudí [*Public Investment Fund*]
PPA: Contrato de compraventa de energía
PSERS: Pennsylvania Public School Employees' Retirement System
REIT: Real Estate Investment Trust; en España Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI)
RTC: Resolution Trust Corporation (EEUU)
S&L: Cajas de ahorros [*Savings and Loan*]
SEK: Corona sueca
SHP: Swedish Hospital Partners
SIB: Washington State Investment Board
SMG: Gobierno municipal de Seúl
SPV: Vehículo de propósito especial
SVT: Sveriges Television
TIR: Tasa Interna de Retorno
UKIB: Banco de Infraestructuras del Reino Unido

INTRODUCCIÓN

Summer House

Una gran parte de las historias que nos hablan del mundo moderno se cuentan a través de la lente de Silicon Valley, la famosa región ubicada en el extremo sureste de la bahía de San Francisco. Hogar de las principales empresas tecnológicas del planeta, el Valle ha llegado a un estatus tal, al menos para bastante gente, que muchos lo asumen, nada más y nada menos, como una metonimia del capitalismo contemporáneo, un símbolo de su incesante dinamismo, ingenio y potencial para la creación de riqueza, fuente de gran parte de la innovación que impulsa el crecimiento económico nacional y global.

Si en vez de la lente de Silicon Valley utilizásemos otra, la historia que se contaría del mundo moderno sería muy diferente; vamos a contar esta otra historia a través de la lente de un lugar poco conocido unos cincuenta kilómetros al noroeste del Valle, situado directamente al otro lado de la bahía. Junto a Oakland y al abrigo del Bay Bridge se encuentra la isla de Alameda, hoy hogar de unas 7.000 personas. En el barrio de Woodstock, que fue una de las primeras zonas de la isla en ser colonizada, hay un complejo de apartamentos bastante anodino compuesto por 17 edificios y 615 viviendas. Colindando con la calle Poggi al oeste y la avenida Buena Vista al sur, dicho complejo se llama hoy Summer House. A su manera, constituye también, por su misma existencia, una metonimia del mundo moderno.

Construido originalmente a mediados de la década de 1960 como Buena Vista Park Apartments, a principios de la década de 1990 las viviendas de Summer House eran conocidas por el nombre de Bridgeport Apartments. Estas y sus inquilinos —eran (y todavía son) casas de alquiler— estaban a punto de embarcarse en un agitado viaje que ya dura varias décadas.

La segunda mitad de la década de 1990 y los primeros años del nuevo milenio representaron un largo y prolongado periodo de desinversión y decadencia. La propiedad, como el escritor de la zona Rasheed Shabazz

recordaría más tarde, permitió que se deteriorase hasta que la ciudad designó un grupo de trabajo dedicado a abordar las repetidas infracciones del reglamento urbano.¹ Shabazz sabía de lo que hablaba: su familia vivió allí durante dicho periodo. «Todos los inquilinos de este complejo de 615 viviendas», decía el editorial de un periódico local en 2004, «parecen tener historias de terror sobre su propietario: problemas de fontanería y bajantes, problemas eléctricos, techos con goteras, electrodomésticos rotos...».²

Ese año, 2004, resultó ser definitivo y seminal en la historia del complejo. En pleno verano, y de repente, todos los inquilinos recibieron avisos de desalojo, y a pesar de presentar una increíble resistencia frente al mismo —y de haber recibido un apoyo considerable por parte de secciones del gobierno local— tras apenas doce meses, todos y cada uno de ellos habían sido expulsados, incluyendo la familia de Shabazz.

Mientras tanto, los alquileres seguían subiendo, y no han dejado de hacerlo. A principios de la década de 2000, antes del desalojo masivo, los inquilinos pagaban alrededor de 1.100 dólares mensuales por alquilar un vivienda de dos dormitorios. A finales del 2006, los precios por una vivienda de dos dormitorios no bajaban de los 1.425 dólares.³ Sin embargo, durante la crisis financiera de 2007-2009, y de la mano de la crisis de ejecuciones hipotecarias que siguió inmediatamente después, los alquileres disminuyeron temporalmente. Por ejemplo, en 2010, alquilar volvió a ser un poco más barato y se podía conseguir un piso pequeño de dos habitaciones por 1.299 dólares; pero, desde principios de la década del 2010, los precios se han disparado vertiginosamente. En 2015, lo mínimo que podías esperar que pidieran por dos dormitorios eran 1.900 dólares.⁴ Hoy en día los dos dormitorios tienen un precio de salida de 2.350 dólares y a veces superan los 3.500 dólares.⁵

Y el aumento de los precios no ha sido la única presión sufrida por los inquilinos. «Además del aumento de los alquileres», relataba Shabazz en 2018, «muchos residentes expresaron su preocupación por las condiciones de vida. En una reunión reciente, los residentes compartieron historias sobre aguas residuales, alimañas y goteras y reparaciones que tardan años en realizarse».⁶ Tampoco es que hubiese desaparecido el espectro de los desahucios, al contrario. Un estudio de 2016 realizado por el Anti-Eviction Mapping Project [Proyecto de mapeo antidesalojos] contabilizó

¹ R. Shabazz, «Wall Street Comes to Alameda», 23 de mayo de 2018, en eastbayexpress.com.

² «Exploited, Then Evicted», 19 de agosto de 2004, en sfgate.com.

³ L. Teague, «Buena Vista Reinvents Itself», 18 de diciembre de 2006, en eastbaytimes.com.

⁴ R. Shabazz, *op. cit.*

⁵ «Floorplans», en summerhousealameda.com (aproximadamente a mediados del 2022).

⁶ R. Shabazz, *op. cit.*

el número de demandas por «retención ilegal» de vivienda —básicamente, demandas de desalojo— en distintos puntos de Alameda entre 2006 y 2016. ¿Dónde fue más elevado el número de peticiones de desahucio? En Summer House.⁷ Además, como comentó Shabazz, en realidad el estudio subestimó el alcance real de la rotación involuntaria de inquilinos, en la medida en que no incluye a las personas que se mudaron porque no podían pagar el aumento del alquiler, pero que lo hicieron antes de que comenzara el proceso de desalojo para forzarles a marchar.

Así que ¿de qué manera podemos llegar a entender esta historia local de aumento constante de los alquileres, unida a —y en una medida u otra, facilitado por ella— la constante presión para forzar el desplazamiento de los inquilinos, por no mencionar las constantes preocupaciones («historias de horror») sobre las condiciones de vida?

Inevitablemente, han sido muchos los factores relevantes. Pero el argumento a desarrollar en este libro es que no es posible entender historias como las de Summer House si no nos fijamos atentamente en quién tiene la propiedad de los activos; y más aún, en que es necesario que nos fijemos especialmente en un *tipo* particular de propiedad, la quintaesencia de la modernidad tardía, la propiedad del capitalismo financiero.

A principios de la década de 1990, el entonces propietario de Bridgeport Apartments también era su constructor original, la Gersten Company de Los Ángeles. Pero en 1996, el destino de los apartamentos cambió para siempre cuando Gersten se declaró en quiebra y el complejo fue vendido a un nuevo propietario, el Fifteen Group de Miami. Fue en este periodo, siendo propiedad del Fifteen, cuando los apartamentos —a los que rebautizó como Harbor Island Apartments— entraron en un proceso de decadencia física de largo recorrido. Y fue Fifteen Group quien comenzó el proceso de desalojo masivo de inquilinos en 2004. Según afirmó, lo hizo para emprender una renovación total de las propiedades. Los desalojos aparecen en un documental de 2008, *Civic Unity: Five Years in the West End of Alameda*, un extraordinario clip de siete minutos titulado «The Battle of Harbor Island» que se puede ver en la red.⁸ En este, los inquilinos que se enfrentan al desalojo se encaran con los ejecutivos del Fifteen Group, Mark e Ian Sanders, en una reunión pública. El clip está lleno de momentos asombrosos, sobre todo cuando a los inquilinos se les ofrece un «pago-por-unidad» de 750 dólares para que se muden, y las carcajadas y aullidos de burla recorren el pasillo. De todas formas, Fifteen Group no siguió siendo propietario de los apartamentos durante mucho más tiempo. En 2005, los vendió a Kennedy Wilson, radicado en Beverly Hills, por 122 millones de

⁷ «Counterpoints - Alameda County Report, 2016», en antievictionmap.com.

⁸ «Civic Unity, excerpt 1 “The Battle of Harbor Island”», en lunaproductions.com.

dólares.⁹ Este último —cambió de nombre de Harbor Island a Summer House— seguiría adelante con las renovaciones (que Fifteen Group apenas había comenzado), anunciando su plan de gastar 20 millones de dólares en mejoras. Preguntado acerca del desalojo masivo, el nuevo propietario insistió en que formaba parte del pasado. «Vamos a intentar olvidarnos de eso y avanzar», dijo Bob Hart, director general senior de Kennedy Wilson.

Como hemos visto, 2006-2016 fue un periodo en el que los alquileres subieron, y también aumentó el número de desalojos, al igual que continuaron las quejas acerca de las condiciones de vida. En cuanto a la propiedad, el plazo correspondiente a la crisis financiera es algo turbio. Sabemos que Kennedy Wilson vendió Summer House en 2007; pero, a pesar de que hemos escarbadado en ello, no está claro (al menos para este autor) ni a quién ni por cuánto.¹⁰ Lo que está claro, sin embargo, es que Kennedy Wilson volvió a adquirir Summer House en 2010. Sería lógico que alguien se preguntase ¿por qué? La respuesta es que la oportunidad era demasiado buena para dejarla pasar. Fuese quien fuese este nuevo propietario, claramente se encontraba en dificultades, los alquileres habían bajado, y Summer House estaba disponible a un precio irrisorio —en la jerga vernácula del gremio se encontraba en «dificultades»— de solo 86 millones de dólares: un 30 por ciento menos de lo que Kennedy Wilson había pagado en 2005. El director ejecutivo de Kennedy Wilson, William McMorrow, afirmó que la recompra en 2010 «probablemente sea la mayor oportunidad que hayamos visto en nuestras carreras en el terreno de la compra de bienes inmobiliarios en dificultades».¹¹

Con el tiempo, ha quedado claro lo realmente beneficiosa y generosa que fue la oportunidad (para Kennedy Wilson, que no para sus inquilinos). Puede que hasta McMorrow se sorprendiese del increíble beneficio que acabó produciendo. Para Summer House el aumento de alquiler antes mencionado hizo que sus beneficios netos casi se duplicaran entre 2010 y 2015, pasando de casi 6 millones de dólares a los 10 millones anuales.¹² Y más o menos fue la misma época en la que Kennedy Wilson empezó a planificar la manera de venderlas para siempre, lo que hizo en 2017. Ese mismo mes de noviembre se deshizo de Summer House por 231 millones de dólares, casi el triple de lo que le había costado el complejo apenas siete años antes. Aunque para Kennedy Wilson el retorno no fue el triple de su inversión. Como había financiado la compra con grandes cantidades de

⁹ D. Levy, «Biotech Gamble Gets Under Way», 18 de septiembre de 2005, en sfgate.com.

¹⁰ Lo único que ha dicho Kennedy Wilson fue que la venta se realizó a «uno de sus socios capitalistas». Véase kennedywilson.com/case-studies/summer-house.

¹¹ G. Winfrey, «Kennedy Wilson Secures \$100m Investment», *Private Equity Real Estate*, 19 de mayo, 2010, en perenews.com.

¹² Q2 2015 Kennedy Wilson Holdings Inc Earnings Call Transcript, en seekingalpha.com.

deuda («apalancamiento»), su rendimiento fue del 700 por ciento.¹³ Más adelante analizaremos un poco más a fondo qué significa esto.

En el artículo que informaba del acuerdo de 2017 en el *San Francisco Business Times* había una línea sorprendente: «Kennedy Wilson se negó a revelar la identidad del comprador».¹⁴ Igual que hizo una década antes, la empresa no reveló a quién le había vendido Summer House. La identidad del nuevo propietario era, al menos inicialmente, un misterio. Los inquilinos se enteraron de la venta a través de la prensa local; pagaban el alquiler a los gestores del complejo, no al propietario final. Los inquilinos estaban exhaustos tras el periodo en el que la propiedad había estado en manos de Kennedy Wilson debido a «los aumentos anuales en el alquiler, los desalojos, la rotación en los gestores de propiedades y que se ignorase una y otra vez sus demandas de reparaciones y renovaciones». En esta situación, los residentes le dijeron a Shabazz que temían que con los nuevos propietarios las cosas no hicieran más que empeorar: «¿Nos van a echar? ¿Nos subirán los alquileres? ¿Quiénes son?».¹⁵

Con el tiempo, se supo quiénes eran los nuevos propietarios: el Blackstone Group con sede en Nueva York.¹⁶ Pero no fue porque Blackstone revelase la información: otra vez, por lo menos hasta donde sabe el autor, Blackstone nunca ha dicho públicamente que sea el propietario; Summer House está gestionada por otra empresa. Sea como sea, en los cinco años transcurridos desde que Blackstone asumió la propiedad, las quejas y el malestar por el descontento de los inquilinos han persistido y los alquileres siguen aumentando.

Propietarios del planeta

Así pues, ¿de qué manera la historia de Summer House retrata o nos muestra una historia generalizada por todo el planeta? Aunque a primera vista son entidades muy diferentes, para empezar, simplemente en términos de escala —el Fifteen Group tiene una treintena de empleados, Blackstone unos 3.000— los tres propietarios corporativos de Summer House desde 1996 son sustancialmente idénticos en términos de su modelo de negocio principal: los tres son *gestores de activos*.

¹³ Q4 2017 Kennedy Wilson Holdings Inc Earnings Call Transcript, en seekingalpha.com.

¹⁴ R. Li, «Apartments Sell for 231 Million \$ in Bay Area's Biggest Multifamily Deal of the Year», 15 de noviembre de 2017, en bizjournals.com.

¹⁵ Citado en Shabazz, «Wall Street», *op. cit.*; énfasis añadido.

¹⁶ L. Shaver, «For the First Time Since 2009 Apartment Sales Decline», *Units Magazine*, 1 de marzo de 2018.

Los gestores de activos, los más conocidos de todos ellos son BlackRock y de hecho la propia Blackstone, son empresas financieras privadas que gestionan dinero en nombre de inversores, normalmente institucionales —a diferencia de inversores domésticos o «minoristas»— y en concreto se suele tratar de empresas aseguradoras y de planes de pensiones. Los planes de pensiones y las compañías de seguros disponen de forma conjunta de enormes cantidades de dinero para invertir. En el pasado, solían desarrollar directamente ellos mismos la mayor parte de dichas inversiones. Sin embargo, en las últimas décadas, una proporción cada vez mayor del dinero en poder de los inversores institucionales ha pasado a ser invertido indirectamente, en particular mediante gestores de activos especializados, que cobran comisiones por sus servicios de inversión. La métrica utilizada habitualmente en el sector para medir el tamaño global del sector de la gestión de activos son los *activos bajo gestión*, o AUM. En 2020, se estimaba que, globalmente, los AUM —es decir, el valor de las inversiones indirectas gestionado por gestores de activos— superó por primera vez los 100 billones de dólares.¹⁷

Gran parte del dinero administrado por los gestores de activos se invierte en activos financieros, en acciones y obligaciones, aunque no todo; y, en términos relativos, esto se hace cada vez menos. En los últimos tiempos, los gestores de activos han ido disminuyendo sus inversiones en activos financieros y se han dedicado a invertir cada vez más cantidades del dinero que les confían los planes de pensiones, las compañías de seguros y similares en dos tipos de activos distintos. Su inversión en dichos activos «alternativos», más que en activos financieros, es lo que exploraremos en este libro.¹⁸

El primero de estos activos está compuesto por diversos tipos de bienes inmobiliarios: bloques de apartamentos «multifamiliares» como Summer House, viviendas unifamiliares, viviendas para estudiantes, residencias de ancianos e incluso comunidades de viviendas prefabricadas («*mobile*

¹⁷ BCG, «The 100\$ Trillion Machine», julio de 2021, en bcg.com. Los AUM son un terreno minado en cuanto al análisis y por lo tanto en cuanto a su capacidad de representación. Hay diferencias (a menudo significativas y materiales) entre instituciones financieras tanto en términos de definición (es decir, qué está y qué no está incluido) y medición (si está basada en una valoración de costes o de mercado, por ejemplo). Por este motivo, en este libro utilizaremos los datos AUM con relativa moderación. El punto importante a recordar es lo que el AUM aspira a medir: crudamente mide cuánto dinero gestiona el gestor de activos para sus clientes.

¹⁸ Es posible que el lector ya haya notado un punto de potencial dificultad terminológica. Se trata de usos de la palabra crucial «activo». Confusamente, esta palabra se utiliza ampliamente para referirse tanto al dinero que invierten los gestores de activos (invierten «activos» de capital de los clientes) y las cosas en las que invierten ese dinero (lo invierten en «activos» de varios tipos). En este libro, también (inevitablemente) usaré la palabra en ambos sentidos. Pero me esforzaré por ser lo más claro posible acerca de cuál es el significado que se aplica en cada contexto particular. Y para ayudar con la claridad, a menudo simplemente utilizaré el término «dinero» para referirme a los activos del cliente que los gestores de activos reúnen, invierten y del que obtienen comisiones y honorarios.

home»). El segundo tipo de activo incluye todas esas cosas físicas que normalmente se agrupan bajo el amplísimo término de «infraestructuras». La infraestructura es la «materia» física básica que permite que la sociedad moderna funcione, desde las redes de abastecimiento y tratamiento de aguas hasta las carreteras, de los hospitales a las redes de transmisión de electricidad. Las infraestructuras, afirma la geógrafa Deborah Cowen: «Construyen y sostienen la vida de los humanos». «Sin infraestructura», continúa, «la vida tal y como la conocemos se paraliza».¹⁹

Los gestores de activos, siendo como son propietarios de cada vez un número mayor de viviendas e infraestructuras, están directa e íntimamente implicados —aunque a menudo sin que la mayoría de nosotros siquiera lo sepamos— en la existencia social cotidiana. Poseen y obtienen ingresos de cosas —escuelas, puentes, parques eólicos y viviendas— que son absolutamente fundamentales para nuestra existencia cotidiana. Hace cuarenta años, habría resultado bastante impensable que le comprásemos nuestra gasolina, hiciéramos el pago de nuestro aparcamiento o le alquiláramos nuestro hogar a una empresa como Blackstone. Pero hoy en día, para un número cada vez mayor de personas en todo el mundo, esta es la realidad social.

Es esta realidad lo que el libro denomina *sociedad de gestión de activos*: una sociedad en la que los gestores de activos poseen y controlan cada vez más nuestros sistemas y marcos de trabajo físicos más esenciales, los que nos proporcionan los medios más básicos de funcionamiento y reproducción social.

Summer House es una metonimia de esta floreciente realidad. La sociedad de gestión de activos se ha incrustado de tal manera que la mayoría de nosotros —pobres y ricos, tanto en el Norte como en el Sur global— vivimos actualmente, en una medida u otra, dentro de ella, al tiempo que esta se va engranando, extendiendo, e intensificando a un ritmo tremendo. Así, un único gestor de activos (de los miles que hay), el australiano Macquarie posee actualmente infraestructuras de las que dependen más de 100 millones de personas cada día; mientras tanto, en conjunto, las gestoras de activos poseen activos globales de vivienda e infraestructuras por valor de, como mínimo, 4 billones de dólares.²⁰ Y, como sugiere la historia de

¹⁹ D. Cowen, «Infrastructures of Empire and Resistance», 25 de enero de 2017, en verso-books.com.

²⁰ El número de usuarios diarios de infraestructuras propiedad de Macquarie proviene del *Macquarie Group Annual Report, Year Ended 31 March 2021*, p. 16, en macquarie.com. En cuanto al valor de todos los activos en viviendas e infraestructuras en manos de las gestoras de activos, no hay estimaciones confiables disponibles públicamente de ninguno de los dos tipos de activos. Ciertamente hay estimaciones de AUM en infraestructuras (aunque no de vivienda), pero dichas estimaciones se refieren al valor de las participaciones de capital, que no es lo mismo que el valor de los propios activos físicos, principalmente porque la mayoría las inversiones están apalancadas. Mi mejor estimación del valor de la vivienda propiedad de los gestores de activos de un billón de dólares, cifra muy conservadora, aparece y se

Summer House, los efectos reales de la sociedad de gestión de activos no son en absoluto agradables, dejando a parte, por supuesto, a los propios gestores de activos.

En un sentido muy físico, aunque también extrañamente intangible, todas nuestras vidas forman parte ahora de sus carteras de inversión. El mundo físico y financiero que nos rodea está cada vez más en manos de los gestores de activos.

Summer House nos muestra al menos tres aspectos cruciales que la hacen el prototipo de este mundo moderno gobernado; los exploraremos uno por uno en detalle en los capítulos que siguen. Primero, los gestores de activos son implacables a la hora de extraer las máximas ganancias de las viviendas e infraestructuras que poseen. Recortaron al máximo los costes en los que se incurría mientras operaban con esos activos, lo que obviamente dista de ser ideal si resulta que vives en uno de esos activos. Y hacen lo que sea que tengan que hacer para maximizar las rentas (como los alquileres) que generan dichos activos. Y si para lograrlo se necesita un desalojo masivo, entonces, al estilo Fifteen Group, habrá desalojo masivo.

En segundo lugar, los gestores de activos compran tanto como venden activos en viviendas e infraestructuras. Es difícil sobrevalorar la importancia que tiene esta última actividad. La venta es tan parte del negocio como la adquisición. De hecho, se podría decir que los gestores de activos compran dichos activos generalmente *con el objetivo de venderlos*; y el hecho de que esa propiedad sea un mero medio para lograr ese fin tiene todo tipo de consecuencias nocivas —demasiado visibles en el caso de Summer House— durante el periodo en el que mantienen la propiedad. De hecho, los periodos de nueve y siete años, respectivamente, en los que Fifteen Group y Kennedy Wilson fueron propietarios de Summer House, fueron, en realidad, periodos extensos para los estándares de los gestores de activos. La propiedad suele tener un promedio más breve que eso. Blackstone, hasta donde se puede saber, sigue siendo propietario de Summer House cinco años después de su compra. Pero ¿durante cuánto más?

En tercer lugar, la sociedad de gestión de activos es en gran medida invisible. En parte, esto se debe a que gran parte de la compra y venta se produce de forma privada, y sometido a permisos de divulgación limitados, si es que hay alguno: como hemos visto, Kennedy Wilson no explicó

explica en el capítulo 3. Mi mejor estimación de 3 billones dólares para el valor mínimo de infraestructuras propiedad de las gestoras de activos se basa en los datos probados de que las 100 principales gestoras controlaron AUM de infraestructura por alrededor de 1,65 billones de dólares a mediados del 2022: 3 billones de dólares en valores en activos físicos implicarían un apalancamiento promedio del 45 por ciento, que sigue siendo una estimación conservadora. Véase R. Lowe, «Top 100 infrastructure managers 2022», julio/agosto de 2022, en realassets.ipe.com.

quién lo había adquirido ninguna de las veces que vendió Summer House. Pero la invisibilidad también tiene que ver en parte con la operación real de los activos. Ya sea una carretera de peaje, una escuela, un gasoducto o un bloque de apartamentos (como Summer House), el gestor de activos que lo posee casi nunca lo administra, y así se evade el escrutinio. Por esta razón en la cita inicial de este libro aparece la frase «Nadie sabe que estamos ahí...», palabras reales pronunciadas por el director ejecutivo de Brookfield Asset Management, uno de los líderes mundiales de las empresas de gestión de activos en el sector de la vivienda y las infraestructuras. El objetivo del libro, por tanto, es lograr que la gente sepa que están ahí, y sepa por qué es importante.

La era de la gestión de activos

El negocio de la gestión de activos capitalista ha existido de una forma u otra desde que coexisten el derecho a la propiedad privada, los excedentes de riqueza financiera y las oportunidades significativas de invertir capital. Entre los poseedores de superávit patrimoniales, por supuesto, siempre ha habido corporaciones e individuos deseosos de no gestionar ellos mismos la inversión de esos excedentes, sino que más bien buscaban subcontratar dicha actividad a directivos expertos y profesionales. Los gestores de inversiones denominados *fideicomisos*²¹ ya eran del elenco institucional de la City de Londres a mediados del siglo XIX, por poner un ejemplo.

Sin embargo, pasaría otro siglo antes de que la industria moderna de gestión de activos comenzase a tomar forma. Y no fue hasta principios de los años ochenta que esa industria comenzó a disfrutar de un crecimiento significativo: no se dispone fácilmente de cifras precisas y aceptadas de ese periodo, pero el AUM global que, como hemos visto, superó los 100 billones de dólares en 2020, probablemente ascendía a no mucho más de 100.000 millones de dólares (una milésima parte de la suma de 2020) cuatro décadas antes. El crecimiento posterior ha tenido dos impulsores básicos.²² La riqueza financiera total global ha aumentado drásticamente; por lo que también lo ha hecho la proporción de esa riqueza que se invierte a través de gestores de activos.

²¹ Un fideicomiso o fidecomiso (del latín *fideicommissum*, a su vez de *fides*, fe, y *commisus*, comisión) es un contrato en virtud del cual una o más personas (*fideicomitentes* o *fiduciante(s)*) transmiten bienes, cantidades de dinero o derechos, presentes o futuros, de su propiedad a otra persona (*fiduciaria*, que puede ser una persona física o jurídica) para que esta administre o invierta los bienes en beneficio propio o en beneficio de un tercero, llamado *beneficiario*. [N. de la T.]

²² R. Greenwood y D. Scharfstein, «The Growth of Finance», *Journal of Economic Perspectives*, núm. 27 (2), 2013, pp. 3-28.

Curiosamente el primer área del floreciente negocio de gestión de activos en recibir una atención crítica significativa, en términos de sus implicaciones para la sociedad en general, fue un nicho de negocios relativamente pequeño: el capital privado. La etiqueta «capital privado» se utiliza frecuentemente para indicar un tipo de actividad empresarial —se dirá *Carlyle Group es un empresa de capital privado*—, pero se aplica con mayor precisión a un tipo de activo, o lo que comúnmente se denomina una «clase de activo» específico. El capital privado, en resumen, es una de las diversas cosas en las que los gestores de activos pueden invertir, y de hecho lo hacen: específicamente, participaciones (acciones de empresas) que no se negocian en bolsas públicas, a diferencia de los «valores públicos» negociables, como las participaciones en Apple o Amazon.²³ Por lo que lo que la gente llama empresas de capital privado se entiende mucho mejor si se ven como gestores de activos que invierten principal o exclusivamente en la clase de activos de capital privado.

Aunque el valor de AUM invertido en capital privado fue (y sigue siendo) mucho más pequeño que los AUM canalizados como valores que cotizan en bolsa y como títulos de deuda a través de vehículos como son los fondos de inversión, no obstante, fue el capital privado el que atrapó predominantemente la atención en las décadas de 1980 y 1990. Esto no resulta sorprendente: bajo la forma que muestra su perfil más conocido y público, la actividad de inversión de capital privado por parte de los gestores de activos implicó OPAs hostiles y el uso de grandes cantidades de deuda (aunque en general se prefería el término «compra con apalancamiento»), lo que a menudo resultó en la liquidación de activos y enormes cantidades de despidos en las empresas adquiridas. Esta era una realidad totalmente alejada de las pobres comisiones de la mayoría de las prácticas comerciales de gestión de activos. El superventas de Bryan Burrough y John Helyar de 1990, *Barbarians at the Gate*, que posteriormente se convertiría en una película para televisión, proporcionó la definición de capital privado que se popularizó entre los críticos al capital privado.²⁴ Los «bárbaros» en cuestión era la empresa de gestión de activos Kohlberg Kravis Roberts, hoy conocida simplemente como KKR & Co. Fundada en 1976, en 1988 KKR cerró el acuerdo que se cuenta en *Barbarians at the Gate*. Este acuerdo consistía en la muy disputada adquisición, por 25 mil millones de dólares, del conglomerado RJR Nabisco, principal productor de tabaco

²³ No obstante, la compra de acciones que cotizan en bolsa por parte de un gestor de activos, se clasificará como inversión de capital privado si el resultado de la compra es la exclusión de la cotización de las acciones de la bolsa en la que se comerciaban anteriormente, es decir la llamada transacción «privada».

²⁴ B. Burrough y J. Helyar, *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*, Nueva York, Harper & Row, 1990.

y productos alimentarios en Estados Unidos, y que fue, de lejos y con diferencia, la mayor compra apalancada en la historia hasta ese momento.

Para el capital privado, la crisis financiera mundial del 2007-2009 fue un momento clave. Hasta entonces, los bancos, y especialmente los bancos de inversión, eran considerados en general como los actores dominantes y más poderosos en el mundo de las finanzas globales. Pero ahora los bancos estaban en el punto de mira y eran considerados por amplios sectores de la sociedad como los responsables de la crisis, y en consecuencia —al menos en las naciones occidentales— los reguladores les cortaron las alas. A medida que los grandes bancos comenzaron a estar «más fuertemente regulados y escudriñados», observó posteriormente un informe de Bloomberg, las empresas de capital privado salieron con fuerza de las sombras: «Casi todo lo que ha sucedido desde 2008 se ha inclinado a favor [del capital privado]». ¿Tasas de interés bajas para financiar acuerdos? Hecho. ¿Un clima político amigable? Hecho. ¿Una larga fila de clientes? Hecho... Como concluye el informe, «los gestores de capital privado fueron los ganadores de la crisis financiera».²⁵

Pero no fueron solo los gestores centrados en el capital privado quienes «ganaron» con la crisis financiera: también salieron ganando el conjunto de los gestores de activos. De unos 46 billones de dólares en 2008, el AUM global saltó a 74 billones de dólares seis años después, de los que la industria obtuvo anualmente unos ingresos netos de aproximadamente 260.000 millones de dólares.²⁶ Además no solo eso, sino que el floreciente negocio de la gestión de activos estaba demostrando ser inmensamente rentable, «entre los negocios más rentables del mundo», como afirmaban los autores de un análisis del Boston Consulting Group.²⁷

Por eso, a mediados de la década del 2010, los comentaristas afirmaban unánimemente que lo que había pasado era que las finanzas globales habían sufrido nada más y nada menos que un profundo cambio estructural. Pero, para los bancos, cada vez más «reacios a tomar riesgos», las sugerencias de Landon Thomson en *The New York Times* eran ya agua pasada. En medio de «tasas de interés superbajas», el equilibrio de poder en Wall Street se había inclinado decisivamente hacia las instituciones con mayor apetito por el riesgo, en concreto, hacia los «gestores de activos que se han visto inundados de dinero en efectivo de inversores desesperados por rendimientos más altos».²⁸ No es de extrañar que, para no perder de

²⁵ Bloomberg, «Everything Is Private Equity Now», 3 de octubre de 2019, en bloomberg.com.

²⁶ BCG, «Sparking Growth with Go-to-Market Excellence», julio de 2015, en bcg.com.

²⁷ *Ibidem*, p. 3.

²⁸ Landon Thomas Jr, «Blackstone's Deal with GE Highlights Its Real Estate Holdings», *New York Times*, 12 de abril de 2015.

vista a sus rivales en ascenso, los bancos de inversión globales se hayan dedicado a destinar cada vez más recursos precisamente a ampliar sus propios instrumentos de gestión de activos.²⁹ Andrew Haldane, el economista intelectual del Banco de Inglaterra, fue el que quizás mejor reflejó este estado de ánimo en un discurso en 2014 en la London Business School. Haldane sugirió que, después —y como resultado— de la crisis financiera, finalmente habíamos llegado a «la era de la gestión de activos».³⁰

Del «gestor de activos capitalista»...

Como señaló Haldane en este mismo discurso, «los académicos, profesionales y reguladores», «llevan varios siglos estudiando los bancos, su comportamiento y sus fracasos. Analizar y gestionar el comportamiento de los gestores de activos es, por el contrario, un terreno virgen, totalmente desconocido».³¹ Por supuesto, Haldane no tenía razón a este respecto: como he señalado anteriormente, el negocio del capital privado ya se encontraba en el punto de mira desde varias décadas antes de que se declarase solemnemente la llegada de la era de la gestión de activos.³² Sin embargo, dejando a un lado el capital privado, Haldane decía la verdad. Porque en aquellos momentos, alrededor de 2014, la gestión de activos constituía un negocio anual global poco estudiado y poco comprendido, de 260.000 millones de dólares. Esto, aseguraba Haldane, debía de cambiar.

Y, en gran medida, lo ha hecho. No solo el capital privado mismo se ha mantenido en el foco de atención crítica; eruditos y otros observadores cercanos también han comenzado a dedicar mucho más tiempo a estudiar y analizar lo que podríamos llamar la gestión global de activos «convencionales». Esto implica específicamente al gestor de activos financieros que cotiza en bolsa (especialmente acciones y obligaciones), y representa el grueso del negocio de gestión de activos en términos de dinero bajo gestión. Unos 88 billones de dólares de los 103 billones de dólares que conjuntamente tenían a su disposición los gestores de activos durante el año 2020 se invirtió en este tipo de clases de activos convencionales. En contraste, el capital privado representó «solo» 5 billones de dólares de AUM.³³

²⁹ B. Braun, «From Exit to Control: The Structural Power of Finance Under Asset Manager Capitalism», octubre de 2021, p. 13, en osf.io.

³⁰ A. G. Haldane, «The Age of Asset Management?», 4 de abril de 2014, en bankofengland.co.uk.

³¹ *Ibidem*, p. 40.

³² El mismo año que Haldane hizo su discurso, se publicó un libro indispensable para entender este mundo: E. Appelbaum y R. Batt, *Private Equity at Work: When Wall Street Manages Main Street*, Nueva York, Russell Sage Foundation, 2014.

³³ BCG, «The \$100 Trillion Machine», pp. 8, 18.

Es totalmente lógico y comprensible pensar que dicha atención crítica debería haberse dirigido tanto a los activos «convencionales» como al capital privado. Para empezar, como hemos visto, es aquí donde la mayoría del capital del cliente —el dinero que los gestores de activos reciben de los planes de pensiones y otras entidades— se pone a trabajar. Además, ha sido tal el aumento en la escala del negocio principal de gestión de activos en los últimos tiempos, que dicho crecimiento ha producido hasta cierto punto una transformación estructural de los mercados financieros. A principios de la década de 1980, la propiedad combinada en participaciones de, por ejemplo, capital público que circulaba en los mercados bursátiles estadounidenses era casi cero. Hoy en día, la participación de la propiedad de una empresa promedio que esté en el S&P 500³⁴ se mueve en el segmento de entre el 30 y el 40 por ciento.³⁵

Resulta casi innecesario detallar las implicaciones más amplias que tiene esto. En general los mercados de valores, y el mercado de valores estadounidense en particular, conforman el corazón palpitante del capitalismo global contemporáneo, donde se reúnen los accionistas y donde las fortunas de las principales empresas del mundo capitalista son evaluadas, comercializadas e incluso, en cierta medida, decididas. Así, transformar la dinámica de los mercados bursátiles y la composición estructural de los registros de accionistas —como ha hecho de manera inequívoca el surgimiento de la gestión de activos convencionales en las últimas décadas— significa a su vez transformar inmediatamente la dinámica del capitalismo en sí mismo. Es exactamente por esta razón que un experto en el crecimiento de la gestión de activos convencionales, el economista político Benjamín Braun, ha empezado a referirse al capitalismo contemporáneo como «capitalismo de gestión de activos».³⁶

³⁴ El índice Standard & Poor's 500 (Standard & Poor's 500 Index), también conocido como S&P 500, es uno de los índices bursátiles más importantes de Estados Unidos. Al S&P 500 se lo considera el índice más representativo de la situación real del mercado. El índice se basa en la capitalización bursátil de 500 grandes empresas que poseen acciones que cotizan en las bolsas NYSE o NASDAQ, y captura aproximadamente el 80 % de toda la capitalización de mercado en Estados Unidos. [N. de la T.]

³⁵ No he podido encontrar estimaciones exactas. A mediados de 2021, una información estimaba que los tres mayores gestores de activos poseían juntos alrededor del 22 % de las empresas del S&P (S. Potter, «BlackRock-Led “Big Three” May Forestall Chaos in Stock Markets», 20 de julio de 2021, en bloomberg.com). Diversos datos más sugieren que las participaciones combinadas de esas tres gestoras en el mercado total del AUM industrial estaban específicamente invertidos en acciones de S&P 500 y rondaba entre el 55 y el 75 por ciento, que es de donde derivó la estimación del 30-40 por ciento.

³⁶ B. Braun, «Asset Manager Capitalism as a Corporate Governance Regime», en J. S. Hacker, A. Hertel-Fernandez, P. Pierson y K. Thelen (eds.), *The American Political Economy: Politics, Markets, and Power*, Cambridge, Cambridge University Press, 2022.

Al mismo tiempo, sin embargo, también se da el caso de que las estructuras y dinámicas de propiedad específicas examinadas tanto por Braun como por otros autores están muy lejos de la vida cotidiana de la mayoría de las personas. En la mayor parte de los hogares, la cuestión acerca de quién (aparte de los propios hogares) es propietario de las acciones de Apple y Amazon se plantea, en caso de que llegue a hacerse, solo indirectamente y, a menudo, solo marginalmente.

Pero la cuestión de quién es el propietario de las casas en las que vivimos y de las infraestructuras de las que dependemos para llevar a cabo nuestra vida diaria son otro asunto completamente diferente. Como mostrará este libro, para los hogares resulta de suma importancia quién posee esos activos, y eso se experimenta normalmente de forma muy directa, incluso visceral. No tenemos más que acordarnos de Summer House. Las viviendas y las infraestructuras pertenecen a lo que la industria de gestión de activos define como parte de una clase más amplia de los denominados «activos reales», es decir, activos invertibles que poseen sustancia física, a diferencia de aquellos que existen (como los activos financieros) solo en formato digital o, como mucho, en certificados en papel. La inversión de los gestores en activos reales ha ido creciendo rápidamente desde los años noventa.

El concepto de «sociedad de gestión de activos» pretende denotar la sustancia y el significado de esta tendencia. Considerando que, siguiendo a Braun, la creciente inversión de los gestores de activos en activos financieros convencionales como acciones que cotizan en bolsa y en obligaciones remodela poderosamente y completamente los negocios y la economía (de ahí, el concepto de «capitalismo de gestión de activos»), la creciente inversión de los gestores de activos en «activos reales», es decir, en vivienda e infraestructuras reconfigura traumáticamente la vida social misma.

Si queremos tener una visión preliminar de cómo difiere la sociedad de gestión de activos del capitalismo de gestión de activos —y para ver por qué también sigue pendiente un estudio en profundidad de la primera— hemos de tomar en consideración las maneras en las que se diferencian y en las que se posiciona diferencialmente un activo como la vivienda entre estas dos constelaciones de inversión opuestas.

En el capitalismo de gestión de activos, es posible que te encuentres viviendo en un apartamento propiedad de una corporación como Avalonbay Communities. Avalonbay es una empresa inmobiliaria estadounidense que cotiza en bolsa y es un longevo miembro del S&P 500. En conjunto los gestores de activos podrían poseer el 40, 50 por ciento, o incluso más, de las acciones de Avalonbay; y algunos de los mayores gestores de activos convencionales, como BlackRock, pueden llegar a poseer

individualmente hasta el 10 por ciento de dicha empresa. En la sociedad de gestores de activos, por el contrario, *vives en un apartamento propiedad de BlackRock*. Tu relación con el gestor de activos es mucho menos ambigua, mucho más directa y está considerablemente menos mediada por otras partes interesadas.

Ahora bien, esto no quiere decir que el fenómeno del alquiler de un apartamento bajo el capitalismo de gestión de activos no tenga sus características especiales propias y dignas de examen. Dos características en particular son dignas de mención y potencialmente problemáticas. Primero, lo más probable es que BlackRock no solo posea, digamos, el 5-10 por ciento de Avalonbay: también es probable que posea participaciones de un tamaño similar en todo el resto de empresas propietarias de propiedad residencial que cotizan en bolsa, no solo en Estados Unidos, sino en todos aquellos territorios en los que haya mercados de valores avanzados. Es decir, en el idioma de la economía política, es un *propietario universal*. En segundo lugar, no es solo BlackRock quien posee el 5-10 por ciento de las principales corporaciones de arrendadores residenciales que cotizan en bolsa: sino que, casi con certeza, también lo hacen Vanguard y State Street, las otras dos entidades del trío denominado «los Tres grandes propietarios universales» [*The Big Three*], que entre los tres poseen actualmente más de 20 por ciento de la empresa promedio del S&P.³⁷ El que estas tres empresas posean participaciones significativas en todas las principales corporaciones que cotizan en bolsa, no solo en el sector de la vivienda sino en toda la economía, hasta el punto de que la *propiedad común coincide* con la propiedad universal, posee unas implicaciones especiales propias, en particular en relación con el gobierno corporativo, pero tales implicaciones no son competencia de este libro.³⁸

... a la sociedad de gestión de activos

Cuando, en la década de 1980, los gestores de activos empezaron a invertir en activos «reales» (en lugar de solo en activos financieros) a una escala significativa, el *locus* inicial de esa inversión fueron los bienes inmobiliarios,

³⁷ Potter, «BlackRock-Led “Big Three”...».

³⁸ Véase, por ejemplo, J. Fichtner, E. M. Heemskerk y J. García-Bernardo, «Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk», *Business and Politics*, núm. 19, 2017, pp. 298-326; J. Azar, M. C. Schmalz y I. Tecu, «Anticompetitive Effects of Common Ownership», *Journal of Finance*, núm. 73, 2018, pp. 1513-1565; B. Christophers, «How Financial Giants Might Come to Rule Us All», 18 de junio del 2019, en jacobinmag.com; M. Backus, C. Conlon y M. Sinkinson, «Common Ownership in America: 1980-2017», *American Economic Journal: Microeconomics*, núm. 13 (3), 2021, pp. 273-308; Braun, «Asset Manager Capitalism...».

específicamente, el sector inmobiliario comercial. Oficinas, hoteles, almacenes, centros comerciales, etc.: todos se convirtieron, y siguen siendo, valiosas clases de activos institucionalizados (o «subclases»).

Sin embargo, en realidad, incluso en este nuevo contexto de inversión física, los gestores de activos seguían estando tan distantes económicamente de la vida cotidiana de la mayoría de las personas como cuando invertían en las acciones de Apple o de Avalonbay. Sin duda, muchos de nosotros trabajamos en oficinas, nos alojamos en hoteles y compramos en centros comerciales. Pero no vivimos en ellos. Y los alquileres pagados a propietarios inmobiliarios, por ejemplo, por los inquilinos de un bloque de oficinas, los operadores hoteleros o los comercios en centros comerciales suelen afectarnos solo de forma indirecta e intermitente.

Pero el impacto se volvió mucho más directo y continuo —al menos para los inquilinos—, cuando más o menos una década después los gestores de activos comenzaron a comprar cantidades sustanciales de vivienda. En lo tocante a los bienes inmobiliarios, en este libro, solo se explora la propiedad de los gestores de activos de viviendas, y solo de viviendas.

¿Qué pasa con las infraestructuras? Los gestores de activos pasaron a invertir directamente en diversos tipos de infraestructuras más o menos al mismo tiempo que hicieron su entrada en el sector de la propiedad de vivienda, en la década de 1990; en otras palabras, se trata también de un fenómeno relativamente reciente. Las infraestructuras engloban seis categorías principales, todas ellas integrales a la reproducción social cotidiana, y todas ellas examinadas en este libro. La principal categoría la constituyen las infraestructuras *energéticas*, que incluyen las instalaciones de generación de energía y las redes de almacenamiento y distribución de combustible. La segunda es las infraestructuras de *agua y aguas residuales*, como las principales canalizaciones de agua y las estaciones de bombeo. La tercera son las infraestructuras de *transporte*: carreteras, túneles, puentes, aparcamientos, material rodante de trenes³⁹ y todo el resto. La cuarta son las infraestructuras de *telecomunicaciones*, incluyendo torres de transmisión, centros de datos y redes de fibra. La quinta categoría es la infraestructura *social*, principalmente escuelas y hospitales. Y la sexta y última categoría es la principal infraestructura para la *producción de alimentos*: las tierras de cultivo.

Por ello vemos que, en la sociedad de gestión de activos, volviendo al ejemplo anterior, BlackRock no solo es dueño de tu casa; también es dueño del terreno en donde se origina tu alimento, el parque eólico que genera tu electricidad, la carretera por la que conduces para ir al trabajo y otras muchas cosas. Tu vida depende íntimamente de BlackRock, y

³⁹ Material rodante o material móvil es la denominación que reciben todos los tipos de vehículos dotados de ruedas capaces de circular sobre una vía férrea. [N. de la T.]

especialmente de la manera en la que decide comercializar esos diversos «activos» reales de los que es propietario.

Uno de los aspectos más interesantes e importantes de la sociedad de gestión de activos, sin embargo, es que su elenco de caracteres institucionales dominantes son muy, muy diferentes, a los que presiden el capitalismo gestor de activos. BlackRock, por su parte, presenta de hecho dichos rasgos: posee diversas infraestructuras, especialmente en el sector energético y algunas viviendas, aunque no grandes cantidades en el momento de escribir este artículo. Pero los activos reales son, en términos relativos, una pequeña parte de su negocio, y en términos corporativos más amplios en gran medida periféricos, apenas representaban el 1 por ciento de su AUM a finales de 2020.⁴⁰ Por su parte, Vanguard y State Street, los otros dos goliats de la gestión de activos convencionales, no desempeñan esencialmente ningún papel en la infraestructura directa e inversión inmobiliaria. Simplemente, los activos reales no son lo suyo.

Los líderes del mercado son claramente otros. Uno, ya nos lo hemos encontrado repetidas veces: la empresa estadounidense Blackstone, que posee una amplia cartera de viviendas internacional, de las cuales la de Summer House en Alameda no es más que una minúscula parte. La australiana Macquarie es otros de los líderes del mercado, especializada en su caso en inversión en infraestructuras. Pero si uno tuviera que elegir un gestor de activos que epitomiche la dimensión institucional de la sociedad de gestión de activos, dicha empresa no podría ser otra que la canadiense Brookfield Asset Management. Con enormes operaciones de inversión tanto en vivienda como en infraestructura, Brookfield es el gestor de activos reales por excelencia.

Y hay muchos otros jugadores importantes. Para hacernos una idea de la variedad de dichas empresas, y también de lo extensa y profundamente que ha florecido en determinados lugares la sociedad de gestión de activos, pongamos como ejemplo el condado de Kent en el sureste del Reino Unido. Al igual que Alameda, aparentemente es inocuo, pero es una metonimia del mundo de la inversión contemporánea en activos reales tan cierta como lo es el caso de Alameda. En silencio, sin atraer mucho la atención, los gestores de activos han colonizado el paisaje físico local, cositiéndose al tejido mismo del metabolismo social de la región. Toda la infraestructura de recolección, canalización y tratamiento de aguas residuales en el condado, que incluyen decenas de miles de kilómetros de alcantarillado, está controlada por Macquarie. Macquarie también controla gran parte de la

⁴⁰ Para ser precisos: 48.000 millones de dólares, compuestos por cantidades iguales de bienes inmuebles e infraestructuras. Véase BlackRock, Inc., *Annual Report for the Fiscal Year Ended December 31, 2020*, p. 8, en ir.blackrock.com.

infraestructura de suministro de agua de Kent, el resto está controlado por otro gestor de activos australiano, a saber, Morrison & Co. Mientras tanto, una empresa de participación conjunta entre dos gestores de activos — Global Infrastructure Partners de EEUU y la mencionada Brookfield— y un fondo de pensiones canadiense posee toda la red de tuberías por las que pasa el gas que se distribuye para calentar las casas de Kent.

Aunque estos representan dos de los ejemplos más completos de colonización, existen numerosos ejemplos más discretos en más o menos todo el resto de sectores que nos interesan. ¿Vivienda? Blackstone es el dueño de las propiedades de alquiler en Paddock Wood. ¿Vivienda para estudiantes? Harrison Street, con sede central en Chicago, posee viviendas en Canterbury. ¿Residencias sanitarias? Safanad, con sede en Nueva York, controla residencias sanitarias en Dartford y en Gravesend. ¿Generación de electricidad? El grupo británico Foresight Group posee granjas solares en Abbey Fields y Paddock Wood. ¿Transporte? Legal & General Investment Management posee las zonas de aparcamiento; EQT Partners de Suecia posee estaciones de carga rápida para vehículos eléctricos; PSP Investments de Canadá posee material rodante ferroviario. ¿Telecomunicaciones? La luxemburguesa Cube Infrastructure Managers posee una gran red de banda ancha de fibra ultrarrápida. Por último, pero no menos importante, está la infraestructura social: entre los gestores de activos cuyas carteras de inversión contienen hospitales o escuelas de Kent se encuentran Amber Infrastructure, Innisfree y Semperian PPP Investment Partners, todas ellas empresas del Reino Unido.

La sociedad de gestión de activos, como queda muy claro, no es así nada más que una constelación completamente multinacional de instituciones de inversión.

Y como han descubierto estas instituciones en las últimas décadas, poseer activos reales es muy diferente a poseer activos financieros. Por un lado, implica responsabilidades diferentes. Los propietarios de los activos financieros no tienen realmente ninguna responsabilidad formal como tales: mientras que se espera que en su propio interés los accionistas se aseguren de que las empresas en las que poseen acciones estén bien gestionadas, por ejemplo mediante el ejercicio de sus derechos de voto, dicha «responsabilidad» puede ser asumida, y de hecho así lo hacen, desde puntos de vista y consideraciones muy alejados entre sí. Pero si eres dueño de una casa o de una granja solar o carretera de peaje, y especialmente si se confía en ese activo para el funcionamiento de otros —para alojamiento, electricidad y viajes, respectivamente— es tu responsabilidad legal mantenerlo. Esa responsabilidad es una razón más por la que los gestores de activos tienden a tener mucho más impacto directo en la vida de las personas en la sociedad de gestión de activos que bajo el capitalismo de gestión de activos.

Además, los activos reales generan diferentes tipos de ingresos que los activos financieros. Estos últimos generan pagos de intereses (en valores de renta fija) y dividendos (sobre acciones), y son estos los que los gestores de activos se han acostumbrados a recibir históricamente. Los activos reales, por el contrario, generan cosas como alquileres de viviendas, pagos por kilovatio-hora de electricidad y tarifas de peaje, además de otros e innumerables tipos de flujo de ingresos. Este hecho por sí solo hace que la gestión de activos reales sea muy diferente y sin duda podría decirse que es un tipo de negocio mucho más complicado.

Y aunque necesitamos estudiar y comprender la sociedad de gestión de activos debido a la influencia directa que tiene el gestor de activos en toda la vida cotidiana de las personas cuando posee vivienda e infraestructura, también es crucial señalar y entender el profundo efecto que tiene la gestión de activos reales *como empresa capitalista*. De hecho, en este punto nos enfrentamos a una gran ironía, y tal vez incluso a una paradoja. El capitalismo de gestión de activos —y las empresas que lo dominan— se ven sometidas a un profundo escrutinio en parte debido a la magnitud de sus operaciones relevantes: durante 2021, el AUM solo de BlackRock, por ejemplo, sobrepasó los 10 billones de dólares, mientras que Vanguard y State Street no se quedaban muy atrás. Y, sin embargo, para usar una metáfora del boxeo, la sociedad de gestión de activos tiende a ser, si usamos la clasificación *pound-for-pound*,⁴¹ el territorio más lucrativo y rentable para que operen los gestores de activos.

Veamos la siguiente comparación. En 2020, BlackRock, que, como hemos visto, opera abrumadoramente en la corriente principal de la gestión de activos finalizó el año con 8,7 billones de dólares bajo su gestión, obtuvo ingresos netos (beneficios) de 4.900 millones de dólares. Por lo tanto, para ganar un dólar de beneficio por la gestión de dichos activos necesitaba, gestionar 1.770 dólares de capital. En los tres años entre 2018 y 2020, la cifra promedio de esta métrica particular fue de 1.604 dólares.⁴² Los ratios equivalentes para Vanguard y State Street serían muy similares.

Ahora fijémonos en Blackstone y, específicamente, en su operación inmobiliaria (bienes inmobiliarios), que se centra predominantemente en

⁴¹ El concepto de *pound-for-pound* (libra por libra), se utiliza comúnmente en los deportes de contacto como el boxeo, la lucha libre o las artes marciales mixtas (MMA). Es una valoración totalmente subjetiva para hacer una clasificación acerca de cuál sería el mejor de los luchadores poniendo como medida comparativa su peso. Es decir, realizar una comparación y determinar «quién ganaría» si todos fueran de la misma categoría de pesaje. Los criterios de evaluación pueden ser variados, desde trayectoria y récord personal, hasta fama y favoritismo. Pese a lo subjetivo de la clasificación da una idea de cuál sería su desempeño en caso de poder competir en la misma categoría. [N. de la T.]

⁴² *Ibidem*, p. 2.

activos logísticos, residenciales y bienes de oficina. En términos de AUM, queda eclipsado por BlackRock, ya que (a finales de 2020) podemos ver que solo gestionaba 187.000 millones de dólares en dinero de clientes: en otras palabras BlackRock (en su conjunto) es casi cincuenta veces más grande que Blackstone Real Estate. Pero los beneficios de este último («ganancias distribuibles» es la jerga preferida de la empresa) en el mismo año fueron de 1.700 millones de dólares, menos que los 4.900 millones de dólares de BlackRock, sin duda, pero no mucho menos, y claramente en un orden de magnitud comparable. Por lo tanto, Blackstone Real Estate solo necesitaba tener 110 dólares del capital del cliente bajo gestión para ganar un dólar en 2020 y solo un promedio de 105 dólares en 2018-2020.⁴³ Compárese eso con la cifra necesitada por BlackRock de 1.604 dólares durante el mismo periodo de tres años. Es decir, haciendo la comparación mencionada anteriormente, basándonos en un peso simbólico de libra por libra, en términos de rendimientos de AUM, Blackstone Real Estate es quince veces más rentable que BlackRock, es decir, es una máquina quince veces más eficiente a la hora de convertir el capital del cliente gestionado en beneficio del gestor de activos.

No en vano un analista de la industria argumentó en 2007 que, aunque gestionaba mucho menos capital que gigantes como State Street, la australiana Macquarie era *de facto* el mayor gestor de activos del mundo.⁴⁴

En resumen, además de explicar cómo afecta la sociedad de gestión de activos a los hogares comunes y corrientes cuyas vidas están insertas en dicha sociedad, este libro explicará cómo y por qué es un terreno comercial tan gratificante financieramente. Sin embargo, antes de que podamos abordar la cuestión de estos costes y beneficios respectivos, necesitamos aprender mucho más sobre qué significa en la práctica la sociedad de gestión de activos, de qué está constituida y cuándo y dónde surge histórica y geográficamente.

⁴³ *The Blackstone Group Inc., Annual Report for the Fiscal Year Ended, December 31, 2020*, pp. 94, 108, en sec.report.

⁴⁴ Esta afirmación la hizo Peter Doherty miembro de Capital Partners, tal y como se explicaba en G. Haigh, «Who's Afraid of Macquarie Bank?», 4 de julio, 2007, en themonthly.com.au.

I

LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE ACTIVOS: UNA GUÍA BÁSICA

El fondo de inversión

En el corazón de la industria de la gestión de activos, y con ello en el núcleo mismo de la sociedad de gestión de activos, se encuentra el fondo de inversión. Siempre que los gestores de activos invierten el dinero que les han confiado terceros clientes necesitan utilizar uno o más vehículos que les permitan agrupar el capital de esos terceros, y después invertirlo en beneficio colectivo de sus clientes. El fondo de inversión supone el principal instrumento de este tipo. Todos los grandes gestores de activos analizados en este libro operan varios fondos de este tipo. Algunos de ellos operan cientos de ellos.

El fondo de inversión es tan central a la sociedad de gestión de activos como lo son las materias primas al modo de producción capitalista. Es su forma elemental, por lo que el análisis del mismo representa el punto de comienzo lógico para nuestra investigación. La riqueza de las sociedades en las cuales predomina la industria de la gestión de activos se presenta como un conjunto inmenso de fondos de inversión.

Descritos a menudo como un «plan de inversión colectiva», el fondo de inversión proporciona efectivamente una agregación de capital perteneciente a múltiples inversores, y se utiliza para hacer adquisiciones de determinados activos. En términos prácticos, el fondo mismo es una creación legal, formado habitualmente (pero no siempre) bajo la ley mercantil, utilizando oscuros documentos legales. La mayor parte de los fondos de inversión creados y operados por gestores de activos se centran en un tipo de activos o en un conjunto de ellos, y a menudo también se concentran en una zona geográfica. Así, en lo que concierne a los activos que nos interesan en este libro, por ejemplo, un gestor puede crear un fondo para invertir en «activos reales» de diverso tipo y que estén situados a lo largo de distintas geografías, como hizo la compañía de gestión de activos HarbourVest Partners en 2020 con su Real Assets Fund IV (en otras palabras, su cuarto fondo de este tipo). También, alternativamente, un gestor puede crear un

fondo que tenga un objetivo mucho más limitado. Por ejemplo, en 2019, Greystar estableció un fondo —Greystar China Multifamily Venture I— para invertir específicamente en alquiler de vivienda multifamiliar china.

Entre tanto, dirigido a los inversores institucionales que deseaban poner su dinero en infraestructuras, durante el mismo año pudimos ver un abultado lanzamiento de nuevos fondos. Entre aquellos con mayor nicho había fondos como Parking Fund Europe, establecido por la alemana AIF Capital dedicada a invertir únicamente en aparcamientos. En el otro extremo se encontraban diversos «mega» fondos considerablemente más diversificados. Un caso reciente, y que sobresale especialmente, fue el nuevo fondo de infraestructuras globales, el Global Infrastructure Partners (GIP)-IV, creado para invertir en activos energéticos, de transporte, agua y gestión de basuras, principalmente en los mercados de los países de la OCDE, pero en los que se asignaba hasta un 15 por ciento del capital para su inversión en países específicos que no pertenecían a la OCDE.¹ Como veremos, el GIP es uno de los principales jugadores dentro de la gestión de activos de infraestructuras. Creado en 2006 por antiguos ejecutivos del banco Credit Suisse y del conglomerado multinacional General Electric, y con sede en Nueva York, las primeras inversiones del GIP se centraron en activos que iban desde puertos argentinos hasta gaseoductos estadounidenses e instalaciones de almacenamiento de crudo indias.

Una vez que los gestores de activos han creado un nuevo fondo, dan paso a la crucial tarea de recoger capital de terceros inversores con el fin de volcarlos en el fondo y que este los invierta. A los inversores se les exigen que realicen acuerdos vinculantes: los llamados compromisos, esencialmente, invertir una cantidad determinada en el fondo, que el gestor de activos puede extraer (vía «dividendos pasivos») cuando llega el momento de adquirir activos. El GIP IV nos puede valer como ejemplo de esto, pese a que se trata de un fondo inusualmente grande. Para este fondo, GIP determinó un objetivo de adquisición de capital inicial de 17.500 millones de dólares y exigía que los potenciales inversores comprometiesen un montante mínimo de 25 millones de dólares. Al final, la demanda por parte de los clientes excedió las expectativas, y cuando el fondo cerró sus puertas a nuevos inversores en diciembre de 2019 había asegurado unos 22.000 millones, convirtiéndolo en el mayor fondo de infraestructuras.²

En total, unos 240 inversores externos de todo el planeta pusieron dinero en GIP IV, incluyendo planes de pensiones públicos y privados (por ejemplo, el New York State Common Retirement Fund comprometió 500

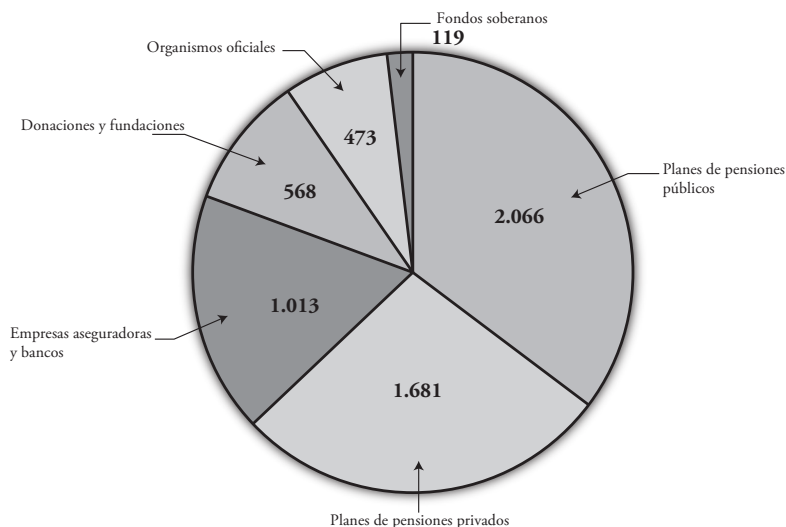
¹ Global Infrastructure Partners (GIP), «Global Infrastructure Partners IV», febrero de 2018.

² J. Stutts, «GIP Smashes Records with \$22bn Fund IV Final Close...», p. 12, diciembre de 2019, en infrastructureinvestor.com.

millones de dólares, una de las mayores inversiones de una única entidad), fondos soberanos y empresas aseguradoras. Cerca del 70 por ciento de estos inversores externos eran ya clientes de GIP y habían invertido anteriormente en otros fondos de GIP. Aunque a veces hay individuos con alto poder adquisitivo y gestores de grandes patrimonios que de tanto en tanto aparecen entre los inversores de fondos de activos reales, la mayor parte de los inversores, como en el caso de GIP IV, son siempre institucionales, y generalmente están liderados por los planes de pensiones. Esto no tiene nada de misterioso: invertir en este tipo de fondos no solo requiere de grandes acumulaciones de capital sino también de una disposición a comprometerlas durante varios años, y los fondos de pensiones, de aquellos que cumplen estos dos criterios, son los mayores custodios de capital. De manera ilustrativa, la figura 1.1 muestra el desglose en función del tipo de inversor entre los distintos 5.920 aportes de capital declarados globalmente por parte de inversores institucionales en fondos de infraestructuras entre 1990 y 2020. Téngase en cuenta que esto muestra las cantidades comprometidas más que el valor del capital comprometido; tal y como veremos en el capítulo 5, distintos tipos de inversores tienden a hacer inversiones medias de mayor o menor tamaño. Como muestra el gráfico, más del 60 por ciento de estos miles de compromisos individuales fueron ejecutados por planes de pensiones. Si el tamaño de GIP IV hizo que fuese un fondo inusual (si se compara con el fondo de activos reales, anteriormente mencionado, HarbourVest, y con que el fondo de vivienda de Greystar «solo» lograse unos 500 millones de dólares, y que el fondo de parking-garaje de AIF, a su vez, solo lograse la mitad de esa cantidad), sin embargo en otro aspecto importante del GIP IV era bastante más típico, a saber, la cantidad de capital comprometida por el mismo. Cuando los gestores de activos crean fondos de activos reales, casi siempre invierten parte de su propio dinero junto con el de sus clientes como una manera de alinear explícitamente intereses, o de mostrar que están «poniendo la carne en el asador».

GIP aseguró que comprometería el equivalente al 1,5 por ciento de los compromisos totales hechos por los inversores externos, hasta un límite máximo de 300 millones de dólares; puesto que se habían logrado 22.000 millones de dólares, el capital a comprometer por GIP era de hecho el máximo de 300 millones de dólares, lo que representaba un 1,4 por ciento del valor del fondo. En general los compromisos de los gestores de activos con sus propios fondos de activos reales suelen ir del 1 al 5 por ciento del total; por lo que GIP se encontraba en los límites inferiores, algo que para nada es un hecho inusual. La cuestión importante, y a la que regresaremos posteriormente, es que en general los gestores de activos no suelen poner mucha de su propia carne en el asador, ya lo comparemos con los compromisos de sus clientes o lo desproporcionado de los porcentajes que reciben de cualquier tipo de beneficio financiero generado por el fondo de inversión.

Figura 1.1. Compromisos globales por parte de inversores institucionales a fondos de infraestructuras en función del tipo de inversor



Fuente: Andonov, Kräussl y Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing», *Review of Financial Studies*, núm. 34, 2021, p. 3888.

Los fondos de inversión como GIP suelen denominarse «sociedades de responsabilidad limitada», que es la forma legal que suelen adoptar. Una razón principal por la que los fondos se establecen como sociedades limitadas es que, a diferencia de las corporaciones, este tipo de sociedades en general no están sujetas a impuestos, sino que los impuestos se cargan a los inversores al hacer la distribución del fondo. Los inversores externos que ponen dinero en el fondo son sus «socios con responsabilidad limitada» (SL), llamados así porque la responsabilidad que se les puede exigir es limitada (lo máximo que pueden perder es la cantidad que han invertido en el fondo) y porque tiene control limitado (no están activamente involucrados en la gestión del fondo). Además como SL, los fondos también disponen de un socio comanditario (SC), que controla el fondo. El gestor de activos no es el mismo SC, sino más bien una entidad (habitualmente otra sociedad) constituida por, y propiedad, de dicho gestor. El SP en general contrata la gestión del fondo a la empresa de gestión de activos y a sus profesionales de la inversión. Hay varias razones por las que el SP está constituido como una entidad diferenciada. Tal vez la más importante es para poder proteger a los profesionales de la inversión de la responsabilidad ilimitada.

Los fondos de activos reales varían no solo en términos de tamaño y de los tipos de activos en los que invierten (y de dónde invierten geográficamente), sino que también varían en términos de su estructura comercial. La mayor parte de ellos *no cotizan* en bolsa, lo que significa que no se puede comprar y vender acciones suyas en el mercado abierto. En su lugar, los inversores negocian directamente con el gestor, y se les emiten participaciones en el fondo, que no pueden ser comercializadas. También hay fondos de bienes inmobiliarios y de infraestructuras que, como las acciones de la empresa, *cotizan* en la bolsa pública. Nos encontraremos con este tipo de fondos que cotizan en bolsa en las siguientes páginas. Pero son una minoría, por ejemplo, representan menos del 10 por ciento de los fondos de infraestructuras.³ Igual de importante, y por razones que explicaremos más adelante en este capítulo, una característica típica de los fondos que cotizan es que la mayor parte de ellos no participan de la sociedad de gestión de activos, tal y como se concibe en este libro. De hecho, los fondos que no cotizan en bolsa son los principales instrumentos de inversión de la sociedad de gestión de activos. Esto explica parcialmente por qué la sociedad de gestión de activos es tan difícil de investigar y permanece, en gran medida oculta entre las sombras: los fondos que no cotizan en bolsa suelen tener exigencias extraordinariamente restrictivas respecto de la información que se puede compartir. Que no coticen a menudo significa que son desconocidos, excepto para el mismo gestor de activos y para sus clientes inversores.

Hay dos principales tipos de instrumentos de activos reales que no cotizan, los «fondos abiertos» y los «fondos cerrados». Los tres ejemplos de fondos específicos previamente mencionados, GIP, Greystar y HarbourVest, son fondos cerrados. Esto quiere decir que tienen un periodo de vida predeterminado, normalmente de entre 7 y 12 años, y un tiempo de suscripción también predeterminado, que generalmente dura entre 12 y 18 meses, al final del cual el fondo se «cierra»; durante este periodo se puede comprometer capital. También está determinado el periodo durante el cual los gestores de dichos fondos están habilitados para hacer nuevas inversiones, y que suelen ser los primeros 4 a 6 años de vida del fondo. Una vez que se han comprometidos los fondos cerrados, el dinero del inversor está bloqueado durante el tiempo de vida del fondo. Todos los activos en los que invierta el fondo deben ser vendidos antes de que se liquide. A grandes rasgos, el dinero que los fondos buscan obtener para sus inversores sale principalmente de los beneficios de capital generados mediante la venta de estos activos.

³ A. Andonov, R. Kräussl y J. Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing», *Review of Financial Studies*, núm. 34, 2021, pp. 3880-3934, en p. 3887.

Los fondos abiertos, como el fondo de garajes-aparcamientos de AIF son diferentes en tanto y en cuanto no tienen un término específico: a no ser que de manera activa se haya liquidado por la razón que sea, son instrumentos «perpetuos». Sujetos a ciertas restricciones (que suelen incluir periodos iniciales de bloqueo de capital de entre dos y cinco años), los inversores son libres de comprometer y rescatar capital a su voluntad de trimestre a trimestre. Mientras que los fondos cerrados generalmente priorizan los beneficios de capital, los fondos abiertos generalmente buscan maximizar a largo plazo los ingresos recurrentes. Muchos de ellos reparten periódicamente el flujo de caja a sus inversores. Este tipo de fondos son cada vez más comunes en el sector de los bienes inmobiliarios y de las infraestructuras: de hecho, la capacidad para generar ingresos de forma predecible y consistente es considerada por parte de los gestores de activos y de sus clientes de inversión como uno de los rasgos más atractivos y valiosos de los modelos de activos de bienes inmobiliarios y de infraestructuras. En 2018, por ejemplo, Brookfield Asset Management, uno de los principales gestores de activos reales del mundo creó su primer fondo de infraestructuras abierto, Brookfield Super-Core Infrastructure Partners.

Sea como sea, cualesquiera que sea la estructura exacta que el fondo utilice en cada caso particular, la cuestión clave es que los gestores de activos obtienen beneficios *mediante los fondos de inversión*. Los fondos son la base de su modelo de operaciones y financiación. Los fondos son donde los gestores de activos y sus clientes se «encuentran» por decirlo de alguna manera, ya que es en esos fondos en los que se retienen los activos a gestionar más importantes de los clientes (AUM). Fundamentalmente, son los fondos, no los gestores de activos en sí, los que realizan sus adquisiciones. Es habitual leer que, pongamos por ejemplo, BlackRock o Carlyle o KKR ha comprado este y aquel activo; pero, excepto en circunstancias especiales, no se trata de la compañía que gestiona los activos en sí misma, sino uno o más de los fondos que esta maneja el que hace la inversión y se convierte en el propietario.⁴

Puede que un ejemplo nos ayude a entender esto. Dos parques eólicos noruegos en Tellenes y Guleslettene respectivamente, que el enorme gestor de activos estadounidense BlackRock había adquirido supuestamente en 2016 y 2018, en realidad habían sido adquiridos por BlackRock Global Renewable Power II, un fondo cerrado al que un total de 67 inversores externos habían comprometido un total de 1.665 millones de dólares.⁵

⁴ Algunas empresas de gestión de activos adquieren ellas mismas activos, utilizando su propio capital más que los vehículos de inversión en fondos. Sin embargo, en estos casos, no actúan *como* gestores de activos sino como inversores institucionales.

⁵ J. Shankleman, «BlackRock Busts \$1 Billion Green Power Goal with Second Fund», 5 de julio de 2017, bloomberg.com.

De este modo, los parques eólicos pasaban a ser propiedad del fondo, lo que significaba que sus propietarios reales finales («beneficiarios») eran las docenas de inversores que habían proporcionado el capital al fondo, en proporción a su respectivo número de participaciones en el mismo. El que los gestores de fondos «sean los dueños» de los activos adquiridos en este tipo de situaciones supone una práctica y ubicua abreviatura para los lectores familiarizados con el mundo de la gestión de activos, que saben que «Black Rock» típicamente quiere decir «fondos de inversión controlados por BlackRock», aunque esto sea técnicamente incorrecto. También nosotros seguiremos esa costumbre: donde, en este libro, un gestor de activos sea identificado como adquirente o propietario de un activo de hecho es su fondo(s) el adquirente y propietario, a no ser que se señale explícitamente que no lo sea.

En resumen, no por nada el negocio de la gestión de activos a menudo se denomina «gestión de fondos». De hecho los gestores gestionan los activos de sus clientes, pero también gestionan los fondos mediante los que se invierten dichos activos.

Una cápsula informativa: la ecología de la industria

Hay toda clase de corporaciones en activo en la sociedad de gestión de activos. Más allá del hecho de que todas ellas, en un grado u otro, se dediquen a establecer fondos de inversión para reunir capital de los inversores e inviertan específicamente en vivienda, infraestructura o ambas, a menudo se da el caso de que hay muy poco que conecte las empresas en cuestión. Veamos tres ejemplos. La empresa estadounidense Digital-Bridge, se describe a sí misma como una empresa de «infraestructuras digitales». La británica Legal & General se define como una empresa de «servicios financieros». Solo la tercera, la francesa Amundi, se denomina como una «gestora de activos». Pero la gestión de activos, incluyendo la gestión de activos reales, es una parte importante de lo que hacen todas ellas.

Para conocer la sociedad de gestión de activos, es esencial lograr una noción básica de las principales clases de participantes institucionales. A riesgo de supersimplificar lo que, en realidad, es un panorama altamente complejo y heterogéneo, podemos identificar tres tipos principales (véase tabla 1.1). Las tres empresas anteriormente mencionadas ejemplifican las diferentes categorías.

Tabla. 1.1. Tipos de empresas que operan negocios de gestión de activos que invierten en vivienda y/o infraestructuras

Gestor de activos puro (pure-play)			Empresas de servicios financieros	Empresas operadoras
Generalistas	Gestores de activos alternativos diversificados	Especializados		
• Amundi (Francia)	• Blackstone (EEUU)	• Abacus Capital (EEUU)	• Allianz (Alemania)	• DigitalBridge (EEUU)
• BlackRock (EEUU)	• Brookfield Asset Management (Canadá)	• Global Infrastructure Partners (EEUU)	• Goldman Sachs (EEUU)	• Greystar (EEUU)
• Franklin Templeton (EEUU)	• Carlyle (EEUU)	• Griffis Residential (EEUU)	• Macquarie Group (Australia)	• Grosvenor Group (Reino Unido)
• Invesco (EEUU)	• KKR (EEUU)	• Stonepeak Infrastructure Partners (EEUU)	• Morgan Stanley (EEUU)	• Tricon Residential (Canadá)
	• Nuveen (EEUU)		• Legal & General (Reino Unido)	

Fuente: elaboración propia del autor.

El primer tipo es el *gestor de activos puro (pure-play)*. Gestionar activos, es decir, invertir capital de terceros inversores mediante fondos de inversión común, es la tarea de estas compañías, aunque no exclusivamente (puede que también se involucren en otras actividades comerciales) y lo que constituye su núcleo central: la gestión de activos es su principal línea de negocio, y por la que son conocidos. De las tres categorías, esta en concreto merece una mayor segmentación, particularmente en función de cuál es el papel que tienen la vivienda y las infraestructuras en los tipos de activos en los que invierten los gestores. Resulta útil pensar en esta cuestión en términos de espectro. En un extremo del espectro están los generalistas, quienes invierten a lo largo de toda la gama de clases de activos y obligaciones que cotizan en bolsa (emitidas por corporaciones privadas y por el gobierno), mercancías, divisas, capital riesgo y sector inmobiliario, así como en vivienda e infraestructuras. Amundi pertenece a ese tipo de generalistas. Otra de ellas, y la más grande en el mundo en términos de AUM, es BlackRock.

En el otro extremo del espectro están los gestores de activos especializados, que solo invierten en infraestructuras, en vivienda o en ambos. Por

ejemplo Global Infrastructure Partners, entidad que hemos visto anteriormente, es un gestor de activos especializado puramente en activos de infraestructuras. Mientras que un ejemplo de gestor especializado en activos de vivienda sería Abacus Capital Group, una empresa estadounidense cuya oficina central está en Nueva York y que invierte solo en propiedad residencial (de hecho, lo hace solo en un tipo determinado de propiedad residencial, a saber, la vivienda multifamiliar).

Un informe reciente afirmaba que de las 1.422 empresas que en 2021 gestionaban fondos de activos cuyas inversiones tenían en el punto de mira vivienda europea (aunque en la mayor parte de los casos no estaban limitados a ello), solo el 95 por ciento de las mismas estaban especializadas en inversión residencial.⁶

Por último dentro de la categoría de gestores de activos especializados encontramos gestores de activos «alternativos» más diversificados. Además de invertir en vivienda o en infraestructuras (o en ambos), estas empresas también operan con uno o más fondos de capital riesgo, fondos de alto riesgo, materias primas o deuda privada. Pero difirieren de los generalistas, de los que hemos hablado en la medida en que no invierten en los modelos de activos «convencionales» de obligaciones y valores que cotizan en bolsa públicamente, de ahí la etiqueta misma de «alternativo». El más conocido de estos gestores de activos puros y diversificados es Blackstone. Es relevante e interesante, tal y como sugiere su nombre, que Blackstone y BlackRock, que suelen ser confundidos entre sí, compartan parte de su historia. El primero, fundado en 1985, ayudó a la creación financiera del segundo en 1988, siendo propietario en sus inicios del 50 por ciento del nuevo negocio, y manteniéndose como un accionista significativo del mismo hasta 1994.

Dejando por un momento a nuestros operadores especializados, nuestro segundo tipo principal de actor institucional en sociedades de gestores de activos son las *empresas de servicios financieros* diversificados. Muchos de los principales actores en la gestión de activos en general (es decir, de todo el abanico de tipos de activos) son instituciones para las cuales la gestión de activos no es más que uno de los servicios que ofrecen a sus clientes: otros servicios suelen incluir la banca comercial, inversión bancaria, divisa extranjera, custodia de valores, y algunas veces también los seguros y la reaseguración. Algunas de estas compañías de servicios financieros diversificados operan solo dentro de la gestión de activos convencionales,

⁶ D. Gabor y. Kohl, «My Home Is an Asset Class: The Financialization of Housing in Europe», enero de 2022, p. 51, en greens-efa.eu. Hay que señalar aquí que no todas las 1.422 empresas (de hecho ni siquiera todas las del poderoso subconjunto de especialistas en fondos residenciales) eran gestores de activos especializados: algunas pertenecían a alguna de nuestras otras dos categorías.

al tiempo que evitan las clases de activos alternativos, como son los activos reales. Pero una gran cantidad de ellas invierten substancialmente en activos reales, incluyendo vivienda e infraestructuras en beneficio de sus clientes. Ejemplos de ello son la empresa estadounidense Goldman Sachs, la australiana Macquarie Group y la británica Legal & General.

Una de las cosas que hace que las sociedades de gestión de activos sean particularmente complejas es que las empresas de servicios financieros a menudo son clientes de los gestores de activos, más que (o puede que incluso a la vez que) ellos mismos son operadores de gestión de activos. Esto se da sobre todo (si bien no solo) en lo tocante a las empresas de seguros, las cuales, tras los fondos de pensiones, han sido tradicionalmente la mayor fuente de capital comprometido en los fondos de inversión de los gestores de activos (véase figura 1.1). Pero, incluso si esto hace la imagen aún más confusa, es importante reconocer que algunas de las mayores y más influyentes gestoras de activos del planeta, incluyendo las que se mueven en la esfera de los activos reales, son de hecho empresas cuyos negocios principales se basan en la provisión de servicios de seguros y reaseguros. El principal ejemplo es la alemana Allianz Group, fundada hace bastante, en 1890, una veterana, y que suele ser identificada como la empresa aseguradora más grande del planeta. No es solo que Allianz no dependa en general de los gestores de activos para invertir su propio y considerable capital, sino que lo invierte en la propia empresa y, además, mediante su compañía gemela de gestión de activos, PIMCO. Además Allianz Global Investors, también gestiona e invierte enormes cantidades de capital externo, lo que ha logrado que las AUM de estos terceros hayan superado los 2 billones de dólares a finales de 2021.⁷

Nuestra tercera y final categoría de principales participantes en los negocios de la gestión de activos reales son las *empresas operadoras*. Estas son empresas cuyos negocios centrales están basados en poseer y operar propiedades residenciales o infraestructuras usando su capital propio, pero que adicionalmente se involucran en esta misma actividad, es decir invierten en activos reales generadores de ingresos utilizando el capital de otros inversores agrupados dentro de discretos fondos de inversión. Aunque a veces la naturaleza de la intervención en el entorno urbanístico sea la misma, independientemente de qué capital se use en ello, el modelo comercial de las empresas es remarcablemente diferente entre los dos casos: mientras que su actividad principal genera ingresos bajo la forma de honorarios que se cargan a los usuarios de la vivienda o de las infraestructuras, las actividades laterales de los gestores de activos generan fundamentalmente beneficios bajo la forma de comisiones pagadas por las sociedades limitadas de sus

⁷ Allianz Group, *Annual Report 2021*, p. 83, en allianz.com.

fondos de inversión. En este capítulo voy a analizar la naturaleza de este tipo de cargos.

En la parte de las infraestructuras consideremos el ejemplo del grupo radicado en Florida, el DigitalBridge Group. Su actividad principal (denominada «Digital Operating») requiere utilizar el propio balance contable de DigitalBridge para comprar, poseer y operar activos de telecomunicaciones digitales, incluyendo torres de telecomunicaciones, redes de fibra y, en particular, centros de recogida de datos. También posee una creciente actividad de gestión de activos («Digital Investment Management»), que utiliza un abanico de inversiones para poseer y operar el mismo tipo de activos en beneficio de terceros inversores, cuyos compromisos combinados en dichos fondos —que representan los AUM de terceros inversores de DigitalBridge— ascendieron hasta los 44.000 millones a finales de 2021. Cuando escribo estas líneas la actividad principal ha adquirido un tamaño cuatro veces mayor que la actividad de gestión de activos, si se compara en términos de ingresos, que en sí ascendieron, respectivamente, a 763 millones y 192 millones en 2021.⁸

Este tipo de híbridos entre empresas operadoras y gestoras de activos son en cierto modo mucho más habituales en la parte de la vivienda. Tres ejemplos sumamente conocidos de ello son la británica Grosvenor Group, la canadiense Tricon Residential y la empresa estadounidense Greystar, todas ellas invierten en vivienda de alquiler utilizando tanto su propio capital como capital de terceros. La diferenciación entre estas dos partes de la actividad es difícil de discernir en el caso de Greystar (una empresa de capital privado con límites a la información que se divulga), pero resulta mucho más claro en los otros dos casos, que proporcionalmente son mucho más parecidos entre sí. Tricon, que invierte únicamente en propiedad residencial (principalmente en Estados Unidos, y mayoritariamente bajo la forma de viviendas unifamiliares) y que a finales de 2020 poseía 2.600 millones en capital de socios privados bajo gestión en fondos como son Tricon Housing Partners US I y II, que gana 14 veces más alquilando sus propias propiedades (478 millones de dólares en 2020) que de su actividad de gestión de activos (34 millones de libras).⁹ Grosvenor, el vehículo inmobiliario del Duque de Westminster, que invierte tanto en bienes inmobiliarios comerciales como residenciales, gana diez veces más alquilando sus propias propiedades (164 millones de libras en 2020) que de su actividad de gestión de activos (16 millones de libras).¹⁰ El que alguien

⁸ DigitalBridge Group, Inc., *Annual Report for the Fiscal Year Ended December 31, 2021*, pp. 50-51, en ir.digitalbridge.com.

⁹ Tricon Residential, *2020 Annual Report*, pp. 43, 89, en investors.triconresidential.com.

¹⁰ Grosvenor Group Limited, *Financial Statements for the Year Ending, 31 diciembre de 2020*, p. 48, en grosvenorlive.b-cdn.net.

como el Duque de Westminster, la quinta esencia de la aristocracia, esté en el negocio de la gestión de activos nos da una clara y útil señal de que, pese a lo relativamente novedoso que resulte la gestión de activos como modelo de propiedad y distribución de capital, al menos en el Reino Unido sigue firmemente ligado a algunas de las estructuras más longevas y arraigadas socialmente de distribución de la riqueza y de producción de desigualdad. Ahora que disponemos de esta imagen básica de los principales tipos de empresas que compiten en la creación y la explotación comercial de las sociedades de gestión de activos, podemos empezar a trazar las líneas y contornos claves de estas sociedades en sí.

Los contornos de la sociedad de gestión de activos

La importancia del control de activos

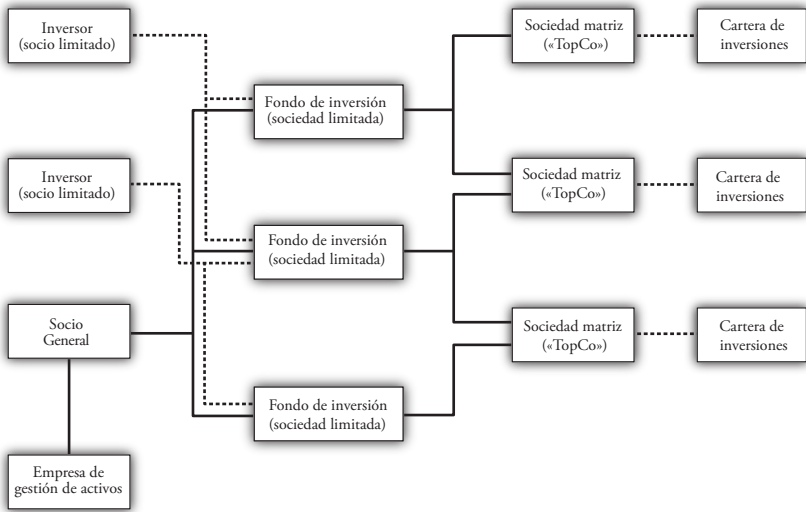
Una vez que el gestor de activos ha asegurado que el capital comprometido es el necesario para el fondo, puede comenzar a invertir este capital. En contadas ocasiones los fondos de activos reales hacen una única inversión. Lo más habitual es que un fondo posea una «cartera» compuesta por un abanico de posibilidades de inversión; y algunas veces, en particular cuando están involucradas grandes cantidades de capital, las inversiones en un único activo —como por ejemplo, una red de gasoductos o en una cadena de residencias sanitarias— se llevan a cabo vía múltiples fondos (figura 1.2). Sirva como ejemplo el buque insignia del fondo global Global Infrastructure Partners, GIP I, que se lanzó en 2006, y que invirtió cerca de 5.000 millones de dólares en 12 activos diferenciados durante sus doce años de existencia, entre ellos, aeropuertos, puertos, oleoductos, instalaciones de almacenamiento de petróleo y plantas de energía renovable.¹¹

Los activos adquiridos por los fondos de activos reales pueden ellos mismos estar en distintos momentos de su propio ciclo vital. Las inversiones inmobiliarias y en particular en infraestructuras a menudo se colocan en una de las tres categorías del periodo de vida. El primero es el «proyecto nuevo», que quiere decir que los inversores financian la construcción de un activo que aún no existe. El «proyecto de reacondicionamiento» se refiere a un activo que existe pero que necesita de una renovación substancial o de una mejora. Por último, los activos «secundarios» están totalmente operativos. La información sugiere que cerca de las tres cuartas partes de las inversiones en fondos de infraestructura se agrupan en este último modelo; de los restantes, los activos vírgenes superan de largos las inversiones en

¹¹ GIP, «Global Infrastructure Partners IV...», pp. 6-8.

recondicionamiento en aproximadamente dos a uno.¹² En otras palabras, el gestor de activos está financiando nuevas infraestructuras en menos de uno de cada cinco casos.

Figura 1.2. Estructura pro forma de los mecanismos de inversión de los fondos de capital privado agrupados y controlados por los gestores de activos



Fuente: elaboración propia del autor.

Mientras, en el ámbito de la vivienda, la inversión por parte de los gestores de activos se ha limitado históricamente a los activos existentes. Solo desde mediados de la década de 2010 esto ha comenzado a cambiar (y pese a ello lo ha hecho de manera lenta, y por ello a una escala relativamente pequeña) con el surgimiento en países como Australia, Irlanda, España y el Reino Unido del mercado de «construcción para el alquiler», en el que los gestores de activos se han ido asentando cada vez más en los últimos tiempos.

El análisis elaborado en este libro de las sociedades de gestión de activos sería considerablemente más sencillo de lo que es si todas las inversiones en activos reales de los gestores de activos fuesen como las realizadas por BlackRock y su Global Renewable Power Fund II en 2016 y 2018 en las instalaciones noruegas anteriormente comentadas. En ambos casos, las inversiones se realizaron en los activos mismos, en cosas reales físicas, tal y

¹² Andonov, Kräussl y Rauh, «Institutional Investors...», p. 3889.

como me he referido anteriormente a ellas en la introducción. Dicho esto, yo no he visitado ni Tellenes ni Guleslettene, y no sé si estas instalaciones muestran una placa en la que se nombre a su propietario. Pero si lo hacen, «BlackRock» o «BlackRock Global Renewable Power Fund II» sería probablemente lo que aparecería en la inscripción.

Los gestores de activos —o mejor dicho, sus fondos— a menudo pasan a poseer de manera directa el verdadero activo físico que proporciona el andamiaje necesario para la sociedad de gestión de activos. Dicho de otro modo, Tellenes y Guleslettene no son casos aislados. Podrían citarse incontables ejemplos similares que involucran activos físicos de diverso tipo. Por ejemplo, en 2018, la canadiense Brookfield Asset Management pagó 1.100 millones para adquirir 31 centros de datos en 10 países de cuatro continentes diferentes al grupo de telecomunicaciones AT&T.¹³ En 2020, el gestor de activos estadounidense Manulife Investment Management compró una plantación de almendros en New South Wales, Australia, por 98 millones de dólares.¹⁴ Y el año siguiente, otro gestor radicado en Estados Unidos, PGIM, gastó 120 millones en 6 bloques de apartamentos multifamiliares, en los que había 353 unidades residenciales en alquiler en las ciudades japonesas de Tokyo y Yokohama.¹⁵ Este tipo de acuerdos son los componentes transaccionales elementales de la sociedad de gestión de activos global, que conecta directamente a los gestores —y, agazapados tras ellos, a sus inversores institucionales— con un vasto y diverso abanico de sistemas físicos vitales para la reproducción social.

Sin embargo, a menudo, la conexión entre el gestor de activos y los activos físicos es, o al menos parece ser, algo mucho menos directo e inmediato. En general suele haber una empresa distinta entre ambos. Esto puede darse de dos maneras. Primera, y probablemente la más habitual, es que en lugar de comprar los activos físicos *per se*, la gestora de activos compre la empresa propietaria de los activos. En 2010, por ejemplo, el gestor australiano de activos, Macquarie Infrastructure and Real Assets (MIRA) empleó aproximadamente 574 millones de euros para hacerse con el control de la principal infraestructura para la transmisión de televisión terrestre y de señal de radio de la República Checa, compuesta por más de 800 torres y mástiles, además de 2.600 kilómetros de

¹³ Y. Sverdlik, «AT&T Sells 31 Data Centers to Brookfield for \$1.1B», 22 de junio de 2018, en datacenterknowledge.com.

¹⁴ M. Tracey, «US Investor Snaps Up Almond Orchard for \$98m», 5 de septiembre de 2020, en farmweekly.com.au. En aquel momento, Manulife Investment Management operaba bajo el nombre de Hancock Agricultural Investment Group, y no fue hasta noviembre de 2021 que adoptó la marca Manulife.

¹⁵ C. Caillavet, «PGIM Buys Greater Tokyo Multi-family Apartment Portfolio for \$120m», 7 de enero de 2021, en mingtiandi.com.

la red principal de fibra óptica.¹⁶ El acuerdo fue reseñable no solo por el hecho de que tres fondos distintos de Macquarie invirtieran conjuntamente en ello, sino porque adquirieron la operadora-propietaria de la infraestructura, una empresa llamada České Radiokomunikace, en vez de adquirir los activos mismos. Hoy en día, České Radiokomunikace sigue en funcionamiento como el operador-propietario de la infraestructura; el fondo Macquarie vendió la empresa en 2021.

Segundo, los gestores de activos algunas veces crean nuevas empresas para usarlas como vehículos específicos de la adquisición, y posterior operación, de activos reales. Uno de los ejemplos más conocidos de ello en los últimos tiempos tiene que ver con una empresa llamada Invitation Homes, creada en 2012 por la gestora de activos estadounidense BlackRock para adquirir, y posteriormente alquilar, viviendas unifamiliares estadounidenses. Mientras que en el caso checo antes mencionado varios fondos Macquarie compraron una empresa que ya poseía activos físicos, en el otro caso varios fondos de Blackstone, siendo el principal de ellos Blackstone Real Estate Partners VII, capitalizaron una nueva empresa con el objetivo de permitirle adquirir activos. Dicha empresa, Invitation Homes, realizó estas adquisiciones a gran escala, gastando 10.000 millones de dólares en la región para acabar convirtiéndose a finales de 2016, en el mayor propietario de viviendas unifamiliares del país, con una cartera de cerca de 48.000 propiedades.¹⁷

Pero la clave a desentrañar aquí, lo que debe resaltarse, es que, en ambos casos —ya sea comprando o creando una empresa que posea activos reales—, el gestor de activos, pese a que legalmente tiene «menos relación» con los activos físicos que cuando posee directamente los activos, en la práctica sigue igual de unido y más aún financieramente. Si el gestor de activos, mediante sus fondos, es el propietario de la compañía intermedia que a su vez es propietaria de los activos, esto significa que disfruta tanto del control de los activos (control que generalmente ejecuta vía designaciones mayoritarias en el órgano dirigente) como de todos los beneficios financieros asociados con la propiedad directa de capital. En su papel como longevo presidente de Blackstone, Stephen Schwarzman respondía así cuando hace no mucho se le preguntaba acerca de las ventajas de este tipo específico de enfoque inversor preferido por Blackstone y su plétora de fondos de inversión, es decir, ser directamente los propietarios de las empresas, ya sea comprándolas o creándolas: «Así se tiene el control total».¹⁸ Nuestra

¹⁶ «Macquarie-Managed Funds Acquire Česká Radiokomunikace», 6 de diciembre de 2010, en macquarie.com.

¹⁷ J. Berr, «Blackstone's Plan to Cash In on a \$10 Billion Housing Bet», 7 de diciembre de 2016, en cbsnews.com.

¹⁸ M. K. Flynn, «“Complete Control” Is the Beauty of Private Equity, Says Blackstone's Stephen A. Schwarzman», 17 de septiembre de 2019, en themiddlemarket.com.

hipotética placa con el nombre del propietario colocada en las paredes de las torres de emisión checas puede que tenga inscrito en ella «České Radiokomunikace», pero durante una década, «České Radiokomunikace» en realidad quería decir «Macquarie». Dichas torres de transmisión eran substantivamente tan parte de la empresa gestora de activos como lo son los parque eólicos de Tellenes o los centros de datos de Brookfield.

Aquí tenemos una de las principales diferencias entre la *sociedad de gestión de activos* —es decir, la creciente propiedad por parte de los gestores de activos especializados en sistemas físicos integrales a la reproducción social— y el denominado *capitalismo* gestor de activos —esto es, la propiedad cada vez mayor en manos de los gestores de activos de participaciones en corporaciones de todo tipo que cotizan en bolsa, y que cada vez lo hacen más mediante fondos indexados o de seguimiento que ocupan puestos en todas las participaciones dentro de determinados índices de mercado—. En las sociedades de gestión de activos, el gestor de activos controla el activo físico. De hecho, este control es un rasgo definitorio de la sociedad de gestión de activos, siendo un elemento integral de su propia constitución. Es el gestor de activos el que decide cómo se explota comercialmente a quién se vende la electricidad, si deben aumentarse o no los peajes de las carreteras, cómo debería alquilarse el suelo agrícola... Y esto es así incluso cuando existe una sociedad de cartera intermediaria de su total propiedad; como dijo Schwarzman, de Blackstone: *tienes el control completo*. A diferencia de ello, bajo el capitalismo de gestión de activos, el gestor de activos no controla la compañía en la que tiene participaciones. Con un 5 y un 15 por ciento de media, normalmente las participaciones en manos de los gigantescos y omnipresentes propietarios BlackRock, Vanguard y State Street son demasiado pocas como para proporcionarles ni siquiera el control formal. Más aún, como han señalado Lucian Bebchuk y Scott Hirst, estos gestores tienen participaciones en tantas empresas —por ejemplo Vanguard, tenía participaciones en más de 13.000 en todo el mundo en 2019— que, incluso aunque poseyesen el poder legal para ejercer el control, claramente no poseen la capacidad operativa necesaria para hacerlo de manera significativa: el equipo administrativo de Vanguard, cuya labor consiste en relacionarse con las empresas de su cartera, lo hizo solo con 21 de ellas ese mismo año.¹⁹ Más importante aún, las «Tres grandes» del capitalismo de gestión de activos ni siquiera desean controlar las empresas en las que tienen sus miles de puestos minoritarios. El control no forma parte

¹⁹ L. A. Bebchuk y S. Hirst, «Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy», *Columbia Law Review*, núm. 119 (8), 2019, pp. 2029-2146, hasta la p. 2077. Acerca de la falta generalizada por parte de BlackRock, Vanguard y State Street de implicación en empresas cartera en la que sus fondos indexados poseen acciones minoritarias, véase, R. Michaely y M. C. Ringgenberg, «Do Index Funds Monitor?», *Review of Financial Studies*, núm. 35 (1), 2022, pp. 91-131.

del modelo de negocio. Tal y como ha argumentado convincentemente Benjamín Braus, el hito del capitalismo de gestión de activos es precisamente la pasividad en la gestión de activos. Se trata de un capitalismo de accionistas grandes, universales y «desinteresados».²⁰

La sociedad de gestión de activos es fundamentalmente distinta. El control es uno de sus rasgos definitorios, su tarjeta de visita. Y por ello, esos gestores de activos generalistas que cabalgan entre los dos mundos —tal vez BlackRock sea el principal ejemplo— en realidad están compuestos (al menos) por dos actividades diferentes. Por una parte, se trata de la actividad mayoritariamente pasiva de comprar pequeños riesgos financieros esencialmente en todas las corporaciones que cotizan en bolsa. Por otro lado, están los negocios que nos interesan en este libro, representados por Real Assets Investment, el equipo de BlackRock que opera de manera casi aislada del equipo de gestores de los enormes fondos indexados de BlackRock. Este es el muy activo y práctico negocio de adquirir cantidades mucho menores de activos reales, físicos o las empresas que los sostienen, y en el proceso, modelar de manera directa y tangible las condiciones de la vida cotidiana de la gente ordinaria.

Problemas de demarcación

Pese a que el fenómeno que supone que los gestores de activos controlen el mercado inmobiliario o las infraestructuras vía la propiedad total de empresas intermediarias conforma gran parte de lo que constituye la sociedad de gestión de activos, los contornos que la delimitan dejan de estar tan claros cuando nos fijamos en un par de escenarios de inversión importantes y relativamente comunes. El primero tiene que ver con la propiedad fraccional. Por ilustrarlo utilizando de nuevo el ejemplo de BlackRock, resulta que, incluso cuando se trata de sus negocios con activos reales, hay veces en las que los fondos de BlackRock disfrutan solo de la propiedad parcial de los activos físicos o de la empresa que posee dichos activos. En estas situaciones la distinción entre sociedad de gestión de activos y capitalismo gestor de activos puede aparecer bastante difuminada. Hablando en general, a medida que disminuye la proporción en la propiedad del activo también lo hace el grado de control que se ejerce, así como por supuesto lo hace la extensión del potencial beneficio financiero al que pueden aspirar los accionistas capitalistas. Pese a lo imperfecta que pueda resultar, esta generalización vale para una práctica y sencilla regla general a la hora de delimitar una sociedad de gestión de activos, o lo que es lo mismo para

²⁰ B. Braun, «Asset Manager Capitalism as a Corporate Governance Regime», en J. S. Hacker, A. Hertel-Fernandez, P. Pierson y K. Thelen (eds.), *The American Political Economy: Politics, Markets, and Power*, Cambridge, Cambridge University Press, 2022, pp. 270-294.

determinar si los casos particulares de propiedad fraccionada resultan relevantes o no para nuestro análisis. Específicamente podemos decir que cuanto menor es el control de los gestores de activos sobre los activos reales examinados en este libro, menos enfáticamente estarán arraigados en la sociedad de gestión de activos.

Si esto suena demasiado abstracto o impreciso, veamos dos ejemplos instructivos. Uno es el de Invitation Homes, anteriormente mencionado. En enero de 2017, Blackstone sacó a bolsa Invitation Homes. Pero de entrada sus fondos retuvieron más del 70 por ciento de las participaciones, y Blackstone mantuvo el consejo de administración. Así, en esa coyuntura específica, las aproximadamente 5.000 propiedades en alquiler de Invitation Homes eran básicamente propiedad de Blackstone y una gran parte seguía en manos de la sociedad de gestión de activos: la gestora de activos continuó controlándolas, y de esta manera se mantuvo profundamente implicada en los procesos de reproducción social asociados a esas viviendas.

Sin embargo, según fue pasando el tiempo, las viviendas en cuestión fueron gradualmente dejando de ser parte de la sociedad de gestión de activos: Blackstone fue vendiendo progresivamente sus acciones y, en cierto momento, traspasó el control de la junta de administración. En noviembre de 2019, los fondos de Blackstone se retiraron y finalmente cobraron.

Esto, por supuesto, no quiere decir que los gestores de activos no sigan teniendo actualmente acciones de Invitation Homes. Lo hacen: todos los principales accionistas de la empresa son gestores de activos, previsiblemente liderados, en el momento de escribir estas líneas, por Vanguard (cuyos fondos indexados mantienen una participación combinada de cerca del 13 por ciento) y BlackRock (que mantiene cerca de un 8 por ciento). Pero en lo que respecta a Invitation Homes, estas dos gestoras son mutuamente independientes, una minoría de accionistas pasivos. No controlan la empresa, lo hace la administración. El que las empresas de activos operen de manera que privilegien los intereses de los accionistas de la empresa gestora de activos es simplemente porque la administración de la misma ha decidido que así sea. Tal vez lo más preciso que podemos decir es que, en situaciones como esta, las «cosas reales» como son las propiedades de Invitation Homes no son totalmente ajenas a la sociedad de gestión de activos, pero tampoco se encuentran en el núcleo, ni cerca de este, como sin duda lo estaban estas cuando se encontraban totalmente bajo la propiedad y el control de Blackstone.

Sin embargo, nuestro segundo ejemplo muestra que son infinitos los casos de propiedad fraccionaria, en los que el control de la gestora de activos se mantiene de manera más o menos absoluta, y la sociedad de

gestión de activos es de hecho el marco conceptual correcto. El ejemplo está relacionado con el Thames Tideway Tunnel, un «súper alcantarillado» para Londres estimado en 4.200 millones de libras. Cuando sea operativo (se estima que lo será en 2025), evitará que millones de toneladas de desechos no tratados contaminen el Támesis, y el coste de la operación para la construcción del túnel en último estadio recae directamente en los aproximadamente 15 millones de usuarios de aguas residuales del Thames Water Tunnel. El túnel lo está realizando una empresa llamada Tideway, que tiene solo cuatro accionistas, todos ellos empresas de gestión de activos: Allianz Capital Partners (parte de Allianz Global Investors), con un 34,3 por ciento; la británica Dalmore Capital, con un 33,8 por ciento; Amber Infrastructure, también una empresa británica, con un 21,3 por ciento; y la holandesa DIF, con un 10,6 por ciento.²¹ En la propiedad y operatividad de Tideway, estas cuatro empresas son el completo opuesto a inversores pasivos, mutuamente independientes: funcionan como un único consorcio de inversores integrados. Cada uno de los cuatro tiene asiento en el consejo de Tideway, asegurando de esta manera que los directores accionistas superen en número a los tres directores ejecutivos (o dicho de otra manera, a la administración). Tideway, de hecho, está dirigida por el consolidado consorcio inversor que la posee.

Ahora bien, si la propiedad fraccionaria es uno de los principales escenarios en los que las sociedades de gestión de activos están tal vez menos claramente definidas que en el caso prototípico de un único gestor de activos que disfruta exclusivamente del control de los activos físicos por virtud de su propiedad sobre ellos, el otro escenario similar es en el que esos activos no se mantienen gracias a la propiedad, sino que están sujetos a contratos a largo plazo. Este tipo de contratos, que son más comunes en el caso de activos de infraestructuras que en la vivienda, pueden adoptar un abanico de formas diversas. Una forma habitual es la concesión, que es una franquicia limitada temporalmente para gestionar y operar un activo y —crucialmente— recibir cualquier ingreso que este genere. El cuerpo que garantiza la concesión suele formar parte, aunque no siempre, del sector público. MIRA, uno de los principales gestores de activos australianos y que ya hemos visto anteriormente, es un ejemplo de prolífico comprador y accionista de concesiones de infraestructuras. Un contrato con esa importancia les llegó en 2018, cuando, a través de su fondo Macquarie Asia Infrastructure Fund II, pujó con cerca de 1.500 millones para asegurarse una concesión de 31 años para la gestión de nueve autopistas nacionales en India y cobrar los peajes pagados por los usuarios. No era la primera

²¹ A mediados de 2022 se anunció que DIF vendería sus acciones a sus coaccionistas, pero mientras se escribían estas líneas los permisos de terceras partes necesarios para el acuerdo no se habían materializado.

inversión de Macquarie de este tipo ya que llevaba invirtiendo en concesiones de peajes en carreteras desde 2012.

Junto con las concesiones, el otro tipo de contrato principal a largo plazo mediante el cual los gestores de activos mantienen activos es la muy debatida alianza público-privada (APP). Pese a que adopta formas en cierto modo diferentes en distintos países, los elementos centrales de una APP pueden enunciarse de manera sencilla. Conlleva que el sector público comisione a un actor del sector privado para que construya y tras ello opere —a lo largo de un periodo temporal definido— un activo físico determinado, que puede ser, por ejemplo, una carretera, un hospital o una escuela. A menudo, como sucede bajo la británica Private Finance Initiative (PFI), el contratista también se encarga de los préstamos necesarios para financiar la obra. El contratista suele estar constituido habitualmente como un Vehículo de Propósito Especial (VPE), y este vehículo generalmente suele ser propiedad de una gestora de activos. Por ejemplo, este es el caso de las escuelas británicas en Kent a las que nos referimos en la introducción. La Ebbsfleet Academy en Swanscombe es una de esas escuelas. Innisfree, un gestor de activos británico, tiene el 100 por cien de participaciones de capital del VPE —denominado New Schools (Swanscombe) Limited— que construyó la escuela y que tiene el contrato APP a veinticinco años para mantener los edificios (2002-2027). ¿Podemos decir que estos activos, en manos de los gestores de activos bajo el APP y los contratos de concesión, forman parte de la sociedad de gestión de activos? Sin duda alguna sí. Para empezar, en un número minoritario de casos el gestor posee de hecho los activos, pese a que solo lo sea temporalmente, hasta el fin del término del contrato. Por ejemplo en 2019, el gestor de activos británico Aberdeen Standard Investments pagó mas de 1.000 millones para adquirir la desaladora Carlsbad en Southern California, que posee un contrato APP para el suministro de agua durante 31 años y que se firmó en 2012 con la San Diego County Water Authority, cuya propiedad transferirá (por 1 dólar) a dicha autoridad cuando termine el periodo del APP.²²

Pero incluso cuando el propietario de activos *de iure* está ausente, lo que suele pasar en el marco de APP o de los contratos de concesión a largo plazo, el control del activo, sin olvidar la exclusividad del beneficio financiero, durante el término del contrato es de hecho similar a las condiciones logradas bajo la propiedad legal. Al fin y al cabo, si no lo fuesen los gestores de activos no invertirían. Y con ello, por último, está la cuestión de la condición del activo con el que el se queda el contratista una vez finaliza el contrato. ¿Cual es la vida útil de un activo? Cuando, a principios de los

²² G. Tan, «Aberdeen to Buy Desalination Plant for More than \$1 Billion», 29 de mayo de 2019, en bloomberg.com.

2000, la ciudad de Chicago y el estado de Indiana sacaron las concesiones para el Chicago Skyway y el Indiana Toll Road, lo hicieron sometiéndoles a contratos de 99 y 75 años respectivamente. Cada concesión, como señaló un analista, era «básicamente una venta, puesto que su término excedía la vida útil prevista para la carretera».²³ Por consiguiente, ya sea mediante contratos a largo plazo, o directamente mediante la propiedad, las gestoras de activos cada vez controlan más los elementos físicos básicos de la sociedad y la economía globales. Como consecuencia de ello, cada vez determinan más los parámetros de la vida cotidiana que cada una de nosotros es capaz de llevar. ¿Pero cómo funciona esto realmente en la práctica?

La sociedad de gestión de activos en vivo

Ya se trate de vivienda o de algún tipo de infraestructura, ninguno de los distintos activos reales en los que invierten los gestores de activos «autogenera» ingresos. Las casas de alquiler y los centros de datos deben ser alquilados. La tierra agrícola debe ser cultivada o, si no, alquilada a un granjero. Debe cumplirse con la demanda y suministro de electricidad mediante las redes de transmisión. Las escuelas deben limpiarse. Los peajes de carreteras deben cobrarse... Cualquiera que sea la forma que adopte el ingreso generado por los activos reales (y en breve volveremos a estas distintas formas de ingresos) siempre está involucrado algún tipo de trabajo que permitir que se dé esta producción de ingresos.

Identificar esto significa que se debe hacer una pregunta importante: ¿quién hace este trabajo? O, si le damos una vuelta a la pregunta: ¿quién opera la sociedad de gestión de activos, y se asegura de que los activos reales generen el flujo de fondos en el que invierten los gestores de activos?

A primera vista, cualquiera se imagina que sería poco probable que lo hicieran los gestores de los activos mismos. Al fin y al cabo, la gente no se une a Global Infrastructure Partners o a Blackstone para desempeñar el mantenimiento de los gaseoductos o para atender las llamadas de los inquilinos enfadados. Por lo que, de hecho, es bastante habitual que los gestores de activos no desempeñen ningún papel activo, ya sea directa o indirectamente, a la hora de operar los activos reales que poseen.

Tres de los ejemplos de las adquisiciones de activos que ya hemos analizado pueden valernos como casos ilustrativos. Como vimos, BlackRock adquirió el parque eólico de Tøllenes en Noruega en 2016. Pero no tiene ningún papel a la hora de operar dicho parque eólico. En cambio, al comprarla, entró en un acuerdo de servicio de varios años con la empresa de

²³ S. Malanga, «The New Privatization», verano de 2007, en city-journal.org.

energía renovable sueca Arise AB, bajo cuyo nombre esta última gestiona todos los aspectos de la operación y el mantenimiento. Cuando escribo estas líneas Arise gestiona un total de 14 parques eólicos escandinavos propiedad de terceras partes, la mayoría de ellas propiedad de gestoras de activos entre las que no solo se encuentra BlackRock (cuatro parques) sino que también está Allianz Global Investors (tres). Otro ejemplo es la planta desaladora anteriormente señalada, Carlsbad, que fue adquirida por la gestora de activos británica Aberdeen Standard Investment 2019 y tampoco desempeña un papel operativo. En su lugar la planta es gestionada por Poseidon Water, un promotor de proyectos de APP de tratamiento de aguas, y que, para empezar, es la empresa que construyó la planta de Carlsbad. El último ejemplo, es la concesión de los peajes a MIRA en India por el cual Ashoka Buildcon se constituyó como su socio operativo y para el mantenimiento local.

Algunos de los rasgos de este modelo de operación de activos son dignos de reseñar. Uno se refiere al carácter implícito del propio negocio del gestor de activos. Pensemos en BlackRock y Tellenes. Dado que todos los elementos operacionales están subcontratados, en este caso BlackRock no es en sí mismo ni una empresa energética ni *tampoco siquiera un inversor en una empresa energética*. Su inversión está hecha exclusiva y específicamente en un activo físico, y la base de su negocio es la maximización y extracción del ingreso —la renta— que genera este activo. Es por ello, un rentista en estado puro. Lo mismo puede decirse de Aberdeen Standard Investments en el caso Carlsbad y acerca de MIRA en el caso de los peajes.

Relacionado con esto, está la cuestión de la naturaleza misma del negocio de las empresas que manejan las operaciones para entes como BlackRock o Aberdeen. Consideremos de nuevo el caso de Tellenes y Arise AB. Arise opera actualmente diez de los parques eólicos que tiene en propiedad (además de los 14 que son propiedad de terceros) y en esos diez casos actúa dentro de la infraestructura de la empresa energética, tal y como habitualmente entendemos ese concepto, es decir, una empresa que genera y suministra energía a uno o más clientes. Pero este no es el caso de Tellenes. No se trata de una empresa energética sino de un proveedor de servicios; su cliente es BlackRock y BlackRock no le compra energía. De manera parecida, Aberdeen le compra servicios a Poseidon, pero no agua. En otras palabras, estos ejemplos suponen una reconfiguración fundamental de los modelos de negocios y de las relaciones. *No existe* una empresa energética o de agua como tal. Por una parte se trata de propietarios rentistas y por la otra están los proveedores de servicios a dichos propietarios rentistas.

Hay otro rasgo relevante del modelo de alquiler externalizado al que volveremos más tarde y con más profundidad en el capítulo 4. Concretamente:

los beneficios del gestor de activos aumentan claramente hasta el punto de que pueden limitar la cantidad que le paga a aquellos que limpian sus apartamentos, se sientan en sus cabinas de peaje y vigilan sus aparcamientos. Este es uno de los costes de la sociedad de gestión de activos.

Pero aunque, en muchos casos, los gestores de activos están totalmente alejados de la operación de sus activos reales, en otros los límites son mucho más difusos. Es el caso cuando los gestores se involucran, aunque sea de manera indirecta, en la operación de activos. Esto se suele hacer mediante una sociedad de cartera²⁴ que suele ser, aunque no siempre, también el propietario inmediato de los activos. La extensión y naturaleza de dicha implicación por parte del gestor de activos y también la explicación de ello, varía bastante. Algunas veces, simplemente forma parte del acuerdo; en particular en los casos en los que al hacerse con el control de los activos, el gestor de activos compra la empresa que posee y opera dicho activo, como es el caso por ejemplo cuando en 2010 MIRA adquirió el sistema de torres de difusión y el negocio que operaba dicha infraestructura a la checa Česká Radiokomunikace. Otras veces, sin embargo, los gestores de activos cultivan estratégica y activamente su implicación operativa. Por ejemplo este fue el caso del negocio estadounidense de Blackstone al adquirir viviendas unifamiliares de Invitation Homes, que gestionaba viviendas de alquiler. No había nada que les empujase irremediamente a hacerlo; los alquileres se gestionaban internamente en vez de ser externalizados, porque Blackstone decidió que esa era la manera en la que tenía que hacerse.

En último estadio, la naturaleza y la extensión de la participación operativa refleja las decisiones de los gestores de inversión basadas, entre otras cosas, en las consideraciones respecto a riesgos relativos y supuestos beneficios. Invitation Homes representa un ejemplo esclarecedor, porque mientras que ciertas actividades como el alquiler se gestionaban desde la empresa matriz, otras se habían externalizado. Como se explica en los folletos de cotización de la empresa solo aquellas actividades en las que se consideraba que era posible «capturar otras economías de escala y eficiencias operacionales» como es el caso del alquiler y las operaciones de contratación públicas, eran gestionadas internamente. El resto de las actividades se externalizaban. Por ejemplo el folleto señalaba que «en general nos aliamos con terceras partes del ámbito de la renovación de viviendas respecto a determinados servicios de mantenimiento y servicios especiales, como la calefacción, ventilación, sistemas de aire acondicionado, cubiertas, pintura e instalaciones de pavimentos».²⁵

²⁴ Una «sociedad de cartera» es una empresa que invierte en la propiedad de otras empresas y que generalmente las controla o participa en su gestión. [N. de la T.]

²⁵ Invitation Homes, «Form S-11», 6 de enero de 2017, pp. 6, 28, en sec.gov.

Otro ejemplo instructivo es el del gestor de activos estadounidense Manulife Investment Management (MIM), que si nos acordamos fue el que invirtió en una plantación de almendros en Australia en 2020. Farmland Investment ofrece un amplio abanico de diferentes posibilidades operacionales para gestores de activos como MIM. Un inversor puramente rentista simplemente tendría la propiedad y externalizaría todo lo demás, incluyendo la cesión y alquiler de la tierra a los granjeros inquilinos. Un inversor más «involucrado», en cambio, gestionaría el alquiler como Invitation Homes. Y un inversor que estuviese aún más involucrado puede que también comprase o impulsase una explotación agrícola real. Resulta que MIM, es un inversor muy involucrado operativamente. Al escribir estas líneas, tiene en propiedad, según su página web, alrededor de 175.700 hectáreas de terrenos agrícolas en Australia (c. 44 515 hectáreas), en Canadá (c. 4.900) y en Estados Unidos (c. 125.000).²⁶ Solo aparece como puro rentista de activos en el caso de las 25.000 hectáreas en las que MIM es propietario de la tierra. Pero mediante diversas sociedades en cartera, como por ejemplo Hancock Farmland Services en EEUU, MIM gestiona también más de 150.000 hectáreas del total que tiene. La mayor parte de estas hectáreas gestionadas están arrendadas: las cifras reales actuales no son de acceso público pero, en 2014 cuando la cartera inmobiliaria de terrenos agrícolas estadounidenses de MIM era más pequeña de lo que es actualmente, arrendó más de 80.000 hectáreas en los EEUU sujetas a plazos que iban de uno a diez años.²⁷ Es necesario recordar la cantidad de hectáreas que posee y gestiona MIM, o mejor dicho que sus sociedades de cartera gestionan, como es el caso de Farmland Management Services, *también las cultivan*.

Al igual que en el caso de Blackstone-Invitation Homes, la naturaleza y la extensión de la implicación operativa de MIM frente a su propiedad agrícola refleja decisiones de inversión estratégicas. Generalmente arrienda propiedades en las que se cultiva en hilera, como por ejemplo el maíz y la soja, que se plantan anualmente en hileras suficientemente anchas como para que permitan labrar, recoger o cultivar mediante máquinas agrícolas. Mientras tanto, suele cultivar en nombre propio aquellas de sus propiedades dedicadas a cultivos permanentes como las viñas. ¿Cuál es la razón de estos enfoques diferenciados? Se debe a que cada tipo de cultivo está asociado a niveles de riesgo diferentes, lo que hace que deban tener estilos de gestión diferentes. En 2014, MIM señalaba que «el alquiler es la opción de gestión con menor riesgo y por ello suele proporcionar un ingreso menor en devolución. La operación directa es un tipo de estrategia de inversión agraria de riesgo más elevado y que en general suele proporcionar un retorno de ingresos más elevado».²⁸

²⁶ En haig.jumpingjackrabbit.com (como aparece a mediados de 2022).

²⁷ Hancock Agricultural Investment Group, «Farmland Investor», otoño-invierno de 2014, p. 3, en haig.jumpingjackrabbit.com.

²⁸ *Ibidem*.

Independientemente de su naturaleza, tamaño y razón, en todos estos casos en los que se ha involucrado en la operatividad de los activos, el gestor de activos ha invertido tanto en el activo físico como en el negocio que permite que esos activos generen ingresos. Por lo que sin duda alguna es un rentista, pero no es solo eso.

¿Quién paga y cómo paga?

La sociedad de gestión de activos es una sociedad en la que una gran mayoría de los sistemas físicos básicos para el funcionamiento social y de la reproducción social —los refugios y las infraestructuras en las que confiamos para mantenernos vivos y en buen estado— son poseídos y están gestionados por gestoras de activos. Los gestores de activos obviamente no invertirían en la propiedad de estos sistemas a no ser que se les pague para hacerlo. Y todo, incluso esos sistemas que permiten algo tan esencial como es la existencia social, tienen un precio, especialmente hoy en día, en una época en la que la idea, por usar las palabras inmortales de Milton Friedman, de que «no hay nada que sea realmente gratis» ha alcanzado el estatus de verdad universal. En resumen, para acceder y utilizar los sistemas de funcionamiento y reproducción social, la sociedad siempre ha pagado dicho servicio de una manera u otra. Así que entender y asumir qué significa la sociedad de gestión de activos requiere comprender, con todos sus matices y vertientes, cuáles son las maneras en las que la gente paga por ello.

Del mismo modo que los gestores de activos son propietarios directamente, aunque en diferentes grados de los activos reales —algunas veces los controlan directamente, otras veces los controlan de manera remota mediante una o más empresas intermediarias—, la gente normal que depende de dichos activos realiza sus pagos a dichos gestores de activos de maneras que algunas veces son relativamente directas y muchas otras son mucho más indirectas. Otra manera de expresar esto es decir que las fuentes de ingresos de los gestores de activos nacidos de la propiedad de activos reales algunas veces adopta la forma de pagos realizados directamente por personas ordinarias, mientras que en otros casos representan pagos efectuados mediante instrumentos intermedios —pese a que en último término es el ciudadano ordinario quien acaba pagando, aunque sea de manera indirecta— por el servicio. Los distintos mecanismos de pago importan, no solo empíricamente, para comprender cómo funciona la sociedad de gestión de activos; importan también socialmente, e incluso políticamente. Cuanto más alejado esté el pagador final del receptor del beneficio, menos visible, hablando en términos generales, es para el primero. Así que, teniendo en cuenta que sistemáticamente se paga a los gestores de activos

por servicios imprescindibles para la reproducción social, sin ser conscientes de ello, vivimos gran parte de nuestro tiempo en sociedades de gestión de activos. Este es el mensaje de la cita inicial de este libro.

Para empezar analicemos dos individuos hipotéticos, su día a día y sus vidas cotidianas. Uno en Madrid y otro en Chicago. Y analicemos algunos de los pagos que hacen a lo largo de sus vidas: en particular, el pago que la persona que reside en Madrid hace para alquilar su casa y el pago del residente en Chicago para aparcar su coche fuera de la oficina en el centro de la ciudad en la que trabaja. Pese a vivir en un bloque de pisos en Carabanchel, en la parte suroeste de Madrid, la residente española paga su alquiler al gestor de activos estadounidense Blackstone, que es la propietaria de su morada. Mientras tanto, el residente en Chicago le paga el cargo a un consorcio que está controlado por otro gestor de activos estadounidense, Morgan Stanley Infrastructure Partners, que posee una concesión para 75 años —firmada en 2008— para el sistema de parquímetros de Chicago (Chicago Metered Parking System), que comprende unas 36.000 plazas de parking en toda la ciudad. El segundo mayor inversor de los tres miembros del consorcio de Chicago es otro gestor de activos Allianz Capital Partners; el tercero es un fondo soberano,²⁹ Abu Dhabi Investment Authority.

Este tipo de pagos suponen un flujo directo de efectivo que pasa de las manos de las personas ordinarias a los gestores de activos, tal y como estos se relacionan dentro de la sociedad de gestión de activos contemporánea. Y pese a ello, en realidad, incluso aquí, la mayor parte de los individuos que realizan este tipo de pagos directos probablemente no tienen mucha idea de quién es realmente el beneficiario de los mismos. Al tiempo que, en este tipo de casos, el gestor de activos que recibe los pagos de parte de la gente corriente (más que de manos de instituciones independientes que median en formas que ahora veremos), suele redirigir este tipo de pagos de manera que su destino resulta bastante más opaco para el pagador.

En el caso de la vivienda propiedad de Blackstone la inquilina del bloque de pisos en Carabanchel paga el alquiler a una entidad española llamada Fidere Patrimonio SOCIMI. Fidere es un instrumento controlado por una entidad registrada en Luxemburgo llamada Spanish Residential (REIT) Holdco S.à.r.l. que es propietaria de más del 99 por ciento de las acciones de Fidere. Y esta entidad a su vez es un vehículo controlado por varios fondos de Blackstone, de los cuales el que posee más participaciones es Blackstone Real Estate Partners Europe IV. En realidad, en la práctica, Fidere es Blackstone. Aunque esto dista mucho de ser obvio.

²⁹ Un fondo soberano de inversión es un vehículo de inversión de propiedad estatal que controla una cartera de activos financieros nacionales e internacionales. [N. de la T.]

Como por ejemplo en el caso de las plazas de aparcamiento de Morgan Stanley, o como en el caso de Macquarie y sus concesiones para los peajes de carreteras, Morgan Stanley obviamente no se ensucia las manos operando los parquímetros de Chicago. La operación de los mismos está subcontratada a una empresa llamada LAZ Parking, por lo que es con LAZ Parking con quien interactúa el conductor de Chicago. Pero incluso si el conductor tuviese curiosidad por saber quién está detrás de la identidad de la empresa que recoge sus pagos por estacionar y descubrir la identidad de la entidad que los recibe, las cosas tampoco quedarían mucho más claras. El consorcio que tiene la concesión es una empresa con un nombre tan anodino como Chicago Parking Meters, LLC. Solo en el caso de que el conductor quisiera investigar acerca de la identidad de los accionistas de esta otra entidad podría encontrar los nombres de Morgan Stanley, Allianz y Abu Dhabi Investment Authority, es decir, las entidades a las que en realidad paga por estacionar.

Este tipo de pagos por parte de la gente corriente para acceder o utilizar activos reales propiedad de gestores de activos, como son las plazas de aparcamiento o los apartamentos representa, en cualquier caso, los ingresos basados en activos reales que este tipo de gestores de activos recibe de manera más directa, pese a que en general esta relación no parezca algo «directo» para el que está pagando. Los peajes de carreteras representarían otro tipo de pago que sigue este modelo de pago directo.

Cuando el propietario de la gestora recibe este pago de parte de una entidad independiente, mediadora, y no directamente de manos de la gente normal y corriente, la distancia entre estas personas y la sociedad de gestión de activos se hace mucho mayor. Este es el caso habitual de las entidades mediadoras que, de una manera u otra, dependen del activo en cuestión para poder proporcionar a la gente determinados productos o servicios. Dicha entidad puede pertenecer bien al sector público o al sector privado, y resulta útil analizar estos dos escenarios por separado, no solo por la manera en la que dicha entidad traslada el coste de los pagos al gestor de activos desde la gente corriente —este es un buen resumen de lo que hace— sino que pueden variar significativamente entre los dos casos.

Un buen ejemplo de empresas del sector privado que dependen de activos reales, y de los que no suelen ser los propietarios, para poder proporcionar a la gente productos o servicios necesarios son las empresas privadas de servicios públicos, como por ejemplo en sectores de telecomunicaciones o energéticos. Una de estas empresas es SSE Airtricity, que vende electricidad y gas a hogares de toda Irlanda. Pese a que posee una importante cartera de generación energética, esta empresa también adquiere grandes cantidades de energía eléctrica a terceros productores gracias a acuerdos de adquisición a largo plazo (PPA). A principios de 2017, firmó un PPA

de este tipo. Un contrato a 15 años con la que entonces era la granja solar más grande de toda Irlanda, un proyecto en Bann Road, en el condado de Antrim. Cuando empecé a escribir estas líneas, el activo Bann Road era propiedad de la empresa energética alemana BayWa. Sin embargo, posteriormente, pero durante el mismo año, Bann Road fue vendido a Greencoat Solar II, un fondo de inversión del gestor de activos Greencoat Capital (BayWa se mantuvo como socio operacional y de mantenimiento de Greencoat). Se estima que la electricidad generada por Bann Road y vendida a SSE Airtricity alimenta más de 300.000 viviendas. Los pagos de SSE Airtricity a Greencoat Capital son recuperados vía las facturas emitidas a esos hogares. Pero la posibilidad de que estos hogares sean conscientes de este hecho es probablemente mucho menor que la posibilidad de que los conductores de Chicago sepan que pagan a Morgan Stanley por aparcar.

Por supuesto que estas empresas de servicios públicos pueden ser públicas en vez de privadas y cuando se da este caso, su pago a las gestoras de activos como Greencoat Capital se traslada a los hogares de manera bastante similar a lo que pasa con Bann Road y SSE Airtricity. Una vez más podemos coger la californiana Carlsbad, la planta desalinizadora propiedad de la gestora de activos británica Aberdeen Standard Investments, como ejemplo. Donde Greencoat-Bann vende energía eléctrica a SSE Airtricity gracias a una concesión de 15 años, Aberdeen-Carlsbad vende agua al servicio público San Diego County Water Authority, gracias a una concesión de 30 años, específicamente, entre 50 y 68 millones de metros cúbicos de agua anual, lo que equivale aproximadamente al 10 por ciento de las necesidades hídricas de San Diego.³⁰ Los hogares que pagan por ese agua mediante facturas de consumo de agua tienen la misma relación mediada con Aberdeen Standard que tiene los hogares irlandeses y su consumo de electricidad, anteriormente nombrados, con Greencoat Capital.

En cambio, en aquellos escenarios en los que hay implicadas entidades mediadoras del sector público suele haber distintos mecanismos que permiten que se traslade el pago de los gestores de activos a la gente corriente, pese a que, en los casos en que los servicios prestados por esa entidad pública sean gratuitos en el punto de uso de los mismos. En este caso, tal vez el mejor ejemplo sean los hospitales públicos o las escuelas públicas construidas mediante asociaciones público privadas (APPs). Volvamos a la Ebbsfleet Academy en Kent en el sudeste de Inglaterra. El instrumento que en 2001 fue contratado para construir y posteriormente mantener la escuela es propiedad del gestor de activos británico Innisfree. Como escuela «academia», Ebbsfleet es independiente del control de la autoridad

³⁰ «Positive Operating Performance Boosts Carlsbad Desalination Plant's Bond Rating», 25 de octubre de 2019, en businesswire.com.

local —sus servicios educativos los proporciona una entidad benéfica, la Leigh Academy Trust— pero no es de pago para los alumnos, y está financiada directamente por el Department for Education (DfE).

Como el resto de los contratos PFI de Reino Unido el contrato de DfE con Innisfree para Ebbsfleet agrupa los pagos al contratista en un único cargo anual («unitario») para cubrir tanto los costes iniciales de capital como los costes del mantenimiento y funcionamiento en curso. Innisfree recibió un primer pago anual de este tipo en 2002; recibirá su último pago en 2027 que es cuando acaba el contrato.³¹ Pero la escuela no cobra inscripción. Si el DfE no cobra a sus estudiantes ni a sus familias para cubrir sus pagos a Innisfree del mismo modo que la agencia municipal de agua de San Diego cobra cargos a los usuarios del agua para cubrir sus pagos a Aberdeen, ¿cómo hace para recuperar sus costes de APP? ¿Quién, en última instancia, paga y cómo? La respuesta, por supuesto, es que lo pagan los contribuyentes británicos. Los impuestos generales financian el sistema británico de educación secundaria pública. Una minúscula parte de esa inmensa acumulación de dinero acaba encontrando su camino y llega hasta el pueblo de Swanscombe en Kent, donde está la Ebbsfleet Academy, y se divide entre las Leigh Academies, que son responsables de educar a los alumnos, e Innisfree, que es responsable del edificio físico en el que se educa a los alumnos.

Puede que alguien se pregunte si todo este desglose acerca de cómo y a quién pagamos por ocupar y utilizar diversas propiedades vitales e infraestructuras es realmente importante. Si los precios no aumentan de forma no razonable, y no se descuida la calidad, a quién le importa si la planta de tratamiento es propiedad del gobierno, de una empresa de agua o de una gestora de activos. Podemos pensar esto, pero, sin embargo, como demostraré, quién es el propietario tiene consecuencias en el precio y la calidad. Y los datos que he examinado aquí son los elementos clave del puzzle que explican la razón de ello.

Remuneración de los directivos

Como hemos visto, el fondo de inversión es un elemento central de la sociedad de gestión de activos; es el nodo alrededor del cual gira financieramente la sociedad. El fondo es el propietario de los activos físicos, reales. El fondo recibe los ingresos generados por esos activos: peajes, cargos por aparcamiento, alquileres de viviendas, cargos por agua y electricidad, pagos

³¹ De hecho, el contrato con Innisfree es para dos de las escuelas de Swanscombe, la tercera es Craylands, una escuela primaria controlada por una autoridad local. El total de los pagos unitarios a Innisfree a lo largo de la duración del contrato (2002-2027) asciende a 70,9 millones de libras esterlinas. Véase «Current Projects», 31 de marzo de 2018, en gov.uk.

unitarios APP y muchos más. Y el fondo recibe los ingresos de capital generados por la venta de activos. Como hemos visto también, la parte más sustanciosa del dinero depositado en el fondo de inversión e invertido por dicho fondo, no la componen los activos propios del gestor de activos. Pertenecen a los clientes del gestor, a saber, los fondos de pensiones, empresas aseguradoras y otras empresas similares.

Identificar este conjunto de rasgos diversos y fundamentales nos empuja a hacernos una pregunta importante: ¿cómo consigue el gestor de fondos/activos hacer dinero para sí mismo? Por bajar a tierra la pregunta, pongamos como ejemplo un caso hipotético de un fondo que invierte en activos reales 3 millones de dólares de los 100 millones de dólares de compromiso inicial, una proporción típica en el caso de los gestores de activos. Veinte años después, cuando se liquida el fondo, su valor ha aumentado hasta los 200 millones de dólares, en parte gracias a los ingresos generados por los activos adquiridos mientras que era propiedad del fondo, y en parte gracias a los ingresos de capital proporcionados por el uso de ese activo. Si estos 200 millones de dólares tuviesen que ser distribuidos estrictamente en proporción a los compromisos de capital iniciales, el gestor de activos recibiría 6 millones de dólares, un 3 por ciento del total. Pero en realidad, por supuesto, esto no es lo que sucede. Para nada. El gestor de activos obtiene beneficios mucho más considerables. ¿Por qué y cómo?

El gestor de fondos/activos recibe principalmente su remuneración mediante comisiones, y estas comisiones son un rasgo tan central e importante para la sociedad de gestión de activos como lo es en sí mismo el fenómeno del fondo. Es literalmente imposible entender por qué la sociedad de gestión de activos es tan lucrativa para los gestores de activos y tan problemática para más o menos todos los demás, a no ser que se comprenda el modelo de comisiones. Los cargos / pagos son de varios tipos, de los que los vamos a considerar los dos principales.

Los primeros son los costes de gestión. Todos los inversores externos que comprometen dinero al fondo pagan al gestor una cuota por el trabajo requerido para gestionarlo: invertir el dinero, gestionar los activos adquiridos y (potencialmente) venderlos. Pero la inversión en activos reales aparece bajo muchos modelos, con la consecuencia de que los términos del pago son cualquier cosa menos un concepto estandarizado. La variación en esos términos opera en dos dimensiones principales.

Una dimensión es la base sobre la que se recaudan dichas tasas, las tasas de gestión siempre se declararán y aplican como porcentajes, pero ¿un porcentaje de qué exactamente? Habitualmente la respuesta es: del capital comprometido. En otras palabras, si, por ejemplo, una empresa aseguradora compromete 50 millones a un fondo de activos reales, se le

cargará una tasa anual por la gestión equivalente a un porcentaje de esos 50 millones independientemente, es importante señalarlo, de si ese dinero se ha invertido ya o no. Pero no siempre el capital comprometido es la base sobre la cual se cargan las comisiones por gestión. A veces, la base es el capital invertido. A veces, es el valor bruto de los activos, el valor de mercado estimado de los activos propiedad del fondo.

La otra dimensión clave de la variación es el porcentaje en sí mismo. Aquí, el elemento clave es cómo de «activo» es el gestor —o lo activo que afirma ser— a la hora de gestionar el fondo. Cuanto mayor sea la cantidad de trabajo necesario, mayor es el porcentaje. En el mundo de la inversión en infraestructuras y bienes inmobiliarios, los fondos suelen diferenciarse no solo sobre la base de su estructura —esto es, la distinción entre abiertos y cerrados señalada anteriormente en este capítulo—, sino también en función de su perfil estimado de riesgo-rentabilidad. En uno de los extremos de este espectro están los denominados fondos «básicos», que son de bajo riesgo y que generalmente suelen invertirse en activos que generan ingresos seguros y predecibles, pero con poco potencial para la revalorización de capital. En el otro extremo del espectro están los fondos oportunistas en los que el riesgo es mayor, pero también lo es el potencial para la plusvalía y, por lo tanto, un mayor rendimiento de las inversiones. Los fondos de «valor añadido» se encuentran en el medio. Según las convenciones del sector, los fondos oportunistas que suelen ser cerrados, requieren de una gestión considerablemente más activa que los fondos básicos, que generan ingresos estables con poca necesidad de supervisión. Por eso los costes de gestión de los primeros son más elevados.

Un análisis llevado a cabo en 2015 por Preqin, un proveedor de datos, líder en el negocio de la inversión en activos reales, afirmaba que la media anual de los costes de gestión para los fondos de bienes inmobiliarios y de infraestructura estaba alrededor del 1,5 por ciento.³² Los fondos oportunistas en general suelen aplicar un 2 por ciento, y los fondos básicos están casi en el 1 por ciento. Los costes también pueden ser aplicados en una escala móvil, para incentivar compromisos económicos mayores. Por ejemplo, los inversores en Global Infrastructure Partners, GIP IV, pagan un 1,75 por ciento en los primeros 75 millones de dólares de capital comprometido, 1,5 por ciento en los siguientes 75 millones, y un 1,25 por ciento en los siguientes 75 millones, y a partir de esta cantidad un 1 por ciento en los montantes subsiguientes, pero con unas tasas globales sujetas a un límite mínimo del 1,3%.³³

³² Preqin, «Interests Aligned? Infrastructure Fund Terms and Conditions», noviembre de 2015, en docs.preqin.com.

³³ GIP, «Global Infrastructure Partners IV...», p. 18.

El modelo para estas cuotas de gestión es el modelo de gestión de los activos de capital riesgo, los cuales por supuesto implican la compra de empresas por parte de fondos, manteniéndolos en la esfera privada, es decir, no salen a bolsa: en este modelo la cuota del 2 por ciento es el tipo estandarizado desde hace mucho tiempo. De hecho, a los gestores de activos que adoptan un enfoque oportunista de cara a la inversión en bienes inmobiliarios se les suele denominar como «capital riesgo inmobiliario», cuyo corolario son las «infraestructuras de capital riesgo» (y a veces «infraestructuras de capital privado»). Muchos de los principales actores en la gestión de activos de bienes inmobiliarios que, como se recordará, también operan en el sector del capital riesgo *per se*, se les suele denominar genéricamente como gestores de activos «alternativos». De hecho, los límites son fluidos. Si, digamos, KKR adquiere una empresa privada cuyos principales activos son parques eólicos, ¿podemos decir que se trata de una inversión de capital privado o de una inversión en infraestructuras? La respuesta es: cualquiera de las dos o ambas. Por lo que no es raro que en estos tipos de casos los fondos de infraestructuras y privados de una gestora de activos co-inviertan en la iniciativa. Cada uno de ellos tiene su propia lógica. Solo si la adquisición es de los parques eólicos mismos, y no de una empresa que los posee y los opera, se trataría de un movimiento puro de infraestructuras, en el que no habría lugar para un fondo privado.

Sea como sea, si los costes de gestión de activos de infraestructuras y de bienes inmobiliarios se han diseñado siguiendo el modelo del capital riesgo, el segundo tipo de comisiones ha seguido el mismo camino: las comisiones por rendimiento. Cuanto mejores resultados proporcione el fondo a sus socios comanditarios, más pagarán dichos socios al socio general, o lo que es lo mismo, al gestor de activos. De nuevo, las comisiones son cualquier cosa menos algo estandarizado, aunque hay una mayor uniformidad en el mercado de estas que lo que hemos visto con las comisiones por gestión. La comisión por rendimiento más habitual es la denominada «interés devengado» o «*carried interest*» (simplemente «devengado»), que es un tipo de beneficio remunerado sobre la base de cualquier tipo de ingreso producido por la venta de un activo. A menudo el interés devengado solo se paga si el fondo obtiene un determinado nivel de retorno financiero para sus socios capitalistas, lo que es conocido como «tasa crítica de rentabilidad / tasa de referencia», y que habitualmente suele estar estipulada en un 8 por ciento, anualizado. Si se llega a la tasa de referencia, el socio general obtiene una parte, generalmente un 20 por ciento, de todos los retornos del fondo.

Los costes de gestión y las comisiones por rendimiento pagadas por los socios capitalistas del fondo representan el principal flujo de ingresos para los gestores de bienes inmobiliarios. Como pasa con los mundos que se superponen en el capital privado (y también en la inversión en fondos de

cobertura), es habitual oír hablar de «los dos y los veinte», la jerga en la que se suelen referir a los dos grupos de comisiones, es decir, un 2 por ciento de comisión de gestión y un 20 por ciento de comisión de rendimiento. Pero, como hemos visto, se da una variación considerable respecto a esta norma. Lo que hay que destacar es que el efecto que tienen esas comisiones combinadas es obviamente generar en beneficio del gestor de activos una participación de la recaudación del fondo que sobrepase de manera significativa la proporción de capital que, para empezar, este comprometió al fondo. Voy a examinar detalladamente esta dinámica particular en el capítulo 5. Por ahora, nos apañaremos con una breve ilustración de lo lucrativo que es el negocio del que estamos hablando. Echemos un vistazo a Macquarie Infrastructure and Real Assets (MIRA), que invierte en infraestructuras. En el año previo a marzo de 2021, sus costes de gestión y las comisiones por rendimiento combinadas alcanzaron los 1.600 millones de dólares.³⁴ Pero no contaba más que con 750 empleados, lo que significa que cada uno de ellos había generado una plusvalía de dos millones de dólares. No sorprende en absoluto que, con su renovada cultura empresarial basada en el «haré lo que sea por un incentivo» (así de acertada y certeramente se describía esta cultura empresarial en un reportaje periodístico de 2005), Macquarie —cuya historia veremos detalladamente en el capítulo 2— ha sido denominada la *fábrica de millonarios*.³⁵

Es también interesante señalar las contribuciones relativas de estas dos comisiones al botín mil millonario de MIRA en 2021, y que asciende a 600 millones de dólares. Las comisiones de gestión aportaron a dicho botín un 60 por ciento del total, y las comisiones por rendimiento un 40 por ciento. Esta enorme diferencia es bastante habitual en la gestión de activos reales pese a que por supuesto varía de año en año y de empresa a empresa. Esto es significativo. El interés devengado suele acaparar los titulares (un 20 por ciento); sin embargo, las cuotas garantizadas devengadas de las comisiones de gestión son el pan de cada día de los gestores de activos.

Hay otros dos últimos puntos a destacar. Uno es que todo el debate anterior acerca de las comisiones cargadas por los gestores de activos en el ámbito de los bienes inmobiliarios y de las infraestructuras se refiere a los fondos que operan en el núcleo de la sociedad de gestión de activos, es decir, en el punto en el que la tenencia del fondo le proporciona al gestor de activos un control significativo y activo sobre los activos físicos subyacentes. Como hemos visto, los gestores de activos y sus fondos también pueden invertir en bienes inmobiliarios y en infraestructuras de maneras

³⁴ Macquarie Group, «Management Discussion and Analysis, Year Ended 31 March 2021...», p. 21, en macquarie.com.

³⁵ C. Marriner, «The Making of the Millionaires' Factory», *Guardian*, 16 de agosto de 2005.

mucho más pasivas, sobre todo adquiriendo participaciones minoritarias en empresas de infraestructuras o de bienes inmobiliarios que cotizan en bolsa: digamos, un 5 por ciento de la alemana Vonovia (uno de los principales líderes mundiales en propiedad inmobiliaria de alquiler) o el estadounidense NextEra Energy (uno de los principales propietarios de instalaciones generadoras de energías renovables del planeta). Como ya he expuesto, este tipo de activos son más periféricos a la sociedad de gestión de activos, porque, en estos casos, el gestor de activos tiene mucha menos influencia en la sociedad; así que no les dedicaremos espacio en este libro. Sin embargo, los fondos que invierten específicamente en activos reales bajo este modelo pasivo, indirecto, también existen. En general son conocidos como fondos «de bienes inmuebles cotizados» o fondos «de infraestructuras cotizados»: el fondo mismo y en general también las acciones de la empresa en la que invierte el fondo, se comercializan públicamente. Un ejemplo, entre la miríada de este tipo de fondos, es el Lazard Global Listed Infrastructure Equity Fund, cuyas principales participaciones en el momento de escribir estas líneas ascienden a un 8,5 por ciento de las acciones en la National Grid [Red eléctrica nacional] (distribución y transporte del gas y la electricidad) y un 8,4 de la española Ferrovial (bienes de transporte). Las estructuras de comisiones de estos fondos son muy diferentes entre sí. Rara vez suman comisiones por rendimiento. Y, sin embargo, las cuotas de gestión nunca exceden el 1 por ciento; lo habitual para Lazard es que estén en el 0,85 por ciento.³⁶

El segundo punto a tener en cuenta es que, aunque las comisiones por gestión y por rendimiento representan una de las principales fuentes de comisiones para un gestor de bienes inmobiliarios, no suelen ser su única fuente de ingresos. Al adquirir puestos de control en empresas de infraestructuras o de bienes inmobiliarios, los gestores de activos suelen cargar a esas mismas empresas dos tipos de comisiones. La primera, para empezar, una comisión única por la transacción para cubrir los gastos en los que ha incurrido el gestor a la hora de adquirir la empresa, como son los costes bancarios y legales. La segunda es un tipo de comisión por cuatrimestre o año en curso sobre la base del asesoramiento continuo proporcionado por los profesionales de la inversión de activos pertenecientes a la empresa, incluyendo aquellos que requieren de la participación del consejo de administración. Tal y como David Carey y John Morris han señalado irónicamente, de esta manera es la empresa adquirida la que, de hecho, paga al gestor de activos por el privilegio de ser [comprados y] poseídos por ellos.³⁷

³⁶ Al menos, para los fondos de infraestructuras o inmobiliarios cotizados gestionados de forma activa. Las comisiones de gestión de los fondos de seguimiento, por ejemplo en el caso de Legal & General's Global Infrastructure Index Fund, siguen siendo mucho más bajas.

³⁷ D. Carey y J. Morris, *King of Capital: The Remarkable Rise, Fall, and Rise Again of Steve Schwarzman and Blackstone*, Nueva York, Crown Business, 2010, p. 50.

Estas comisiones adicionales están lejos de resultar algo inmaterial: tras un análisis de unas 600 adquisiciones por parte de fondos estadounidenses (aunque es cierto que dichas adquisiciones no son solo de bienes inmobiliarios o de infraestructuras), Ludovico Phalippou y sus colegas calcularon que las comisiones por transmisión y por seguimiento combinadas eran equivalentes a más del 6 por ciento del valor del total del capital privado invertido.³⁸ En la medida en la que los socios capitalistas del fondo sean los principales accionistas de las empresas que el fondo tiene en cartera (recordemos que el socio general normalmente solo compromete entre un 1 y un 5 por ciento del capital del fondo), también son ellos, correlativamente, los que se hacen cargo de dichos costes. Forzados a encarar este tipo de críticas, algunos gestores de activos han mostrado cada vez más predisposición a compartir esa carga, compensando una parte de los gastos de transacción y seguimiento con las comisiones de gestión pagadas por los SC, aunque esto no sea así siempre y normalmente solo hasta cierto punto.

El papel de la ingeniería financiera

En 2005, la empresa británica Terra Firma Capital Partners, dirigida por el renombrado financiero Guy Hands, logró lo que en aquel momento era la mayor compra de una empresa inmobiliaria residencial por parte de un gestor de activos. Uno de sus fondos adquirió Viterra, la filial inmobiliaria de la eléctrica alemana E.ON, que poseía y alquilaba 150.000 apartamentos a lo largo y ancho de toda Alemania. El acuerdo valoró Viterra y sus activos físicos en más de 7.000 millones de euros.³⁹ Pero el fondo Terra Firma en sí mismo no invirtió 7 mil millones de euros. De entrada, Viterra venía con una deuda de 125.000 millones de euros. Y más importante aún, de los 6.000 millones de euros que recibió E.ON por la venta, solo mil millones fueron realmente aportado por sus socios capitalistas del fondo de inversión. Así que, ¿de dónde salieron los otros 5.000 millones?

La respuesta le será totalmente obvia a cualquier persona que esté familiarizada con el mundo de la inversión de los gestores de activos en infraestructura o bienes inmobiliarios (o de hecho con el capital riesgo). Los otros 5.000 millones fueron un préstamo, concretamente de un grupo de bancos entre los que se incluían Citigroup, Barclays, Hypovereinsbank, Eurohypo, Royal Bank of Scotland y Société Générale. En la jerga de las finanzas se dice que la operación estaba muy *apalancada*

³⁸ L. Phalippou, C. Rauch y M. Ueber, «Private Equity Portfolio Company Fees», *Journal of Financial Economics*, núm. 129, 2018, pp. 559-585.

³⁹ A. Chambers, «Record Deal Highlights German Opportunities», 26 de mayo de 2005, en euromoney.com.

o dirigida. El compromiso del capital propio de Terra Firma al fondo que adquirió Vitterra no se hizo público, pero si asumimos por el bien del argumento que el 3 por ciento —30 millones de euros— de los mil millones de capital riesgo invertido fueron comprometidos por el socio general (siendo este porcentaje la media que se utiliza en la industria), entonces podemos considerar que la contribución de capital de Terra Firma como parte del valor empresarial de Vitterra de 7 mil millones o más, habría sido inferior al 0,5 por ciento.

Este tipo de apalancamientos tan significativo, en los acuerdos de los gestores de activos en el ámbito de los activos inmobiliarios, suponen más la norma que la excepción, aunque es cierto que en este caso el grado de ingeniería financiera, en lo relativo a Vitterra fue, en cierto modo, más elevado que la media. Cuando los gestores de activos invierten en viviendas o infraestructuras, invariablemente apalancan el acuerdo. Esto también funciona así en los casos de capital riesgo, lo que explica en cierta manera el nombre que se le dio originalmente a las transacciones de capital riesgo durante los años ochenta: «adquisiciones apalancadas». La deuda representa el mayor componente del acuerdo financiero, independientemente de si el gestor de activos está comprando la empresa que posee los activos físicos (como en el caso de Vitterra) o los activos físicos mismos. Como ejemplo de esto último veamos la adquisición en 2018, por parte de BlackRock del proyecto de parque eólico Guleslettene en Noruega. Del total de los casi 200 millones de euros en financiación del proyecto, 141 millones eran en deuda a largo plazo proporcionada por DekaBank Deutsche Girozentrale.⁴⁰ Con un 70 por ciento de apalancamiento, el acuerdo de Guleslettene no se salía de lo normal en el ámbito de las infraestructuras. Los porcentajes de apalancamiento tienden a fluctuar con el tiempo: en 2010 la media era del 61 por ciento; en 2013 del 77 por ciento.⁴¹

Los gestores de activos utilizan predominantemente la deuda para financiar sus adquisiciones de activos reales por una razón muy simple: para aumentar el retorno de capital. Tan integral es el poder del apalancamiento que Blackstone señaló dicha capacidad al explicar su modelo de negocio a los potenciales compradores de sus activos cuando salieron a bolsa en Nueva York en 2007. Merece la pena citar íntegramente el pasaje en su folleto de admisión a cotización en el que hablan de esto. Se refiere a fondos de capital riesgo, pero podría igualmente referirse a fondos de infraestructuras o inmobiliarios que no cotizan en bolsa:

⁴⁰ K. Gourtis, «BlackRock Scores Guarantee for Second Norwegian Wind Deal», 3 de julio de 2018, en infrastructureinvestor.com.

⁴¹ Preqin, «Infrastructure Industry Witnesses Leverage Boom», 22 de mayo de 2014, en preqin.com.

Una razón importante por la que muchos fondos de capital riesgo pueden producir retornos mayores de capital en comparación con las inversiones tradicionales de capital se debe a la acción benéfica del apalancamiento. En la típica operación efectuada por un fondo de capital riesgo —la adquisición apalancada de una empresa— el fondo de capital riesgo toma prestado la mayor parte del precio de la adquisición magnificando de esta manera el beneficio en su inversión, si el valor de la empresa se revaloriza (o su pérdida si el valor de la empresa decae). Si hoy en día un fondo de capital riesgo adquiriera una empresa con un valor empresarial total de 1.000 millones de dólares, una estructura habitual del capital para la transacción sería una inversión de capital de 300 millones de dólares y 700 millones de dólares en deuda [...] en caso de que el fondo de capital riesgo tenga éxito en su objetivo de mejorar los resultados operacionales de la empresa durante el periodo en el que son propietarios de la misma, cinco años después podrá llevar a cabo una venta de la empresa con un valor empresarial total de 1.300 millones de dólares, un 6 por ciento de revalorización anual sobre el precio que pagó, con lo que habrá logrado doblar su inversión de capital, o lo que es lo mismo, una tasa interna bruta anual de retorno del 15 por ciento.⁴²

En este ejemplo, el beneficio de la venta es de 300 millones de dólares (1.300 millones menos 1.000). El fondo duplica su dinero, lo que significa que obtiene un retorno del 100 por 100 porque invierte 300 millones de dólares pero recibe 600 millones de dólares (1.300 millones de dólares menos el repago de 700 millones de dólares en deuda). De no haber hecho uso de la deuda, su retorno habría sido solo del 30 por ciento, ya que habría puesto 1.000 millones de dólares y habría recibido 1.300 millones, pese a que el beneficio de la venta en sí hubiera sido el mismo. Este es el enorme poder del apalancamiento.

Y lo que es más importante, al invertir con apalancamiento en infraestructuras o viviendas, no es el propio fondo de inversión el que toma dinero prestado y en consecuencia quien debe responder por la deuda. En realidad, la deuda pasa a formar parte del balance de la empresa que el fondo ha adquirido o —como, por ejemplo, en el caso de la adquisición no de una empresa, sino de un activo físico, como un bloque de apartamentos, o un parque eólico— de una sociedad de cartera creada por el gestor de activos para mantener el activo adquirido. Además, suele denominarse deuda no-recíproca/no contraída, lo que significa que los acreedores solo pueden llegar a ejercer alguna acción específicamente en aquellos activos contra los que la deuda está garantizada.

⁴² Blackstone Group, *Prospectus*, 21 de junio de 2007, p. 149, en sec.gov.

Por lo tanto, si surgen problemas para devolver la deuda, no es el fondo de inversión, y menos aún su socio colectivo, quien se verá en la cuerda floja. Lo que, por supuesto, es precisamente el meollo de la cuestión. «Una parte fundamental para lograr que funcionase toda la estrategia», escribió Christopher Leonard en *Kochland*, en relación al negocio de gestión de activos de Koch Industries:

Fue la creación de un velo corporativo muy profundo y fuerte. Dicho velo protegía a la firma de capital riesgo frente a pérdidas catastróficas. La deuda se cargaba en la empresa objetivo, y si la empresa era fallida, la empresa de capital solo podía perder el dinero que había invertido, a menudo solo una pequeña fracción del precio de compra. Las pérdidas se contenían, desplazaban y mantenían fuera del balance de los inversores.⁴³

Gideon Haigh ha escrito sobre cómo Macquarie logra, de esta manera, poner en cuarentena el riesgo, es decir, «confiando en grandes cantidades de deuda no garantizada que, en caso de impago, no desestabilice otros activos del fondo, ni que puedan volverse en contra de la propia Macquarie».⁴⁴

Una de las ventajas de recurrir a la deuda para financiar inversiones en activos inmobiliarios es que los flujos de caja generados por esos activos mientras son propiedad de los fondos, ya sean alquileres de viviendas, peajes de carretera o pagos unitarios APP, pueden ser usados para amortizar la deuda, aumentando aún más los beneficios del fondo cuando llega el momento de la enajenación de activos. Para ver cómo funciona esto, volvamos al ejemplo proporcionado por Blackstone en su prospecto de cotización en bolsa: el de una hipotética empresa comprada por 1.000 millones de dólares, utilizando 300 millones de capital de inversores y 700 millones de dólares en deuda, y que posteriormente se vende por 1.300 millones. Como hemos visto, si se mantuvieran los 700 millones de dólares de deuda en el momento de la enajenación, el fondo que se encuentra tras el acuerdo duplicaría su dinero (de 300 a 600 millones de dólares). Pero si añadimos el factor de uso de los ingresos generados por la empresa, mientras era propiedad del fondo, para amortizar deuda, tal y como explica Blackstone: «Si durante ese periodo de tiempo la empresa ha utilizado sus operaciones de flujo de caja para reembolsar 300 millones de dólares de los préstamos para la adquisición», entonces de los 1.300 millones a pagar al principio, del importe primero solo quedarían 400 millones de dólares de deuda por amortizar, lo que proporcionaría un beneficio no

⁴³ C. Leonard, *Kochland: The Secret History of Koch Industries and Corporate Power in America*, Nueva York, Simon & Schuster, 2019, p. 319.

⁴⁴ G. Haigh, «Who's Afraid of Macquarie Bank?», 4 de julio de 2007, en themonthly.com.au.

ya de 600 sino de 900 millones de dólares para el fondo de inversión. De esta manera, el fondo no es que haya duplicado su dinero sino que lo ha triplicado. Huelga decir que, dado el uso que hacen los gestores de activos de grandes cantidades de deuda para financiar sus compras de activos reales, todo lo que pueda hacerse para reducir el coste de dicha deuda también ayuda a aumentar los retornos, y es en este paso en el que se ponen en marcha los complejos mecanismos de ingeniería financiera. Philip Ashton y sus colegas han señalado, por ejemplo, que el consorcio que adquirió tanto las concesiones de Chicago Skyway como Indiana Toll Road en 2005 y 2006, respectivamente, es decir, una asociación entre el fondo estadounidense de infraestructuras de Macquarie y el desarrollador de infraestructuras de transporte español Cintra, utilizó contratos de permuta de tipos de interés con este fin.⁴⁵ Del mismo modo, mientras estuvo bajo la propiedad y el control de los fondos de Blackstone, Invitation Homes utilizó técnicas de titulización para rebajar el coste de la deuda que contrajo para financiar su inversión de adquisición de viviendas unifamiliares. En concreto, emitió bonos respaldados por los flujos futuros sobre las rentas del alquiler proporcionadas por dichas viviendas. Aproximadamente un 75 por ciento de los 10.000 millones de dólares que Invitation Homes invirtió en parque inmobiliario antes de su salida a bolsa en 2017, se financió con deuda, y más de dos tercios de esa deuda era deuda titulizada y no simples préstamos. La deuda titulizada era más barata: los cupones (las tasas de interés) sobre los bonos, obligaciones, respaldados por el alquiler oscilaron entre el 2,21% y el 2,89%; las tasas de interés de los préstamos concedidos a Invitation Homes oscilaban entre el 3,03 y el 3,54 por ciento.⁴⁶ Cuando pides prestados miles de millones, hay una enorme brecha respecto al diferencial de costes.

Además, existe otra importante razón para dicho tipo de ingeniería financiera: la deuda puede utilizarse, y se suele hacer, para acelerar los retornos para el fondo de sus inversiones en infraestructuras y viviendas, es decir para adelantar en el tiempo esas devoluciones. En breve volveré a los mecanismos de este tipo de aceleraciones, pero primero veamos la cuestión de la motivación. En parte, es algo sencillo: en igualdad de condiciones, los socios de un fondo prefieren obtener rendimientos antes que después; de hecho, el tiempo es dinero. Pero en realidad es mucho más que eso. Uno de los principales criterios con los que compiten los gestores de fondos entre sí por el capital de los inversores es la rentabilidad prometida y publicitada como logro de sus fondos; y lo que probablemente es la medida de

⁴⁵ P. Ashton, M. Doussard y R. Weber, «The Financial Engineering of Infrastructure Privatization: What Are Public Assets Worth to Private Investors?», *Journal of the American Planning Association*, núm. 78, 2012, pp. 300-312.

⁴⁶ Invitation Homes, «Form S-11...», pp. 77, 79.

rentabilidad de referencia del sector, la tasa interna de rentabilidad (TIR), está profundamente influida por el momento de las devoluciones: cuanto antes reciba el fondo un flujo positivo de efectivo, mayor es el TIR del fondo. Esto supone un poderoso incentivo para que los gestores de activos aceleren los retornos, aumentando de esta manera el TIR, hasta el punto que sea posible hacerlo.

Se utilizan dos métodos principales, aunque equivalen más o menos a lo mismo. El primero es la llamada recapitalización de dividendos. Imaginemos, en el caso hipotético descrito anteriormente en el prospecto de cotización de Blackstone, que el flujo de caja operativo ha sido usado para pagar 300 millones de los 700 millones de deuda inicial. En ese caso, la sociedad de cartera podría pedir prestada otra cantidad, por ejemplo, 200 millones de dólares, de los cuales una parte o todo podría utilizarse para pagar a sus accionistas un dividendo especial. Se trata de la recapitalización de dividendos: esencialmente una forma de que los inversores de capital obtengan valor de una inversión sin venderla. En tanto las infraestructuras y los activos inmobiliarios generan a menudo flujos de caja sólidos y predecibles, las «recapitalizaciones» de dividendos son habituales en el mundo de la inversión inmobiliaria. En 2020, por ejemplo, Empark, concesionario líder de aparcamientos con más de 500.000 plazas en la Península Ibérica, Gran Bretaña y Turquía, emitió 575 millones de euros en nuevos bonos. De ellos, unos 92 millones de euros del capital se destinaron al pago de dividendos al propietario de Empark, el Macquarie European Infrastructure Fund 5.⁴⁷

El segundo método basado en la deuda para extraer valor de inversiones en curso es el uso de préstamos participativos, en los que parte o toda la deuda utilizada para financiar una inversión es proporcionada por las mismas instituciones que invierten capital. Añadiré más cosas acerca de los préstamos participativos en el capítulo 6. El elemento crítico aquí es que los pagos de intereses que dichos préstamos generan durante la vida de una inversión equivalen a dividendos. Un caso reciente especialmente sobresaliente del uso a gran escala de préstamos participativos en el sector de activos reales es la británica Thames Tideway Tunnel, que como hemos visto, es propiedad de un consorcio de cuatro gestoras de activos. De manera combinada, los cuatro accionistas invirtieron aproximadamente 1.300 millones en el proyecto durante 2015. Pero solo 510 millones de libras eran fondos propios; los préstamos participativos

⁴⁷ A. Ramnarayan, «Divisive “Dividend Recap” Deals Return in Red Hot Debt Market», 22 de enero de 2020, en [reuters.com](https://www.reuters.com). Los fondos de Macquarie tienen una bien ganada reputación de emprender agresivas recapitalizaciones de dividendos. Véase en particular E. Chancellor y L. Silva, «Macquarie’s Secret Recipe», *Wall Street Journal*, 4 de junio de 2007.

ascendieron a 765 millones de libras.⁴⁸ Aunque el túnel no estará operativo hasta 2025, las gestoras de activos propietarias de la infraestructura llevan varios años recibiendo pagos de intereses sobre esos créditos: por ejemplo, en 2017-2018 el desembolso fue de 51,6 millones de libras. Por supuesto, el pago de intereses también debe financiarse, y en el caso de la autopista Tideway ha sido sufragado por aumentos preventivos en las facturas del agua de los hogares.⁴⁹ Para los londinenses esto fue, por citar la analogía hecha por un experto en financiación de infraestructuras, como «que te obliguen a pagar por un menú en un restaurante antes de que el restaurante haya abierto, y ni siquiera esté construido, y obviamente sin que haya servido ninguna comida».⁵⁰

Era una gran analogía. La deuda es eso: es un pagaré, arraigado en la promesa de reembolso, que a su vez suele estar enraizado en la promesa de hacer algo productivo con el dinero tomado en préstamo. Sin embargo, la deuda se vuelve algo intrínsecamente político, cuando las promesas se hacen esencialmente en nombre de otros actores involuntarios, o impotentes. La sociedad de gestión de activos está saturada de este tipo de deudas.

A estas alturas debería estar claro, al menos en líneas generales, qué es lo que implica la sociedad de gestión de activos, la naturaleza básica de sus formas económicas, claves, relaciones y las transacciones que la componen. Nos encontramos por ello en el camino de poder evaluar su significado. En el capítulo 3 completaré los elementos identificados en este capítulo: si sabemos quiénes son los principales gestores, quiénes le proporcionan el capital que utilizan, y dónde y en qué invierten principalmente sabremos exactamente hacia dónde dirigir nuestra crítica. Para empezar, en el capítulo 2, me pregunto cómo, por qué y cuándo apareció la sociedad de gestión de activos. Tanto su presente como su futuro están habitados y modelados por su pasado.

⁴⁸ Tideway, *Annual Report 2019/20*, p. 57, en tideway.london.

⁴⁹ G. Plimmer, «Investors Reap Rewards of London Super Sewer Long Before It Is Built», *Financial Times*, 8 de noviembre de 2018.

⁵⁰ *Ibidem*.

II CÓMO SURGIÓ LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE ACTIVOS

Blackstone en Berlín

En 2011, aproximadamente 500.000 profesores activos y jubilados del sistema de escuelas públicas del estado de Pensilvania se convirtieron, indirectamente, en propietarios de parte de una cartera de miles de apartamentos en alquiler en la antigua Alemania Oriental, anteriormente propiedad y operados por dicho Estado comunista. Lo hicieron porque una parte importante del dinero que tenían en su plan de pensiones, el Pennsylvania Public School Employees' Retirement System (PSERS), había sido comprometido en un fondo de inversión gestionado por el gestor de activos estadounidense Blackstone, que en septiembre de ese año adquirió aproximadamente 6.800 apartamentos alemanes, la mayoría en la parte del Berlín Oriental. Esta curiosidad histórica plantea dos preguntas clave. En primer lugar, ¿cómo y por qué los inversores financieros internacionales llegaron a poder comprar activos que antes pertenecían al sector público alemán? Y en segundo lugar, ¿por qué PSERS no solo invirtió en estos activos en particular, sino que lo hizo indirectamente, es decir, lo hizo específicamente a través de su compromiso de capital con un fondo de inversión de Blackstone?

Este capítulo comienza con este caso porque aunque su objetivo es responder a estas dos preguntas, también es hacerlo sobre el conjunto de la sociedad de gestión de activos. En otras palabras, ¿cómo y por qué, en primer lugar, han llegado a ser apropiables por parte de la sociedad de gestión de activos los diversos activos que conforman su mismo núcleo, desde las tierras de cultivo hasta parques eólicos, y desde viviendas hasta carreteras de peaje? Como veremos, muchos de estos activos solo se han vuelto apropiables hace relativamente poco; no siempre fue así. Además cuando pasaron a estar disponibles, para nada era inevitable que lo hicieran bajo una forma y condiciones que empresas como Blackstone consideraran financieramente atractivas. En otras palabras, ¿cómo y por qué estas miríadas de cosas físicas que forman la columna vertebral funcional de la

sociedad contemporánea se volvieron *comercialmente en objeto de inversión*? Esto nos lleva a la segunda y extensa pregunta que aborda este capítulo. ¿Por qué en las últimas décadas una proporción cada vez mayor del capital en manos de las principales instituciones de capital del mundo —con sus planes de pensiones, compañías de seguros y fondos soberanos— se ha invertido específicamente en activos de vivienda e infraestructuras, y no en otras clases de activos? ¿Y por qué, más concretamente, una proporción tan sustancial de esta inversión institucional en activos reales se ha realizado a través de gestores de activos, y no directamente?

El caso de PSERS, Blackstone y esos 6.800 apartamentos alemanes puede empezar a darnos algunas pistas. Como quedará claro, la sociedad de gestión de activos es hija de cambios políticos y económicos más amplios, relacionados en particular con el papel cambiante del Estado: de hecho, Blackstone y otros destacados gestores inmobiliarios pueden entenderse útilmente como, en palabras de un experto, «una élite no electa [...] que sustituye, cada vez en mayor medida, al Estado». Esta obtiene «grandes fortunas» al poseer activos que «solían ser de propiedad pública [y] de los que dependen vitalmente los ciudadanos».¹

Después de la reunificación alemana en 1990, las viviendas de alquiler de propiedad estatal en la antigua Alemania Oriental se vendieron al sector privado, al tiempo que gradualmente se eliminaban los controles. A partir de 2005, una empresa inmobiliaria local llamada Level One comenzó a comprar grandes existencias de este tipo de viviendas de alquiler privatizadas, principalmente en Berlín. Pero dicha adquisición se hizo casi en su totalidad a base de deuda, y cuando llegó la crisis financiera mundial en 2008, la acumulación de deuda inservible de Level One la llevó a la quiebra y forzó la bancarrota. Tres años más tarde, sus acreedores todavía buscaban compradores para las aproximadamente 28.000 viviendas de la empresa. El interés de los inversores crecía en consonancia con las subidas de los alquileres anunciados en el mercado, que en Berlín aumentaron más rápidamente que en cualquier otro lugar del país.

Mientras tanto, el mismo año en que Level One entró en quiebra bancaria, PSERS, con un plan de pensiones valorado en 67.000 millones de dólares, contrató a una consultoría llamada Wilshire Associates para que les asesorase acerca de cómo distribuir sus activos. Además de aplicar otras recomendaciones de Wilshire, incluida una mayor asignación al capital riesgo, se aumentó la asignación del plan al sector inmobiliario, pasando del 8 al 10 por ciento. Siguiendo esta recomendación, la junta directiva de PSERS aprobó una serie de nuevas inversiones en marzo de 2008, de las cuales la mayor fue un compromiso de 200 millones de dólares con un

¹ G. Haigh, «Who's Afraid of Macquarie Bank?», 4 de julio de 2007, en themonthly.com.au.

nuevo fondo de Blackstone, el Blackstone Real Estate Partners («BREP») Europe III.² Invertir en bienes inmobiliarios de forma indirecta y específicamente a través de Blackstone ya era una de las estrategias favoritas del PSERS: anteriormente había comprometido un total de 600 millones de dólares en dos de los fondos inmobiliarios con más solera de Blackstone (BREP V y BREP VI).³ Tenía ya así los ingredientes necesarios para la receta. En Alemania había un gran número de apartamentos que antiguamente habían sido propiedad del Estado; el aumento de los alquileres locales los hizo atractivos; y la posibilidad de conseguir los apartamentos a un precio «desvalorizado» a una empresa que presentaba suspensión de pagos, endulzó aún más la propuesta de inversión. Mientras tanto, inversores institucionales como PSERS invertían dinero en gestores de activos y fondos inmobiliarios a pesar del impacto de la crisis de las hipotecas de alto riesgo: cuando Blackstone cerró BREP Europe III en junio de 2009, tenía compromisos de capital por un valor de 3.100 millones, significativamente por encima de los 2.500 millones de euros previstos originalmente. En cualquier caso, Blackstone acabó agrupando el PSERS (y otros socios comanditarios en el nuevo fondo) y las viviendas de alquiler alemanas en septiembre de 2011, utilizando BREP Europe III para adquirir alrededor de 6.800 apartamentos propiedad de One Level por alrededor de 220 millones de euros, lo que representaba un descuento de más de un tercio del precio que Level One había pagado por ellos.⁴ Los inquilinos de los apartamentos en cuestión habían entrado en la sociedad de gestión de activos.

Antes de los agitados años noventa

La sociedad de gestión de activos es un fenómeno histórico relativamente novedoso. Representa, como hemos visto, una sociedad en la que los sistemas físicos clave que sustentan la vida social y su reproducción —los llamados activos «reales»— están cada vez más en manos de inversores institucionales, específicamente a través de la mediación de gestores de activos especializados y sus fondos de inversión. Tradicionalmente, sin embargo, los principales inversores institucionales, como los planes de pensiones y las compañías de seguros, en general no solían utilizar gestores de activos: en su inmensa mayoría invertían directamente. Además, tampoco invertían significativamente en activos reales: sus inversiones se centraban

² M. Sorondo, «PSERS Gets New Asset Allocation», *Investment Management Weekly*, 17 de marzo de 2008.

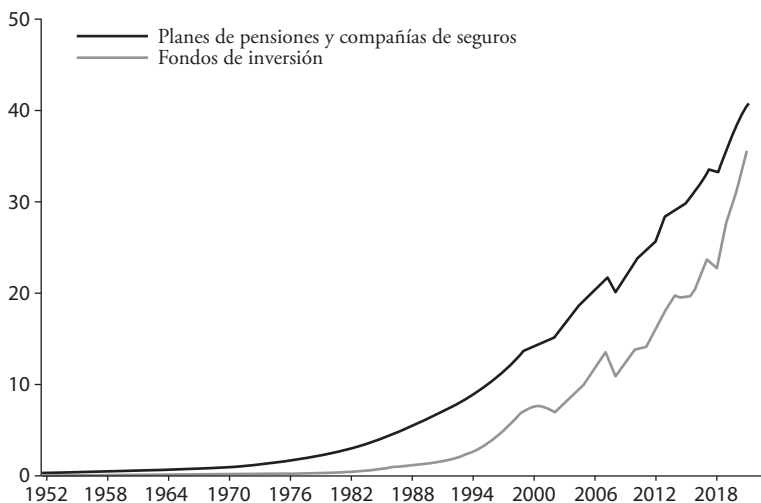
³ PSERS, «Public Investment Memorandum: Blackstone Real Estate Debt Strategies III, L. P. - Real Estate Commitment», 14 de noviembre de 2015, p. 5, en psers.pa.gov.

⁴ B. Bomke, «Blackstone zahlt 220 Mio. Euro für 7.000 Level-One-Wohnungen», 5 de septiembre de 2011, en immobilien-zeitung.de.

en valores financieros emitidos por empresas y (en menor medida) por el gobierno. En otras palabras, ninguno de los dos elementos esenciales de la sociedad de gestión de activos —la centralidad de los gestores de activos y de los activos reales— se cumplían.

Consideremos el caso prototípico de Estados Unidos. La figura 2.1 muestra, desde 1952 hasta 2021, los activos totales en manos de dos modelos de entidades con sede en EEUU. La primera categoría son las compañías de seguros y los planes de pensiones, que son los tipos dominantes de inversores institucionales. La segunda categoría son los fondos de inversión, es decir, los vehículos de inversión establecidos y gestionados por gestores de activos. Huelga decir que aquí existe una considerable superposición (o doble contabilización), en la medida en que grandes cantidades del dinero mantenido en fondos de inversión es precisamente capital que deriva de compañías de seguros y planes de pensiones: su capital es, predominantemente, el que invierten los fondos de inversión. Pero la cifra muestra claramente algo muy importante: no hace tanto que los gestores de activos han comenzado a desempeñar un papel importante en el escenario inversor estadounidense.

Gráfica 2.1. Activos por tipos de entidades financieras estadounidenses, 1952-2021



Fuente: OCDE

Si los gestores de activos son un fenómeno de antigüedad histórica reciente en Estados Unidos (y por extensión también en otros lugares: ya que los Estados Unidos son el lugar en el que *de facto* surgió la gestión de activos), también lo es la inversión del inversor institucional en activos reales. A mediados de la década de 1970, las participaciones por parte de los planes de pensiones y compañías de seguros estadounidenses en cualquier cosa que no fueran acciones, obligaciones y efectivo eran tan limitadas que resultaban irrelevantes. Un importante catalizador del cambio se produjo en 1974, con la aprobación de la Employee Retirement Income Security Act [Ley de seguridad de los ingresos de jubilación de los empleados], cuyo artículo 404 (c) impuso una serie de exigencias de diversificación de inversiones a los promotores de los fondos de pensiones, sentando así las bases para asignaciones significativas no solo de cara a los activos reales sino también abriendo la puerta a que se destinasen a otras clases «alternativas», como los fondos de cobertura y capital riesgo. No obstante, los comienzos de la diversificación fueron lentos, casi a paso de tortuga. En 1985, más del 90 por ciento del capital de los inversores institucionales estadounidenses seguía invertido en efectivo y en valores financieros que cotizaban en bolsa.⁵ Además, la mayor parte de la inversión alternativa estaba en capital riesgo y en bienes inmobiliarios comerciales; en 1985, la asignación total de Estados Unidos a vivienda e infraestructuras —los activos que sustentan la sociedad de gestión de activos contemporánea— era ciertamente inferior al 1 por ciento, y casi con certeza menor del 0,5 por ciento.

Una razón importante por la que históricamente los inversores institucionales de todo el mundo no invirtieron sustancialmente en vivienda e infraestructuras fue que dichos activos en general ni siquiera estaban disponibles para invertir en ellos o, al parecer, no tenían una forma que hubiera hecho que la inversión fuera financieramente atractiva. Empezamos con el alquiler de viviendas. Sin duda, durante las primeras décadas del crecimiento de la inversión institucional de posguerra en los países capitalistas avanzados, la mayoría de estos países poseían grandes sectores de alquiler. Pero gran parte de estas viviendas eran propiedad del Estado, en forma de viviendas sociales y, normalmente, el Estado se inclinaba activamente mucho más por construir nuevos edificios que en intentar vender los que tenía. Excepto en casos raros como Suecia, a la que nos referiremos más adelante, el sector privado de alquiler estaba por lo general dominado por pequeños propietarios, «los caseros», que poseían una o como máximo un puñado de viviendas. Esta «fragmentación» hizo que las viviendas de alquiler fueran intrínsecamente poco atractivas para los inversores institucionales, quienes, por definición, teniendo millones o miles de millones de dólares para invertir, buscaban oportunidades en las que invertir proporcionales a

⁵ «Real Estate Takes Its Place as the Fourth Asset Class», primavera de 2015, en naiop.org.

su medida: en igualdad de condiciones, los costes de transacción y gestión de realizar una inversión de 100 millones de dólares resultarán menores que cuando se realizan diez o 100 inversiones distintas. La vivienda de alquiler no se consideraba una «clase de activo» viable porque su propiedad estaba, en la mayoría de los casos, demasiado fragmentada; escaseaban las grandes carteras en venta.

Por otra parte, tampoco había activos de infraestructura atractivos de fácil acceso para la inversión institucional. Esto se debía principalmente a que la mayor parte de las infraestructuras eran de propiedad estatal y, al igual que sucedía con la vivienda pública y social, en estas décadas el Estado seguía interesado en conservar la propiedad. Como ha explicado Phillip O'Neill, dentro del pensamiento político-económico occidental, la adjudicación al Estado «de la tarea de ser propietario de las infraestructuras», es un hecho recurrente y se remonta al menos a Adam Smith, quien afirmó que erigir y mantener infraestructuras socialmente vitales —lo que llamó «obras públicas»— «no pueden reportar nunca un beneficio económico a ningún individuo ni a un pequeño número de individuos». Las infraestructuras representaban, en resumen, un caso clásico de fallo del mercado. «La aceptación pública de la responsabilidad estatal en el mantenimiento y desarrollo de las infraestructuras» (incluida la «infraestructura social» en salud y educación), escribe O'Neill, «se vio prolongada por lo que ahora denominamos un dispositivo fiscal keynesiano».⁶

Es cierto que el interés del capital privado y el capital riesgo en la propiedad y provisión de infraestructuras ha sido siempre mucho más ambiguo de lo permite entrever el «nunca» de Smith. Por lo tanto, aunque el capital no se lance de cabeza a financiar y mantener infraestructuras físicas fijas —a la luz, por ejemplo, de lo que David Harvey ha descrito como la particular vulnerabilidad [del capital fijo] «a los helados vientos de la devaluación [específica de la ubicación]»— el capital está, como veremos, profundamente atraído por las características del monopolio natural del que a menudo disfrutaban dichas infraestructuras.⁷ También es cierto que, en parte como consecuencia de esas ventajas del monopolio natural, en algunos países, incluyendo los Estados Unidos, hace mucho que el sector privado tiene niveles significativos de propiedad en ciertos tipos de infraestructuras vitales.⁸ Sin embargo, en general, los activos de las infraestructuras básicas han sido

⁶ P. M. O'Neill, «The Financialisation of Infrastructure: The Role of Categorisation and Property Relations», *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, núm. 6, 2013, p. 443.

⁷ D. Harvey, *The Limits to Capital*, Oxford, Blackwell, 1982, p. 378 [ed. cast.: *Los límites del capital*, Madrid, Traficantes de Sueños, 2024].

⁸ C. D. Jacobson y J. A. Tarr, «Ownership and Financing of Infrastructure: Historical Perspectives», *World Bank Policy Research Working Paper 1466*, junio de 1995.

históricamente artefactos de propiedad pública, «financiados a través de deuda pública y administrados por empleados del gobierno».⁹ E, incluso siendo de propiedad privada, como pasa en el caso de las viviendas privadas de alquiler, a menudo eran activos de poco tamaño y escapaban al radar de los inversores financieros institucionales cuya brújula se guiaba por la escala. Los sistemas privados de abastecimiento de agua estadounidenses son un buen ejemplo, puesto que siempre «han sido bastante diminutos y prestan servicios a municipios pequeños, a zonas no incorporadas a las áreas metropolitanas o incluso a promociones inmobiliarias aisladas».¹⁰

No obstante aunque, esencialmente, la sociedad de gestión de activos no existiese antes de la década de 1990, las décadas de 1970 y 1980 fueron testigos de importantes cambios en lo que eventualmente acabaría siendo la sociedad de gestión de activos. La evolución de tres procesos diferentes resultó crucial. Es cierto que ninguno por sí solo hizo cristalizar la sociedad de gestión de activos, pero colectivamente la hicieron posible y, de hecho, inminente.

En primer lugar, a principios de la década de 1970 y sobre todo como resultado de cambios legislativos y regulativos *ad hoc*, en algunos países, aunque Estados Unidos no se encontraba entre ellos, los inversores institucionales comenzaron a realizar inversiones significativas en el tipo de activos reales que nos interesa en este libro. En el Reino Unido, por ejemplo, comenzaron a comprar tierras agrícolas, ya que la Finance Act [Ley Presupuestaria] de 1965 hizo mucho más rentable comprarlas directamente en lugar de hacerlo mediante inversiones en sociedades inmobiliarias, ya que, a diferencia de estas últimas, dichos inversores se beneficiaban de exenciones o tipos reducidos del impuesto de sociedades sobre los ingresos por inversiones. Por ejemplo, aproximadamente el 30 por ciento de las tierras agrícolas del Reino Unido vendidas en 1973 fueron compradas por inversores institucionales, incluido el plan de pensiones de Correos [Post Office].¹¹ Mientras tanto, en los Países Bajos, Suecia y Suiza, los inversores institucionales comenzaron a comprar viviendas, en concreto, bloques de apartamentos multifamiliares, en los que la «fragmentación» mencionada anteriormente no suponía un problema tan grande.¹² Así, en 1986 los

⁹ M. Williams, «Investments in Infrastructure», agosto de 2017, p. 8, en cliffwater.com.

¹⁰ Jacobson y Tarr, «Ownership and Financing of Infrastructure...», p. 13

¹¹ D. Massey y A. Catalano, *Capital and Land: Landownership by Capital in Great Britain*, Londres, Edward Arnold, 1978, pp. 127-128.

¹² J. Conijn y O. Papa, «Institutional Investors and Housing in the Netherlands», *Netherlands Journal of Housing and Environmental Research*, núm. 3 (2), 1988, pp. 173-181; J. Brzeski, A. Jaffe y S. Lundström, «Institutional Real Estate Investment Practices: Swedish and United States Experiences», *Journal of Real Estate Research*, núm. 8 (3), 1993, pp. 293-323; J. Moctezuma y K. Gibb, «Residential Property as an Institutional Asset: The Swiss and Dutch Cases», *Journal of Property Research*, núm. 23 (4), 2006, pp. 323-345.

inversores institucionales poseían el 8 por ciento del parque holandés de viviendas de alquiler, mientras que una encuesta realizada dos años después mostraba que más del 90 por ciento de los planes de pensiones y compañías de seguros suecos tenían propiedades residenciales de un tamaño u otro.¹³ Al igual que en el caso de la inversión en tierras agrícolas del Reino Unido, la intervención gubernamental tuvo un papel importante; los cambios introducidos en los Países Bajos en 1968, por ejemplo, permitieron compensar la inflación con los aumentos anuales de los alquileres residenciales. En segundo lugar, la década de 1980 vio cómo se empezaba a producir un cambio generalizado de perspectiva respecto a la hegemonía incontestada de la propiedad pública en las infraestructuras centrales. Liderados por la administración británica de Margaret Thatcher, que llevó a cabo el proyecto con un celo casi evangélico, los gobiernos de todo el mundo comenzaron a vender las infraestructuras físicas que aseguraban la prestación de servicios socialmente vitales, y que iban desde las telecomunicaciones hasta la energía y del transporte hasta el agua y alcantarillado. Este, por supuesto, fue el principio de la era que hemos acabado etiquetando como «neoliberal», durante la cual la premisa de que la propiedad en manos del gobierno y la operación de activos por el mismo es inherentemente ineficiente y, por lo tanto, equivocada, se ha convertido en nada menos que un dogma. A principios de la década de 1990, casi todas las infraestructuras físicas de prestación de servicios de propiedad estatal del Reino Unido que podían venderse, ya se habían vendido y, por lo tanto, aunque todavía no eran propiedad de gestores de activos, eran de propiedad privada y, con ello, potencialmente adquiribles por los fondos de inversión en infraestructuras. Obviamente, las grandes privatizaciones no solo se hicieron en lo que se refiere a las infraestructuras: en la década de 1980, bajo el «Right to Buy», solo en Inglaterra, las autoridades locales vendieron alrededor de un millón de viviendas sociales.

Y por último, la década de 1980 fue el periodo en el que la gestión de activos realmente empezó a cobrar fuerza. Los inversores institucionales habían estado utilizando gestores de activos de manera modesta desde mediados de siglo, pero aunque los activos estadounidenses bajo gestión (AUM) por parte de gestores de activos crecieron con relativa fuerza durante las décadas de 1950, 1960 y 1970 —a una tasa anual compuesta del 11 por ciento (1952-1979)—, el AUM total no superó los 100.000 millones de dólares hasta 1979. A partir de ahí el crecimiento se aceleró. Los activos bajo gestión aumentaron a una tasa compuesta anual superior al 24 por ciento entre 1979 y 1990, y en 1989 alcanzaron el billón de dólares.¹⁴

¹³ J. Conijn y Papa, «Institutional Investors...», p. 176; Brzeski, Jaffe y Lundström, «Institutional Real Estate Investment Practices...», p. 303.

¹⁴ OCDE, «Institutional Investors' Assets and Liabilities», en stats.oecd.org.

En resumen, a finales de la década de 1980, se habían logrado y estaban preparadas las condiciones necesarias para la materialización de la sociedad de gestión de activos. Los inversores institucionales habían comenzado a exponerse y, por lo tanto a familiarizarse con los activos reales; cada vez más activos de este tipo pasaban a estar en manos de la propiedad privada de un tipo u otro; y aumentaba la cantidad de inversión institucional que se hacía a través de los gestores de activos, en lugar de hacerlo directamente. Todo lo que se necesitaba para que surgiera la sociedad de gestores de activos era que estas tres tendencias cruciales comenzaran a superponerse.

El establecimiento de la sociedad de gestión de activos: 1990-2007

Australia

Como fenómeno tangible, duradero y sustantivo, la sociedad de gestión de activos nació en Australia. Fue allí donde las tendencias clave a las que hace referencia la sección anterior se unieron por primera vez de manera efectiva. Y, cuando nació la sociedad de gestión de activos, su objetivo físico principal fueron las infraestructuras. De hecho, en un escrito de 2014, Georg Inderst indicaba que el sector financiero australiano había, de hecho, inventado «las infraestructuras como una clase de activo».¹⁵

Esta «invención» se dio a principios de la década de 1990 y se catalizó mediante una serie de privatizaciones de infraestructuras públicas iniciadas por los gobiernos federal y estatal. Electricidad, gas y comunicaciones experimentaron todas ellas transformaciones significativas en la propiedad. Lo que Graeme Newell y Hsu Wen Peng describieron más tarde como «una significativa reducción del gasto gubernamental en infraestructuras», llevó a las administraciones en cuestión a «buscar opciones de financiación alternativas para el desarrollo y mantenimiento de las mismas».¹⁶ En 1999, solo con las privatizaciones de activos energéticos (principalmente redes eléctricas), y solo en el estado de Victoria, se alcanzó una recaudación de más de 24.000 millones de dólares.¹⁷ Además de las privatizaciones, las concesiones de autopistas de peaje a largo plazo representaban otra nueva oportunidad sustancial para los inversores del sector privado.

¹⁵ G. Inderst, «Pension Fund Investment in Infrastructure: Lessons from Australia and Canada», *Rotman International Journal of Pension Management*, núm. 7 (1), 2014, p. 40.

¹⁶ G. Newell y H. Wen Peng, «Assessing the Significance of Motivating Factors and Risk Factors in Infrastructure Funds Management», *Pacific Rim Property Research Journal*, núm. 14, 2008, p. 399.

¹⁷ M. Skulley, «Victoria's \$1.6 Billion Gas Coup», *Australian Financial Review*, 1 de febrero de 1999.

La nueva generación de gestores de activos demostraron ser compradores prodigiosos, aunque no estaban solos. Como ha observado Nicole Connolly, a mediados de la década de 1990 los gestores de activos australianos diseñaron los fondos de infraestructuras «a costa de estas privatizaciones», es decir, explícitamente para comprar los activos que fueron privatizados (o, en el caso de concesiones, licitados).¹⁸ Como también señaló Connolly, el primer administrador de activos de este tipo en crear un fondo específico de infraestructuras fue Hastings Fund Management. El fondo, el Utilities Trust of Australia, se cerró por primera vez en noviembre de 1994. Tras haber asegurado compromisos por 115 millones de dólares por parte de diversos inversores, incluidos importantes fondos de pensiones nacionales («jubilación»), como el Superannuation Trust of Australia, la primera adquisición del fondo, en noviembre de 1995, fue la participación del 40 por ciento en el proyecto Sydney Light Rail. A esto le siguieron al poco participaciones menores en dos operaciones mayores: la privatización valorada en 2.400 millones de dólares de la planta eléctrica Yallourn y de la vía de peaje City Link en Melbourne valorada en 1.800 millones de dólares.¹⁹

Otros gestores de activos australianos respondieron lanzando rápidamente sus propios fondos de infraestructuras. En 1995, el ya existente fondo Develop Australia valorado en 150 millones de dólares se relanzó como un fondo de infraestructuras bajo el control del administrador de activos Industry Funds Services (uno de los precursores de lo que hoy es IFM Investors), y AMP Investments recaudó capital para dos fondos de infraestructuras, el Infrastructure Equity Fund y el Australian Energy Fund. Al año siguiente, Macquarie, la empresa que acabaría dominando la gestión de activos de infraestructura australiana, entró en la contienda y creó su primer fondo de infraestructuras, el Infrastructure Trust of Australia. Durante la siguiente década Macquarie sacó catorce fondos de infraestructuras más que invertían en sesenta y siete proyectos en trece países.²⁰ Con sede en Sydney, Macquarie había comenzado su andadura a finales de la década de 1960 como una subsidiaria extranjera del banco mercantil británico Hill Samuel. No se convirtió en Macquarie hasta mediados de la década de 1980 (en gran parte de la propiedad y el control local, lleva el nombre de Lachlan Macquarie, administrador colonial escocés de principios del siglo XIX en Nueva Gales del Sur). Fue en la segunda mitad de esa década cuando Macquarie se aventuró por primera vez en la gestión de activos. El paso que dio en 1996 a la gestión de activos específicamente de infraestructuras, el mismo año en que Macquarie cotizó en la bolsa de valores australiana, fue

¹⁸ N. Connolly, «Australians and Infrastructure Investments», *Russell Research*, marzo de 2012, p. 2.

¹⁹ D. Walker, «Carlton's Other Mr Business», *The Age*, 25 de marzo de 1996.

²⁰ A. Capon, «The Road More Traveled», *Institutional Investor*, 14 de febrero de 2005.

en gran medida lo que definió y conformó a la empresa.²¹ Hasta entonces Macquarie no había sido más que, en palabras de Gideon Haigh, «un gestor de inversión mediocre». Las infraestructuras convirtieron a Macquarie en una historia de éxito, «puede que en *la* historia de éxito empresarial australiana de la última década», como escribió Haigh en 2007.²² A mediados de la década de 2000, los altos ejecutivos de Macquarie ganaban sistemáticamente más que cualquier otro empresario del país.

El establecimiento «prototipo» de la sociedad de gestores de activos, en Australia en la década de 1990, constituye una imagen poderosa que comprende, por un lado, las asignaciones por parte de los inversores a ciertas clases de activos y, por otro, los tipos de fondos que crean los gestores de activos. Entre ambos existe siempre una relación dinámica e iterativa. La existencia misma de fondos de activos reales, como los fondos de infraestructuras, permite y alienta que inversores como los planes de pensiones asignen capital a activos reales: la existencia en sí de los fondos envía el mensaje de que los activos reales están «de moda» y vale la pena tenerlos en cuenta. En Australia, el fundador de Hastings, Mike Fitzpatrick, exestrella del fútbol australiano, fue otro de los apóstoles más prominentes, decidido, en palabras de David Walker, «a vender infraestructuras a los fondos de pensiones de la industria deseosos de encontrar nuevas formas de invertir para los fondos de pensiones obligatorios australianos». Y esto a pesar de que muchos de los expertos de la industria dudaban de que las infraestructuras pudieran convertirse en una clase de activo importante o de fuerte rendimiento en Australia.²³ Por otra parte, sin embargo, la demanda de los inversores institucionales en activos reales alentó claramente a los gestores de activos a conformar vehículos con ese propósito. En el caso de la Australia de la década de 1990, el propio Fitzpatrick remarcó que, si bien ciertamente desarrolló un rol apostólico, también existía una demanda latente: los fondos de pensiones «ya habían expresado un particular interés por las infraestructuras», afirmó más tarde, y «realmente no había nadie que hubiera aparecido con ninguna idea en la que pudieran invertir.²⁴ Como hemos visto, esto fue precisamente lo que les dio Fitzpatrick.

²¹ Aunque Macquarie lanzó en 1996 su primer fondo de inversión en infraestructuras, esta no fue la primera incursión significativa de la empresa en este tipo de inversiones. Dos años antes, lideró un consorcio que consiguió el contrato para financiar, construir y operar (bajo una concesión que dura entre treinta y seis y cuarenta y cinco años, dependiendo del rendimiento) la autopista de peaje de 21 kilómetros M2 en Sydney, valorada en 500 millones de dólares; posteriormente sacó a bolsa el vehículo propietario del contrato, el Hills Motorway Group. Véase L. D. Solomon, *The Promise and Perils, of Infrastructure Privatization*, Nueva York, Palgrave Macmillan, 2009, pp. 57-62.

²² Gideon Haigh, «Who's Afraid of Macquarie Bank...».

²³ Walker, «Carlton's Other Mr Business...».

²⁴ Citado en *ibídem*.

El tira y afloja del empuje y la atracción

¿Por qué los planes de pensiones australianos mostraban interés en las infraestructuras? Una razón es que había un importante factor que «empujaba» en esa dirección. En Australia los primeros años de la década de 1990 fueron testigos de vitales, y a veces acalorados, debates políticos y públicos respecto a cuál debía ser el destinatario de las inversiones del capital acumulado por los planes de pensiones obligatorios. Dado que la financiación gubernamental para el desarrollo y mantenimiento de las infraestructuras era cada vez más escasa, algunos argumentaron que correspondía a los fondos de pensiones dar un paso al frente: en lugar de invertir en el extranjero, debían apoyar las infraestructuras y otras áreas de interés público nacionales. Incluso se propusieron reglas de inversión, que exigían la canalización de un porcentaje de los fondos de pensiones a dichas áreas «prioritarias», además de la prohibición de invertir en el extranjero.²⁵ Estos llamamientos a la asignación prescriptiva de activos no resultaron en nada sustanciales, pero marcaron indeleblemente al entorno local del inversor. En un escrito de noviembre de 1994, Barrie Dunstan señaló la presión considerable «[sobre los fondos de jubilación] por parte de algunas personas en el gobierno para que se considerasen las inversiones en infraestructuras».²⁶

Sin embargo, junto con este «empuje», evidentemente también había un «atracción» considerable. Hay varias razones importantes, entre las cuales destacan cinco, por las que las infraestructuras eran cada vez más atractivas para los inversores institucionales australianos, así como para los gestores de activos. De hecho, estos factores han respaldado el florecimiento de la sociedad de gestión de activos no solo en Australia en la década de 1990, sino en todo el mundo, durante las décadas siguientes. El primero de estos factores se refiere al perfil de vencimiento de los pasivos de los inversores. Los inversores institucionales clave, como los planes de pensiones y las compañías de seguros, tienen importantes pasivos a largo plazo en forma, respectivamente, de rentas vitalicias y previsiones de pago futuras a los accionistas. En otras palabras, sus obligaciones financieras superan sustancialmente el corto o incluso el medio plazo. Esto hace que los activos a largo plazo, es decir, aquellos de los que se espera que sigan generando ingresos más allá del medio plazo, y que incluyen no solo infraestructuras sino también bienes inmobiliarios, sean particularmente atractivos: los inversores prefieren, cuando pueden escoger, «ligar» vencimientos de

²⁵ J. Hill, «Institutional Investors and Corporate Governance in Australia», en T. Baums, R. M. Buxbaum y K. J. Hopt (eds.), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlín, Walter de Gruyter, 1994, pp. 591-592.

²⁶ B. Dunstan, «Infrastructure Lifts Off», *Australian Financial Review*, 16 de noviembre de 1994.

pasivos y de activos. Por ejemplo, Robert Bertram, el jefe de inversión del Ontario Teachers' Pension Plan, que desde hace mucho hace asignaciones en infraestructuras por encima de la media, ha señalado: «Comenzamos a buscar formas de vincular más explícitamente nuestros activos y pasivos a finales de la década de 1990; las infraestructuras se ajustan a dichos requisitos. Es una gran clase de activos para un fondo de pensiones con [...] pasivos a largo plazo».²⁷

El segundo factor clave es la estabilidad y previsibilidad del flujo de efectivo generado por muchas de las inversiones en infraestructuras. «Es probable que sus rendimientos sean más estables y menos dependientes de la suerte económica que el precio de las acciones de las principales empresas», dijo David Adams, responsable del fondo de infraestructuras inaugural de Macquarie (1996). Continuó: «Los activos de infraestructuras están en cierto modo protegidos, se comportan como valores muy defensivos. La gente, incluso en periodos de recesión, tiene que seguir pagando por circular por las carreteras».²⁸ Por supuesto, algunos inversores no están interesados en ser estables y predecibles, especialmente si la estabilidad y la previsibilidad se traducen en menores rendimientos. Como mostraba Marietta Cauchi en 2006, los rendimientos promedio de los activos de infraestructuras a principios de la década de 2000 estaban en un rango del 10-12 por ciento (sobre la base de proyectos), «algo lejos del 20 por ciento y estaban más dentro del punto de mira de los fondos de capital riesgo». Pero los rendimientos de las infraestructuras incluían un rendimiento efectivo anual de alrededor del 6 por ciento, que era «ideal», para ciertos inversores.²⁹ «Es una inversión de baja volatilidad y bajo riesgo que es muy atractiva para los fondos de pensiones que tienen que realizar pagos anualmente», le dijo Gareth Taylor de Deloitte a Cauchi.

Como señaló Adams una de las razones por las que los flujos de efectivo provenientes de las inversiones en infraestructuras tienden a ser predecibles y estables es que la sociedad depende de las infraestructuras: la gente necesita utilizar las carreteras cualesquiera que sean las condiciones económicas. Esto nos lleva al corazón mismo de la naturaleza de la sociedad de gestión de activos: a saber, los gestores de activos controlan infraestructuras de las que todos dependemos de forma fundamental. Jim Craig, que gestionó el primer fondo europeo de infraestructuras de Macquarie, utilizó la palabra «esencial», para capturar esta cualidad de los activos de infraestructuras (dijo que esto hizo que las infraestructuras fuesen «únicas», pero, obviamente, la

²⁷ Citado en Capon, «Road More Traveled...».

²⁸ Citado en K. Maley, «And the Next Champion Will Be - Infrastructure», *Australian Financial Review*, 9 de octubre de 1996.

²⁹ M. Cauchi, «Infrastructure Gets Hot; Steady Cash the Lure», *Dow Jones International News*, 14 de noviembre de 2006.

vivienda también es esencial). La naturaleza esencial de las infraestructuras, comentó Craig, «significa que tiene una exposición limitada a la demanda y un menor riesgo de fijación de precios además de una dependencia limitada del ciclo económico». ³⁰ Tal y como ha observado la National Infrastructure Commission [Comisión Nacional de Infraestructura] del Reino Unido, un organismo ejecutivo dentro del gobierno, el hecho de que no sea probable que «la demanda de servicios públicos esenciales cambie significativamente» significa que los propietarios de infraestructuras no solo pueden estar seguros, sino que «tienen la certeza» de que pueden recuperar el dinero que invierten «gracias a los consumidores». ³¹

Sin embargo, no es solo la naturaleza esencial de las infraestructuras lo que genera la estabilidad del flujo de caja. Esta estabilidad a menudo también surge del tercer factor que hace que las infraestructuras sean atractivas para los inversores: el estatus de monopolio del que suelen disfrutar. Craig se refirió a esto en términos de «sólida posición competitiva». Muchos activos de infraestructuras y las empresas que los poseen no tienen competencia, porque la introducción de infraestructuras duplicadas, por ejemplo, un conjunto paralelo de tuberías de agua o líneas de eléctricas, sería inherentemente ineficiente. En tales situaciones, el monopolio es, para usar el término técnico económico, «natural», es decir, representa la solución con menor coste.

Y a los inversores nada les gusta más que el monopolio. Los flujos de efectivo son estables y predecibles porque el riesgo de perder negocios frente a un competidor es, precisamente, cero. A Allan Moss, que dirigió Macquarie de 1993 a 2008, le gustaba aconsejar a los gestores de los fondos de inversión de su empresa que buscaran activos aislados de lo que él llamó «todos los rigores de la competencia». ³² Los sistemas regionales de agua y alcantarillado del Reino Unido, monopolios privatizados, que en un momento dado han acabado siendo los objetos de inversión favoritos para Macquarie y otros gestores de activos de infraestructuras australianos, representan el ejemplo por excelencia de tales activos; le ofrecen a los inversores, siguiendo los evocadores términos de James Meek, «millones de clientes que no pueden elegir proveedor, no tienen más remedio que aceptar el agua y no les queda otra que pagarla. Millones de pagos cautivos mensuales a perpetuidad». ³³

³⁰ «Macquarie Bank Wins Battle for South East Water», *Dow Jones International News*, 1 de octubre de 2003.

³¹ National Infrastructure Commission, «Strategic Investment and Public Confidence», octubre de 2019, p. 27, en nic.org.uk.

³² Citado en Solomon, *Promise and Perils*, *op. cit.*, p. 51.

³³ J. Meek, *Private Island: Why Britain Now Belongs to Someone Else*, Londres, Verso, 2015, p. 105.

En cuarto lugar, las infraestructuras pueden brindar a los inversores protección contra el riesgo de inflación, ya que los mínimos de efectivo generados por los activos de infraestructuras a menudo están vinculados implícita o explícitamente a los índices de precios. Los peajes en las autopistas, puentes y túneles, por ejemplo, tienden a aumentar en consonancia con la inflación, como también lo hacen los alquileres de viviendas. Y cuando los reguladores legales determinan qué tarifas pueden cobrar los propietarios de infraestructuras, la inflación casi siempre forma parte de la ecuación. «Muchas de nuestras inversiones se realizan en activos que anteriormente eran de propiedad gubernamental y en los que existe un regulador independiente», comentó Bertram. «La mayoría de las veces, la tasa de inflación es una consideración clave cuando dicho regulador fija los precios».³⁴

Quinto y último, se trata simplemente de una cuestión de diversificación del riesgo. En general, los inversores no están interesados en colocar todos sus proverbiales huevos en una única cesta en los mercados de valores: prefieren mantener algunas inversiones que no estén fuertemente correlacionadas con otras, lo que significa que sus rendimientos pueden seguir caminos diferentes, especialmente en caso de una desaceleración del mercado. Al igual que los fondos de cobertura, tanto las infraestructuras como los bienes inmobiliarios proporcionan esa diversificación no correlacionada. Tienen, para utilizar la terminología financiera, rendimientos «beta», es decir, bajos pero que no son significativamente sensibles a los cambios más generales del mercado.

Estados Unidos y Europa

Mientras tanto, al tiempo que los gestores de activos australianos estaban ocupados comprando activos de infraestructuras locales, comenzaban a surgir los primeros brotes de la sociedad de gestión de activos en Estados Unidos. Allí, sin embargo, fue la vivienda, no las infraestructuras, lo que primero atrajo la atención de los gestores de activos. A finales de la década de 1980, Estados Unidos experimentó una crisis financiera centrada en el sector inmobiliario que, en muchos aspectos, fue comparable a la que devoró al país en 2007-2008.

Las instituciones financieras cuyo negocio principal era otorgar préstamos para la compra de propiedades, las llamadas asociaciones de ahorro y préstamo (S&L), fracasaron estrepitosamente y fueron asumidas por los reguladores. En 1989, el gobierno estableció la Resolution Trust Corporation (RTC) para deshacerse de sus activos, en las que había tanto

³⁴ Citado en Capon, «Road More Traveled...».

propiedades embargadas como hipotecas morosas, y que estaban disponibles a precios de saldo.

Entre los compradores se encontraba el gestor de activos Blackstone, que se asoció con Goldman Sachs en 1990 para comprar un paquete de bloques de apartamentos multifamiliares en Arkansas y en East Texas. Fue una inversión enormemente rentable para Blackstone, que cuando salió produjo un inesperado rendimiento anualizado del 62 por ciento. Como era de esperar, Blackstone estaba interesado en realizar más inversiones en vivienda y a mayor escala. Pero cuando planteó esta idea, se encontró con resistencia por parte de sus socios comanditarios, es decir, por parte de aquellos cuyo capital iba a invertir. «Quería el consentimiento de nuestros inversores antes de comprometer una parte tan importante de su dinero en esta nueva estrategia», recordó más tarde Stephen Schwarzman, director de Blackstone. «En nuestra reunión anual de inversores», presenté la oportunidad, esperando que nuestros socios comanditarios la aprovecharan. Pero, para mi sorpresa, todos, excepto General Motors, la rechazaron»³⁵ ¿Su razonamiento? No era que no entendieran la lógica de Schwarzman. Pero les seguía atormentando la debacle de S&L: «Incluso cuando comenzó a crecer el mercado inmobiliario, los inversores aún tenían presentes los efectos de la crisis [...] Una y otra vez, distintos inversores le decían a Schwarzman que estaban «hasta arriba de activos inmobiliarios tóxicos».

Por lo tanto, la inversión de los gestores de activos en viviendas estadounidenses creció lenta y cautelosamente durante la década de 1990, a medida que las persistentes reticencias por parte de los inversores institucionales militaban contra una expansión más rápida de las carteras residenciales. La mayor parte de ese tiempo, pueden contarse con una mano los nuevos fondos estadounidenses que invirtieron principal o exclusivamente en activos residenciales. En general, también eran pequeños. El SSR Apartment Value Fund I, creado por BlackRock en 1997, al que los inversores comprometieron 150 millones de dólares, fue uno de los pocos que recaudó más de 100 millones de dólares.

Sin embargo, a finales de la década, la inversión en activos en propiedades residenciales estadounidenses se había en parte normalizado: para nada esta se había extendido, pero tampoco era tan rara como lo había sido a principios de la década, cuando Blackstone hizo su movimiento. Aparte de Blackstone y BlackRock, la mayoría de los gestores de activos que invirtieron en el mercado inmobiliario multifamiliar de Estados Unidos durante la década de 1990 se centraron exclusivamente en bienes inmobiliarios y, a veces, exclusivamente en bienes inmobiliarios residenciales. Entre ellos se

³⁵ S. Schwarzman, *What It Takes: Lessons in the Pursuit of Excellence*, Nueva York, Simon & Schuster, 2019, p. 139.

encontraba Colony Capital, que, al igual que Blackstone, lanzó su negocio de inversión inmobiliaria con adquisiciones de acciones devaluadas de la RTC. Otros actores destacados fueron DLJ Real Estate Capital Partners, Fifteen Group, IHP Capital Partners, Sentinel Real Estate Corporation, Waterton Associates y Wells Fargo Realty Advisors. Los gestores de activos eran particularmente dinámicos en el mercado inmobiliario de Nueva York, y una de esas empresas, el grupo local Praedium ya había adquirido, en 2002, 6.000 unidades multifamiliares en la ciudad.³⁶

En esta etapa, los gestores de activos también estaban comenzando a aprovechar las incipientes oportunidades en las infraestructuras estadounidenses. En Estados Unidos, aproximadamente una década después de haberlo hecho en Australia, el sector de las infraestructuras emergió como una «clase de activo» aceptado e identificable. Quizás, como era de esperar, uno de los actores más activos en este mercado emergente, que traía consigo su experiencia en su mercado interno, fue la australiana Macquarie. Las concesiones de autopistas de peaje, por ejemplo, estuvieron entre los primeros frutos recogidos directamente del huerto de las infraestructuras estadounidenses; y en 2005, los fondos de Macquarie adquirieron dos de ellos: la Chicago Skyway (ver capítulo 1) y, por 533 millones de dólares, una participación del 87 por ciento en los 22 kilómetros de la autopista de peaje Dulles Greenway.³⁷ Sin embargo, como veremos en el capítulo 3, el desarrollo de los activos en infraestructuras en Estados Unidos seguiría siendo irregular y vacilante durante bastante tiempo.

No obstante, a pesar de la enorme importancia de Australia como cuna de la sociedad de gestión de activos, y de Estados Unidos como territorio donde los gestores de activos vieron un enorme potencial a largo plazo para las inversiones en activos reales, el centro de gravedad de la sociedad de gestión de activos se estableció decisivamente en otras partes del mundo, a saber, Europa, incluido el Reino Unido.

La vivienda ha representado una parte importante de la historia europea. Los gestores de activos empezaron a comprar viviendas europeas en la segunda mitad de la década de 1990. En el centro de la escena se encontraba un grupo de financieras que acabarían conformando, en 2002, una nueva empresa de gestión de activos, Terra Firma Capital Partners. Cuando se produjo la crisis financiera de 2007, los fondos establecidos y administrados por Terra Firma poseían más de 270.000 viviendas, lo que la convertía efectivamente en el mayor propietario residencial de Europa. Todas estas viviendas tenían un pasado en el sector público.

³⁶ L. Croghan, «Praedium's City Holdings Climb on Brooklyn Walk-Ups», *Crain's New York Business*, 25 de noviembre de 2002.

³⁷ Solomon, *Promise and Perils*, *op. cit.*, pp. 89-95, 102-103.

La historia es bastante compleja. Primero, en 1996, un consorcio de inversores llamado Annington Homes, liderado por el grupo Principal Finance Group del banco japonés Nomura, adquirió 57.400 viviendas del Ministerio de Defensa del Reino Unido por 1.700 millones de libras. Cuatro años más tarde, la misma unidad de Nomura, a través de otra empresa, Deutsche Annington Immobilien GmbH, que formó y financió en 1997, adquirió 64.000 apartamentos de propiedad estatal para trabajadores ferroviarios alemanes por 2.100 millones de euros. Posteriormente, en 2002, el director del Principal Finance Group, Guy Hands, y un equipo de colegas dejaron Nomura para fundar Terra Firma. Todas las inversiones que Group había realizado desde 1995, incluidas Annington Homes y Deutsche Annington, se transfirieron a un fondo de inversión recién creado llamado Terra Firma Capital Partners I, que desde ese momento Terra Firma gestionaría en nombre de Nomura, el principal accionista del fondo.

Durante los años siguientes, Terra Firma realizó otras pequeñas adquisiciones de viviendas en Alemania, seguidas de la mayor adquisición de todas en 2005 (ver capítulo 1): el acuerdo de 7.000 millones de euros para tomar el control de Viterra, la filial inmobiliaria de la empresa alemana E.ON, que poseía y alquilaba 150.000 apartamentos. E.ON había heredado estos apartamentos de una de sus predecesoras, la empresa energética originalmente estatal VEBA AG, cuya privatización finalizó en 1987. El acuerdo con Viterra expandió la cartera de viviendas de Terra Firma hasta unas 230.000 unidades en Alemania y alrededor de 270.000 si combinamos las propiedades en Alemania y el Reino Unido (en el Reino Unido, la cartera de Annington Homes se había reducido hasta 40.000 unidades mediante enajenaciones de propiedades).

Pero la vivienda no fue el elemento principal de la historia de cómo Europa se convirtió en el epicentro de la sociedad de gestión de activos. Al igual que en Australia, esta historia giraba principalmente en torno a las infraestructuras. Podría decirse que, a finales de los años noventa y principios de los dos mil en varios territorios europeos, los gestores de activos se convirtieron en actores importantes, incluso dominantes, tanto en la inversión en infraestructuras existentes como en la financiación y operación de nuevas infraestructuras. Tomemos esos dos componentes de la historia uno a uno.

Algunas veces, los gestores de activos adquirieron directamente de los gobiernos activos de infraestructuras europeas, tal y como lo habían hecho en Australia. En 2005, por ejemplo, dos fondos Macquarie, el Macquarie Infrastructure Group y el Macquarie European Infrastructure Fund, se asociaron con Eiffage, una empresa de ingeniería francesa, para adquirir la Société des Autoroutes Paris-Rhin-Rhône (APRR), la segunda mayor empresa de autopistas —con concesiones que cubren 2.205 kilómetros de

autopistas de peaje— en las que el gobierno era el accionista mayoritario. Cuando quedaban veintisiete años para ejecutar las concesiones, el acuerdo valoró APRR en 7.100 millones de euros. Este había sido financiado con alrededor de 1.300 millones de euros de inversores varios —alrededor de 675 millones de euros de los fondos Macquarie y 635 millones de euros de Eiffage— complementados con 5.800 millones de euros en deuda.³⁸ En resumen, el acuerdo estaba tremendamente apalancado.

Sin embargo, lo más habitual fue que los gestores de activos adquiriesen los activos de infraestructura europeos existentes de manos de propietarios privados. Después de todo, a finales de la década de 1990, cuando los gestores de activos centraron decididamente su atención en el ámbito de las infraestructuras europeas, los gobiernos ya habían privatizado gran parte de las existencias de activos de infraestructuras. Este fue concretamente el caso del Reino Unido, que, como hemos visto, en los años ochenta y principios de los noventa fue indiscutiblemente el pionero y el protagonista más comprometido en la privatización de infraestructuras entre los gobiernos europeos. Esta privatización se había producido a través de tres mecanismos principales: a veces las empresas estatales que poseían y operaban activos de infraestructura salían a bolsa; a veces los propios gestores de esas empresas estatales los compraban adquiriendo deuda bancaria externa para financiarlos, como por ejemplo la compra de la National Freight Corporation británica por parte de los altos directivos de su equipo en 1982; y a veces caían en manos de compradores profesionales, es decir, empresas que operan en el sector empresarial en cuestión y que compran las empresas y sus activos asociados. En los tres escenarios, los gestores de activos tuvieron posteriormente la posibilidad de hacer —y con frecuencia lo hicieron— ofertas para adquirir la propiedad, ya fuese de las infraestructuras *per se* o de las empresas privadas que entonces poseían dichos activos.

Y pese a que ciertamente no fue la única, Macquarie volvió a ocupar un lugar destacado entre los gestores de activos en la compra de activos de infraestructuras del Reino Unido previamente privatizadas. En 2005, por ejemplo, su European Infrastructure Fund lideró un consorcio de inversores para comprar la red de distribución de gas de Gales y el occidente británico a National Grid —privatizada en 1990— por 1.200 millones de libras. Al año siguiente, Macquarie completó su mayor y más controvertida adquisición de este tipo. En un acuerdo valorado en alrededor de 8.000 millones de libras, el mismo fondo Macquarie lideró otro consorcio inversor en la compra de la mayor empresa de agua del Reino Unido, Thames Water, al grupo de servicios públicos alemán RWE AG. En 2001, la

³⁸ «Autoroute Sales Drive €17bn of Loans as French Government Collects EU 15bn», *Euroweek*, 16 de diciembre de 2005.

misma RWE había comprado Thames, privatizada en 1989, tras doce años de que la empresa cotizara en la bolsa de valores de Londres.

También vale la pena señalar que, aunque muchos de los activos de infraestructura existentes que los gestores de activos adquirieron en Europa a finales de los años noventa y durante los dos mil eran, o habían sido, de propiedad estatal, no fue así en todos los casos. Algunos de los activos que adquirieron siempre habían sido de propiedad privada. Un ejemplo notable, y nuevamente muy controvertido, se refería al aterrizaje de Blackstone en las infraestructuras sociales en 2004, cuando, en un acuerdo valorado en 564 millones de libras, adquirió Nursing Home Properties (NHP), propietaria de 355 residencias privadas en todo el Reino Unido. Como en tantos otros casos, la estabilidad y previsibilidad de los flujos de efectivo —el Estado pagaba la atención de la mayoría de los residentes en los hogares del NHP a través de los departamentos de servicios sociales de las autoridades locales— fue un atractivo decisivo. De hecho, en parte por esa razón, para entonces en el Reino Unido ese tipo de cadenas de residencias ya llevaban años siendo un lugar de febril actividad inversora en la gestión de activos. El grupo Four Seasons había sido comprado no una sino dos veces por gestores de activos: la primera en 1999, por Alchemy Partners; y otra vez en 2004, cuando ya poseía más de 300 viviendas, pasó de Alchemy a Allianz Capital Partners.

Uno de los licitadores rivales de Allianz en el acuerdo Four Seasons fue el propio Blackstone; pero sería un error pensar que los gestores de activos estaban solos en la competición por comprar los activos de infraestructuras existentes en Europa en este periodo. Llegaron compradores alternativos bajo muchas formas y tamaños, y entre ellos una categoría merece especial atención: los inversores institucionales, como son los planes de pensiones.

Como hemos visto, antes de la década de 1980 algunos inversores institucionales comenzaron a invertir directamente en activos reales, incluidas tierras agrícolas y viviendas. También se recordará que no fue hasta la década de 1980 que los inversores institucionales comenzaron a dirigir proporciones importantes de su inversión general, en todas las clases de activos, a través de gestores de activos especializados; hasta la década de 1980, casi todas esas inversiones se hacían directamente.

Cuando, en las décadas de 1990 y 2000, los inversores institucionales de todo el mundo empezaron a asignar una proporción cada vez mayor de su cartera de inversiones a viviendas e infraestructuras, algunos continuaron invirtiendo principalmente de manera directa. En otras palabras, los inversores institucionales no invirtieron y, siguen sin hacerlo, en activos reales *solo* a través de gestores de activos y sus fondos mancomunados.

Algunos se convirtieron rápidamente ellos mismos en los principales propietarios directos de activos reales.

Los planes de pensiones canadienses dieron grandes ejemplos de ello: dichos planes, como ha señalado Georg Inderst, «han encabezado inversiones directas en infraestructura desde principios de la década de los 2000». ³⁹ Este funcionamiento ha sido tan distintivo que pasó a ser conocido rápidamente como el «modelo canadiense». Según Prequin, alrededor del 50 por ciento de los inversores institucionales canadienses expuestos a infraestructuras realizan algunas inversiones directas, la cifra más alta del mundo. ⁴⁰ Ya nos hemos encontrado antes con un actor importante de este tipo, el Ontario Teachers' Pension Plan. Otro es el Ontario Municipal Employees Retirement System (OMERS). Pero el inversor institucional canadiense más prolífico en adquisición directa de activos reales, fue y sigue siendo el Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB), que invierte el capital agrupado en el plan de pensiones público nacional (CPP). En el momento de escribir este artículo, este capital asciende a cerca de 500 mil millones de dólares, lo que convierte al CPP en uno de los fondos de pensiones más grandes del mundo. CPPIB comenzó a comprar infraestructuras europeas en 2006, cuando lideró un consorcio para la adquisición de Anglian Water, una de las mayores empresas de aguas del Reino Unido. Hoy en día, CPPIB es el mayor accionista no solo de Anglian, sino también, entre otras entidades, de Arqiva, propietario de la principal infraestructura del Reino Unido para la transmisión de señales de radio y televisión terrestre. Mientras tanto, OMERS es el mayor accionista de Thames Water; Macquarie abandonó esa inversión hace algún tiempo (ver capítulo 4).

Sin embargo —y este es el punto crucial— la mayoría de los inversores institucionales, y especialmente la mayoría de los planes de pensiones, siguen dependiendo en gran medida de gestores de activos para realizar inversiones en activos reales. Empresas como OMERS y CPPIB son la excepción que confirma la regla. Según la OCDE, alrededor de tres cuartas partes de la inversión en infraestructuras de los planes de pensiones, en términos de valor de la inversión, se canaliza a través de fondos de inversión no cotizados operados por gestores de activos. ⁴¹

¿Por qué se hace así? Hasta cierto punto, la tendencia de los inversores institucionales a utilizar principalmente gestores de activos para invertir en activos reales como infraestructuras solo refleja un patrón más general: como hemos visto, los gestores de activos manejan actualmente la mayor

³⁹ Inderst, «Pension Fund Investment in Infrastructure...», p. 40.

⁴⁰ *Ibidem*, p. 44.

⁴¹ OCDE, *Green Infrastructure in the Decade for Delivery: Assessing Institutional Investment*, París, OCDE, 2020, p. 37.

parte de las inversiones de aseguradoras, así como fondos de pensiones de todo tipo; esta subcontratación no es algo exclusivo de las inversiones en activos reales. Y, sin embargo, algunas de las razones por las que se produce tanta inversión institucional en activos reales a través de gestores de activos son específicas de esta «clase» de activos. Explorar esas razones es crucial para una comprensión adecuada de la sociedad de gestión de activos y su predominio desde los años noventa.

En particular, invertir en activos reales requiere una mayor escala y especialización que invertir en otros valores financieros como acciones y obligaciones; la mayoría de los inversores institucionales carecen de ambos atributos y no pueden ni quieren invertir en adquirir el segundo. Como ha escrito Jennifer Thompson, la inversión «directa [en activos reales] conlleva mayores desafíos para los inversores en comparación con la inversión en obligaciones y acciones. Las complicaciones surgen principalmente del número de partes involucradas en proyectos de activos reales: prestamistas, subcontratistas, organismos públicos e inversores privados».⁴²

En una línea similar, Matti Leppälä, director de PensionsEurope, una asociación profesional de planes de pensiones, ha señalado: «Una de las barreras clave para la inversión de los fondos de pensiones en infraestructuras es el desafío que supone evaluar y gestionar riesgos con los que los fondos de pensiones no están familiarizados, como son los riesgos en la construcción».⁴³

Muy pocos inversores institucionales cuentan con equipos especializados en infraestructuras. Los grandes gestores de activos, por el contrario, sí tienen, y esto es parte sustancial del porqué los utilizan los planes de pensiones y entidades similares. Ya en 2005, Macquarie contaba con más de 500 empleados trabajando en inversiones en infraestructuras, divididos aproximadamente a partes iguales entre banqueros de inversión y ejecutivos con experiencia en la industria de infraestructuras. «Se necesita un equipo de operaciones de 15 a 20 personas para poder entender el funcionamiento de la [empresa] deseada», dijo ese año Jim Craig, director del primer fondo europeo de infraestructuras de la empresa, «y lo mejor, la diligencia debida requiere tiempo y dinero». Pocos planes de pensiones pueden permitirse esto último: Craig señalaba que Macquarie a menudo moviliza hasta tres millones de libras solo para hacer una oferta.⁴⁴

⁴² J. Thompson, «Big Investors Would Like to Bypass Fund Managers», *Financial Times*, 25 de septiembre de 2017.

⁴³ Citado en A. Mooney, «Pension Funds Looking for Infrastructure Investments», *Financial Times*, 9 de febrero de 2016.

⁴⁴ Citado en N. Lockley, «Macquarie Leads Industry's Charge into Infrastructure», *Financial News*, 6 de agosto de 2005.

Una encuesta realizada en 2017 por el gestor de activos estadounidense State Street despejó bastantes de las dudas que había a este respecto: el estudio reflejaba que si fuese realmente una opción viable para ellos muchos más inversores institucionales tomarían la ruta de inversión directa de los que lo hacen ahora. La mitad de los inversores encuestados dijeron que se saltarían a los gestores de activos e invertirían directamente en activos reales si pudieran.⁴⁵ Pero no podían. En general, la inversión directa sustancial en activos reales solo es factible para los inversores institucionales más grandes, con el tamaño y —en parte gracias a ese tamaño— especialización necesarios. Sin duda, no todos los inversores de alto perfil canadienses antes mencionados, que invierten directamente, son instituciones desproporcionadamente grandes. Pero según los estándares internacionales tienden a caracterizarse por sus desproporcionadas y elevadas asignaciones a activos «alternativos», incluidos los activos reales. La proporción de alternativas en la combinación de activos de los principales planes de pensiones de Canadá aumentó del 10 por ciento en 1990 a como mínimo el 33 por ciento en 2014, lo que está muy por encima de los promedios internacionales.⁴⁶ Esto significa que esos inversores en infraestructuras y equipos inmobiliarios tienen a su disposición sumas sustanciales de capital, junto con una capacidad proporcional para asumir los elevados costes de investigación y transacción.

La parte final del relato de cómo Europa se convirtió en el centro de gravedad de la sociedad de gestión de activos a finales de los años noventa y principios de los dos mil nos habla del papel cada vez mayor que han tenido los gestores de activos en la financiación de infraestructuras «de nueva construcción», en lugar de comprar activos existentes. Fue en el campo del desarrollo de nuevas infraestructuras en el que se sufrieron las reducciones más impactantes de gasto público en infraestructuras en este periodo y los gestores de activos —que se dedicaron a agrupar sus crecientes fondos de infraestructura y a multiplicar su poder adquisitivo mediante un uso agresivo del apalancamiento— estuvieron encantados de llenar el emergente vacío financiero.

Es evidente que el Estado no desarrolla todas las nuevas infraestructuras necesarias; pero sí que se encarga de gran parte de ellas. Esta era la realidad de la Europa de las décadas de 1990 y 2000, sobre todo en relación con la educación, la salud y las infraestructuras de transporte. En ese periodo, en Europa, el desarrollo de nuevas infraestructuras encargadas por los gobiernos que implicaban la financiación del sector privado,

⁴⁵ Thompson, «Big Investors Would Like to Bypass Fund Managers...».

⁴⁶ «Alternative Investments - A Proven Path to Higher and Stable Returns», 31 de agosto de 2017, en tridelta.ca.

normalmente se llevaban a cabo mediante el establecimiento de asociaciones público-privadas (APP, ver capítulo 1). Las APP proliferaron en gran parte del continente desde mediados de la década de 1990, y frecuentemente los gestores de activos eran un elemento central de estas.⁴⁷ Pero fue en Reino Unido donde este modelo logró su crecimiento y penetración más impactantes. Allí representaba más de la mitad del mercado europeo de APP tanto por valor como por volumen de los proyectos; la financiación gubernamental directa se retiró más lentamente en otros lugares. Por lo tanto, nos vamos a centrar en Reino Unido para describir brevemente, y un poco por encima, las APP y la gestión de activos que sigue.

Volviendo a nuestra discusión introductoria sobre las APP, la cuestión clave es que el contratista encargado por el Estado para construir y luego operar las infraestructuras se establece como un vehículo de propósito especial (SPV) que a menudo es propiedad de un gestor de activos. Introducido por el gobierno conservador en 1992, el sistema de APP del Reino Unido, la Private Finance Initiative (PFI), despegó realmente a partir de 1997 bajo el Nuevo Laborismo. Entre otras cosas, fue una forma para permitir que el gobierno aplazara el pago de nuevos activos distribuyendo los costes de capital a lo largo de la vigencia del contrato, que solía rondar entre los veinticinco y los treinta años. También era una forma de manipular las estimaciones del nivel de deuda pública: las obligaciones que representaban los pagos futuros al contratista no solían aparecer en los presupuestos del gobierno.

Las principales infraestructuras construidas en el Reino Unido bajo el modelo PFI (que se convirtió en PF2 en 2012 bajo el gobierno de coalición conservador-demócrata liberal) fueron escuelas, hospitales, carreteras y cárceles. En 2017, había en vigor más de 700 contratos PFI/PF2. Los activos construidos en virtud de estos contratos valían alrededor de 60.000 millones de libras en total. En ese momento, los organismos públicos habían realizado pagos a los contratistas de PFI por alrededor de unos 110.000 millones de libras, y los aproximadamente 700 contratos que seguían vigentes en aquel momento estaban ligados contractualmente a un pago adicional por parte de los organismos públicos, pago que se alargaría hasta la década de 2040, de alrededor de 200.000 millones de libras.⁴⁸

Desde la perspectiva del propietario del SPV, la economía del PFI era relativamente sencilla. Cada año recibiría su pago «unitario» de parte del

⁴⁷ A. Kappeler and M. Nemoz, «Public-Private Partnerships in Europe -Before and During the Recent Financial Crisis», *Economic and Financial Report*, núm. 4/2010, julio de 2010, European Investment Bank.

⁴⁸ House of Commons Committee of Public Accounts, *Private Finance Initiatives*, 20 de junio de 2018, HC 894, Forty-Sixth Report of Session 2017-2019.

organismo público con el que tuviese el contrato. A partir de aquí debía cubrir tres apartados de costes. Uno era el pago de la deuda: normalmente, la mayor parte del dinero utilizado para financiar la construcción se pedía prestado. El segundo eran los costes de operación y mantenimiento de las infraestructuras. El tercero lo componían los impuestos. Lo que quedaba, se conservaba y, si era un administrador de activos, se distribuía a los inversores de fondos, tras haber pagado, obviamente, la deducción de las comisiones de gestión y rendimiento.

Los gestores de activos invadieron todo el mercado de las PFI del Reino Unido desde sus inicios, si bien entre ellos destacó particularmente uno: Innisfree. Fue Innisfree quien, en 1995 (año de su constitución) creó el primer fondo dedicado a invertir en proyectos PFI para lo que recaudó 85 millones de libras. En 1997 el fondo realizó su primera inversión, y la hizo en una planta de tratamiento de residuos de energía en Stoke-on-Trent; más tarde el mismo año, invirtió en el primer hospital PFI del Reino Unido, el hospital Dartford and Gravesham, valorado en 140 millones de libras, en Kent.⁴⁹

Le siguieron otros fondos adicionales de Innisfree. En ocasiones invertían en los inicios de un proyecto de PFI, cuando comenzaba la construcción; en otras ocasiones invirtieron posteriormente, cuando el proyecto ya estaba operativo y generando ingresos. Con el tiempo, el sector sanitario se convirtió en el foco principal de Innisfree, lo que presagiaría un importante avance estratégico para la empresa: la internacionalización. Los fondos de Innisfree han invertido en proyectos del sector sanitario gestionados por APP tanto en Canadá como en Suecia, además de en el Reino Unido.⁵⁰

Al llegar 2004, los fondos de Innisfree habían invertido unos 268 millones de libras en treinta y tres proyectos PFI del Reino Unido con un valor de capital combinado — que incluía capital y deuda — de 4.500 millones de libras. El mismo año se produjo un cambio notable en el modelo de inversión de Innisfree: desmarcándose de su práctica anterior, anunciaron que desde aquel momento la propia empresa comprometería capital propio en sus fondos: el 1 por ciento del valor que este tuviese.⁵¹ Desde ese mismo año, Innisfree ha dominado la puesta en marcha de proyectos de PFI/PF2. El 15 por ciento de todo el dinero que los organismos del sector público del Reino Unido tienen contratado para pagar a los propietarios de

⁴⁹ J. Ford, «£140m Hospital Deal a Shot in the Arm for PFI», *Evening Standard*, 31 de julio de 1997.

⁵⁰ Analizaré posteriormente (cap. 5) el caso de un controvertido ejemplo en Suecia.

⁵¹ A. Felsted, «How PFI Became a Pension Fund Investment», *Financial Times*, 13 de abril de 2004.

contratos en virtud de contratos de APP existentes a partir de 2022-2023 los cobrarán fondos de Innisfree.⁵²

Por lo tanto, incluso cuando los gestores de activos mantienen activos bajo contrato en vez de ser propietarios de los mismos, la historia de la sociedad de gestión de activos sigue persiguiendo incansablemente su destino final. Innisfree, que dominó en el pasado del PFI, tiene su futuro firmemente protegido. Físicamente, el lugar que mejor encarna este atrincheramiento es una zona de Merseyside, en el noroeste de Inglaterra, donde Innisfree posee en su totalidad el vehículo que fue responsable de uno de los proyectos de PFI de atención médica más grandes jamás realizados en el país: la remodelación entre 2006 y 2009 de los principales hospitales de St Helens y Knowsley. Los pagos unitarios en el marco de este plan, que ascienden a unos 2.800 millones de libras en total, continuarán hasta 2047-2048, cuando se realice el pago anual de los últimos 113 millones de libras adeudados. Por supuesto, es posible que para entonces Innisfree ya haya vendido su participación. Pero incluso si no es quien recibe el pago en sí, seguro que decidirá quién lo hace.

Tras la crisis financiera: expansión y extensión

La expansión

Obtener una estimación precisa del tamaño y alcance de la sociedad de gestión de activos supone un gran reto. Una de las razones de ello es la cuestión de la definición: los distintos organismos investigadores se centran en medir cosas diferentes. En el siguiente capítulo veremos en qué consiste este reto. Pero, cualesquiera que sea la fuente que se utilice, hay algo que está claro y es que, tras haber surgido y haberse consolidado en el Norte global, entre principios de la década de 1990 y mediados de la de 2000, la sociedad de gestión de activos —cuantificada en términos del dinero invertido en viviendas e infraestructuras— ha incrementado dramáticamente su impacto desde la crisis financiera de 2007-2009.

En el caso de las infraestructuras, los autores de un estudio reciente sobre la inversión institucional global en infraestructuras entre 1990 y 2020 encontraron que la «inmensa mayoría» de las inversiones en infraestructuras se habían realizado a partir de 2008.⁵³ Según Preqin, los activos bajo gestión (AUM) en fondos de infraestructuras no cotizados —los vehículos

⁵² «Current Projects», 31 de marzo de 2018, en assets.publishing.service.gov.uk (análisis del autor).

⁵³ A. Andonov, R. Kräussl y J. Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing», *Review of Financial Studies*, núm. 34, 2021, p. 3887.

más importantes de inversión institucional en infraestructuras— pasaron de los 129.000 millones de dólares a nivel mundial a finales de 2009 hasta los 582.000 millones de dólares a mediados de 2019, lo que implica una tasa de crecimiento compuesto anual bastante cercana al 20 por ciento.⁵⁴

Mientras tanto, INREV, la Asociación Europea de Inversores en Vehículos Inmobiliarios No Cotizados [European Association for Investors in Non-Listed Real State Vehicles] ha estimado que los AUM globales en los fondos de inversión inmobiliarios crecieron de los 0,9 billones de euros en 2009 hasta 3,3 billones de euros en 2020 (y el 83 por ciento de ellos siguieron estando en vehículos no cotizados), lo que se traduce en una tasa de crecimiento compuesto más baja, pero que sigue siendo muy sólida, del 13 por ciento anual.⁵⁵ Por supuesto, los fondos inmobiliarios invierten en propiedades comerciales y residenciales, por lo que este aumento del 13 por ciento no se aplica únicamente a la inversión en vivienda. Pero es muy probable que, de hecho, la tasa de crecimiento de la inversión en vivienda de los gestores de activos durante este periodo superase, quizás de forma significativa, ese 13 por ciento.

Tengamos en cuenta que, en los años previos a la crisis financiera global, solo alrededor de uno de cada siete fondos de inversión de activos reales lanzados a nivel mundial se centraron en gran medida o exclusivamente en activos residenciales, en 2005, por ejemplo, la proporción era del 14,2 por ciento. Después de la crisis financiera, esta proporción ha crecido enormemente, pasando a ser uno de cada cuatro y uno de cada cinco a mediados de la década de 2010 (en 2015 llegó al 22,2), y se ha mantenido desde entonces dentro de ese rango.⁵⁶ En otras palabras, los AUM a nivel mundial de bienes inmuebles se han orientado cada vez más hacia los activos residenciales. Blackstone, que es hoy el inversor inmobiliario más grande del mundo, es un ejemplo sobresaliente, aunque extremo, de este cambio. En 2009, sus fondos no poseían vivienda alguna; para 2020, la vivienda constituía casi un 20 por ciento de la cartera de bienes inmobiliarios de Blackstone valorada en 300.000 millones de dólares o más.⁵⁷

¿Cómo podríamos explicar el rápido crecimiento de la inversión en activos reales vía gestores de activos en el periodo transcurrido desde la crisis financiera? Dos factores parecen haber jugado un papel especialmente importante y definitivo.

⁵⁴ Preqin, «2020 Preqin Global Infrastructure Report», 4 de febrero de 2020, p. 20.

⁵⁵ «Global Real Estate Investment Managers Reaches AUM of €3.3 trillion», 19 de mayo de 2021, en inrev.org.

⁵⁶ D. Gabor y S. Kohl, «My Home Is an Asset Class: The Financialization of Housing in Europe», 2021 (versión previa a la publicación).

⁵⁷ Cifras calculadas por el autor basándose en informes de las empresas.

El primero fue un cambio significativo en la esfera macroeconómica. Como hemos visto, muchos inversores institucionales importantes, sujetos a pasivos continuos a largo plazo a los que deben responder, dependen de sus inversiones para que les proporcionan ingresos anuales estables, además de la posibilidad de obtener ganancias de capital. Este fue uno de los factores «impulsores» de los que hemos hablado antes, y fue el factor principal que atrajo a los inversores institucionales (y sus gestores de activos) al campo de los activos reales en la década de 1990, el hecho de que estos activos habitualmente proporcionaban flujos de efectivo estables.

Históricamente, las inversiones en activos financieros generaban ingresos anuales a sus inversores de una forma razonablemente fiable. Ciertamente, el rendimiento de los dividendos de acciones en Estados Unidos y en otros países con mercados de bonos con garantías sufrieron un declive secular durante el transcurso del siglo XX; pero en su mayoría, los inversores fueron capaces de compensar esto aumentando sus asignaciones a las obligaciones, que generan pagos anuales de intereses. Desde principios de los años ochenta hasta 2007, en la mayoría del Norte global, una política monetaria estricta ayudó a mantener tanto las tasas de interés nominales, como las tasas de interés real relativamente altas.

Pero la crisis financiera marcó el comienzo de una era macroeconómica radicalmente diferente. Los bancos centrales occidentales redujeron las tasas de interés hasta casi cero, o incluso por debajo; los intereses se mantuvieron, en general, dentro de ese abanico hasta 2022. El efecto fue una reducción dramática de los rendimientos no solo de la deuda pública sino también de la deuda empresarial. Por lo que, habiendo llegado a depender principalmente de bonos para obtener los beneficios por las inversiones frente a la caída a largo plazo de los rendimientos de los dividendos, los inversores institucionales se enfrentaron al nuevo escenario de no poder depender de ningún activo financiero convencional para la generación de ingresos anuales recurrentes con tasas de rendimiento saludables; los planes públicos de pensiones estadounidenses, por ejemplo, recortaron la asignación de sus carteras a títulos de deuda pasando de casi el 30 a el 20 por ciento aproximadamente entre 2009 y 2021.

Esto explica en gran medida por qué ahora han cobrado fuerza los activos reales. En cualquier informe que podamos leer sobre inversión institucional en vivienda, infraestructuras o activos reales entre los habitualmente publicados durante la década posterior a la crisis financiera, la esfera macroeconómica ocupaba invariablemente un lugar destacado en la lista de los inversores, lo que aumentaba las razones para recurrir cada vez más a esta clase de activos. Por poner un ejemplo, en 2014 en una encuesta entre inversores institucionales realizada por la Economist Intelligence Unit en nombre de BlackRock, más del 50 por ciento de los encuestados

señalaron las «cuestiones macroambientales», entre sus tres principales motivaciones para aumentar las asignaciones en activos reales, lo que lo convertía en el factor de mayor peso entre las cuestiones a tener en cuenta, tanto en inversión inmobiliaria como en infraestructuras.⁵⁸ Esta motivación era un factor totalmente novedoso en el periodo posterior a la crisis.⁵⁹

Por el contrario, el segundo factor clave que impulsó mayores tasas de crecimiento de la inversión en activos reales —específicamente en infraestructuras— después la crisis, fue un viejo conocido. Hablamos de la convicción generalizada de que tenemos lo que comúnmente se conoce como un «déficit en las infraestructuras»: un déficit, es decir, una brecha entre la cantidad que se invierte en construcción y renovación de las infraestructuras y la cantidad que se necesita invertir en estas. La idea de dicha brecha no es novedosa. En 1985, el congresista demócrata estadounidense James Howard, ya lo utilizó, al argumentar que, si se tomaba como guía el porcentaje habitual de gasto gubernamental en infraestructuras, se podía calcular que en el periodo entre aquel momento y finales de siglo habría un déficit de inversión de unos 450.000 millones de dólares.⁶⁰

Pese a no ser una idea novedosa, la creencia, su perfil, aceptación y supuesto impacto en la brecha de infraestructura han aumentado positivamente desde la crisis financiera. Si se teclea la frase «déficit en materia de infraestructuras», en la herramienta de búsqueda Factiva, nos devuelve —en el momento de escribir estas líneas— alrededor de 12.500 búsquedas. Lo más llamativo es la distribución de las menciones a lo largo del tiempo. Antes de la década de 2000, apenas había búsquedas: en 1997, marcó un máximo anual de solo veintidós. Sencillamente, «el déficit de infraestructuras», no era parte del discurso dominante. Creció modestamente durante los años siguientes, a medida que el término se fue haciendo más familiar; pero en 2006 el número de visitas anuales solo alcanzó las 117. Sin embargo, se produjo un salto en el uso del término y los resultados llegaron a los más de 1.000 anuales al alcanzar 2014. Este había pasado a formar parte de la jerga profesional.

Es difícil explicar exactamente por qué ha sido específicamente durante más o menos los últimos quince años cuando ha surgido un consenso en torno a la idea de que existe una brecha de infraestructuras. Probablemente

⁵⁸ Economist Intelligence Unit, «The Ascent of Real Assets: Gauging Growth and Goals in Institutional Portfolios», 2015, p. 9, en impact.economist.com.

⁵⁹ En el capítulo 6, analizaré la cuestión de cómo el reciente aumento de las tasas de interés, que comienza en 2022, como respuesta a un fuerte aumento de la inflación, podría afectar a la inversión de los administradores de activos en activos reales como son la vivienda y las infraestructuras.

⁶⁰ D. Farney, «Congress' s Authorization Committee Chairmen Once-Dictated Budget; Now, It Dictates to Them», *Wall Street Journal*, 16 de abril de 1985.

sea resultado de una combinación de factores. Uno es, casi con toda seguridad, el hecho de que, más de medio siglo después, las diversas infraestructuras vitales construidas por el Estado keynesiano después de la Segunda Guerra Mundial hayan alcanzado el fin «natural» de sus vidas. Otro factor que contribuye, sin duda, es el cambio climático. A medida que en las últimas dos décadas las sociedades han comenzado a tomarse más en serio la realidad del cambio climático, queda cada vez más claro que, incluso aunque las infraestructuras existentes no hayan agotado su vida útil, no están preparadas ni son adecuadas para mitigar y adaptarse al calentamiento: el cambio climático, en resumen, exige una transformación total de las infraestructuras. Por último, ha habido un periodo de austeridad económica. A medida que los gobiernos occidentales endurecieron sus medidas de ajuste fiscal en respuesta a la crisis financiera y la inversión en infraestructuras públicas se estancó o disminuyó, la brecha de infraestructuras identificada por los tertulianos pasó de ser una brecha a un abismo.

Cada vez más persuadidos, por un lado, de que existía una brecha de infraestructuras, pero paralizados, por otro, por la autoimpuesta política económica de austeridad, tras la crisis financiera los gobiernos occidentales imploraron abiertamente al sector privado para que ayudara a cerrar la brecha, y en general fueron de la opinión de que los gestores de activos ricos en capital eran la fuente de financiación más fiable. El Reino Unido, por ejemplo, fue testigo en 2010 tanto de la creación del Treasury of Infrastructure UK (rebautizado posteriormente como Infrastructure and Projects Authority) para dar forma a la política gubernamental en materia de inversión en infraestructuras como de la publicación del primer plan nacional de infraestructuras del gobierno [National Infrastructure Plan], descrito como «un análisis exhaustivo de la necesidad de inversión en infraestructuras con el fin de apuntalar el crecimiento del Reino Unido». La promoción de la inversión por parte del sector privado era un elemento básico de ese plan: se hablaba de «mejorar los modelos de inversión del sector privado», «fomentar nuevas fuentes de capital privado», y «desbloquear la inversión del sector privado en las infraestructuras del Reino Unido a una escala sin precedentes». De hecho, ahora la posición del gobierno era que *siempre que fuera posible* la inversión en infraestructuras debería realizarla el sector privado.⁶¹

Como veremos en un momento, más o menos desde 2010, los gobiernos occidentales no solo han pedido una mayor inversión del sector privado en infraestructuras; también han adoptado medidas activas para maximizar la probabilidad de que se produzca dicha inversión. Pero cabe destacar

⁶¹ HM Treasury and Infrastructure UK, «National Infrastructure Plan 2010», pp. 3-4, 7 y 13 (énfasis añadido).

que lo han hecho bajo la influencia de una presión constante de lobbying industrial, sobre todo por parte de gestores de activos e inversores institucionales. Esos actores les han dicho a los gobiernos que solo ayudarán a atajar la creciente brecha de infraestructuras si las condiciones de inversión son las adecuadas, y que es responsabilidad de los gobiernos lograr dichas condiciones. En 2017, por ejemplo, Larry Fink, director de BlackRock, instó a la administración estadounidense de Donald Trump a que garantizase que los proyectos de infraestructuras encargados por el sector público saliesen al mercado «bajo un formato adecuado para la inversión institucional». ¿Qué quiso decir con «adecuado»? Fink lo dejó claro: «Estos proyectos deben generar retornos competitivos». ⁶² Estos mismos argumentos los han planteado otros organismos financieros, como la Global Infrastructure Investor Association, que, en defensa de los intereses de los inversores institucionales, enfatizan repetidamente los supuestos beneficios de utilizar la financiación privada para desarrollar infraestructuras, y «trabajar con gobiernos y organismos públicos para crear el entorno adecuado que permita desbloquear más capital privado y aumentar la inversión en infraestructuras». ⁶³

Básicamente lo que los gobiernos occidentales han hecho desde la crisis financiera, y cada vez en mayor medida, ha sido minimizar el riesgo del sector privado en la inversión en infraestructuras, tal y como les exigen gente como Fink. En el primer plan nacional de infraestructuras británico de 2010 ya se marcaba la pauta a seguir, asumiendo y usando como propio dicho lenguaje y utilizando expresiones como «crear el entorno óptimo para la inversión», para «reducir el nivel de transferencia de riesgo al sector privado», y, por tanto, para ofrecer «retornos económicos relativamente asegurados». El objetivo inmediato no podría haber sido más transparente: hacer que las infraestructuras del Reino Unido «fuesen una clase de activo atractiva». ⁶⁴

En la última década no ha cambiado nada. En 2014, el Tesoro admitió *motu proprio* que el gobierno del Reino Unido «prestó una especial consideración al efecto que tendría en la confianza de los inversores» modificar la regulación relacionada con las infraestructuras. Tal ha sido la preocupación del gobierno por evitar que una regulación tan estricta ahuyentase a los inversores que dicha regulación les asegura una garantía — que en 2014 se calculó en 40.000 millones de libras— si teme que «una infraestructura

⁶² Citado en S. Foley, «Fink Urges US Privatisation Model to Fund Building Drive», *Financial Times*, 10 de abril de 2017.

⁶³ Global Infrastructure Investor Association, «Closing the Gap: How Private Capital Can Help Deliver Our Future Infrastructure Needs», marzo de 2019, pp. 12-13, 3, en giia.net.

⁶⁴ HM Treasury and Infrastructure UK, «National Infrastructure Plan 2010», octubre de 2010, pp. 11-12, 14-15, en infrastructure.planninginspectorate.gov.uk.

necesaria tenga problemas para acceder a la financiación privada».⁶⁵ Además, cuando, hacia finales de la década, la National Infrastructure Commission (una agencia hermana de la Infrastructure and Projects Authority) puso sobre la mesa la cuestión, ya de dominio público, de que el sistema de regulación de infraestructuras británico estaba perdiendo la confianza de la sociedad debido al aumento de los costes y a la mala calidad de los servicios, la insistencia en que «se debe mejorar» la confianza pública en el sistema, se justificaba no sobre la base del beneficio social, sino con la idea de «proporcionar la certeza del largo plazo a los inversores».⁶⁶

Por último, cuando el gobierno anunció en 2020 la creación de un nuevo banco de propiedad pública, el UK Infrastructure Bank (UKIB), financiado con fondos públicos, inmediatamente quedó claro que el objetivo final no era, de hecho, la inversión en infraestructuras públicas en sí, y menos aún la propiedad pública de las infraestructuras. Siguiendo el patrón de la última década, la función principal del banco sería «agrupar capital privado y gestionar el riesgo», usando como piedra angular del mismo el compromiso de los fondos públicos «para atraer inversiones internacionales y desbloquear capital de instituciones, incluidos los fondos de pensiones».⁶⁷ Y así lo ha hecho: entre los primeros acuerdos del UKIB se encuentran considerables compromisos de capital con fondos de infraestructuras no cotizados lanzados por los gestores de activos NextEnergy Capital (en 2021) y Octopus Investments (2022), diseñados precisamente para catalizar y eliminar el riesgo de la financiación privada.

El plan ha funcionado. Los gobiernos del Norte global han logrado, aunque de manera desigual, eliminar el riesgo en la inversión en infraestructuras del sector privado y, como hemos visto, el capital a su vez, ha fluido de la manera esperada, sobre todo a través de gestores de activos, haciéndolo especialmente desde los abultados fondos de infraestructuras de los gestores. Moody's, la agencia de calificación crediticia, que es el árbitro último en riesgo de inversión, reconoció públicamente que el gobierno británico había logrado lo que se había propuesto. En 2016, la Infrastructure and Projects Authority británica se jactó de que Moody's le había adjudicado la puntuación más alta posible (AAA) a los reglamentos del país para los sectores de agua, gas y electricidad, esta calificación representa los sectores en los que el riesgo de inversión es más bajo. Moody's juzgó esos regímenes de «entre los más estables y predecibles del mundo»:

⁶⁵ HM Treasury, «Investing in UK Infrastructure», julio de 2014, pp. 11-12, en assets.publishing.service.gov.uk.

⁶⁶ National Infrastructure Commission, «Strategic Investment and Public Confidence...», p. 7.

⁶⁷ HM Treasury, «UK Infrastructure Bank: Policy Design», marzo de 2021, pp. 3, 5, en assets.publishing.service.gov.uk.

el «paraíso» de un inversor en infraestructuras, comentó posteriormente el *Financial Times*.⁶⁸

Motivada por las preocupaciones sobre la creciente brecha de infraestructuras, esta floreciente iniciativa para la eliminación de riesgos liderada por el Estado se suma a la transformación antes mencionada del entorno macroeconómico, para explicar sustancialmente el sorprendente crecimiento de la inversión en activos reales a través de gestores de activos en el periodo transcurrido desde la crisis financiera. Seguramente no son los únicos factores relevantes, pero probablemente sean los dos que han tenido un impacto más profundo y extenso, tanto en sectores como en países.

Otros factores que han contribuido notablemente han tenido impactos en el sector más acotados y específicos. Dos de ellos merecen especial atención. El primero se refiere a una cuestión que ya se ha abordado brevemente: el cambio climático. Como señalé, un porcentaje cada vez mayor de la inversión en infraestructuras tiene como objetivo la mitigación o adaptación al clima; el caso más claro es el de las instalaciones de producción de energía renovable. A distintos ritmos y de maneras diferenciadas, los países están reemplazando las centrales eléctricas alimentadas por combustibles fósiles por parques solares y eólicos. Esto ha tenido implicaciones importantes para los gestores de activos.

Ser propietario de una planta alimentada por carbón o gas no es tarea sencilla: el negocio es relativamente complejo y requiere mucha mano de obra. Ser propietario de un parque solar o eólico es muy diferente. Una vez construidas y operativas, dichas instalaciones requieren muy poca atención o mantenimiento y, por lo tanto, se han convertido en un objeto de inversión codiciado por los gestores de activos quienes las adquieren por su capacidad para la producción de ingresos, además de proporcionar relucientes acreditaciones ecológicas, al tiempo que subcontratan el poco mantenimiento requerido a un contratista local. En 2016, alrededor del cuarenta y cinco por ciento de los acuerdos de infraestructuras *de todo tipo* de empresas de inversión a nivel mundial se realizaron en el sector de las energías renovables. Al llegar 2018, esa cifra había aumentado al 57 por ciento.⁶⁹ En cambio, los gestores de activos rara vez han invertido tan directamente en plantas alimentadas con combustibles fósiles (aunque, por supuesto, pueden poseer algunas o todas las acciones de las empresas que operan dichas plantas). Sus inversiones directas en infraestructuras

⁶⁸ Respectivamente: Infrastructure and Projects Authority, «National Infrastructure Delivery Plan 2016-2021», marzo de 2016, p. 19, en assets.publishing.service.gov.uk; J. Ford, «Lax Regulation Has Turned Britain into a Rentier's Paradise», *Financial Times*, 1 de octubre de 2017.

⁶⁹ A. McElhane, «Prequin: Infrastructure Fundraising Is on a Tear After a Record 2018», *Institutional Investor*, 7 de enero de 2019.

alimentadas por combustibles fósiles han tendido más bien a concentrarse en infraestructuras de almacenamiento, transmisión o distribución, más que en la producción de energía. Es evidente que se siguen haciendo inversiones de este tipo: en 2020, por ejemplo, Brookfield Asset Management y Global Infrastructure Partners lideraron una inversión combinada de 10.000 millones de dólares en una concesión a veinte años del gaseoducto utilizado y propiedad de la Abu Dhabi National Oil Company, después de que ya se hubiese firmado un acuerdo por un gaseoducto similar por 4.000 millones de dólares con la misma empresa el año anterior liderado por otros dos gestores de activos, BlackRock y KKR.⁷⁰

El segundo factor que tiene un impacto específico en el sector involucra un caso de manual de oportunidad del gestor de activos. La crisis financiera redujo el precio de algunos activos hasta tal punto que los gestores de activos dejaron gustosamente a un lado sus reservas históricas con respecto a la inversión en dichos activos. El ejemplo por excelencia aquí fue la vivienda unifamiliar estadounidense, es decir, casas independientes en lugar de bloques de apartamentos multifamiliares. Históricamente, los gestores de activos y sus clientes de inversión institucionales se habían mantenido lo más lejos posible de invertir en dichas viviendas con el objetivo de obtener ingresos por alquiler, al considerar que las desventajas, los costes de adquisición y operación desproporcionadamente grandes en relación al valor del activo individual, superaban con mucho las ventajas.

Pero la crisis financiera alteró estas cuentas.⁷¹ No solo las viviendas unifamiliares estadounidenses se volvieron repentinamente baratas, sino que los precios cayeron un 50 por ciento o más en las zonas más afectadas por la debacle de las hipotecas de alto riesgo y el consiguiente aumento de las ejecuciones hipotecarias. Esto fue tan importante como el hecho de que los grandes compradores, que disponían sobradamente de efectivo, tuviesen la oportunidad de comprar un gran número de viviendas que podían ponerlas posteriormente en alquiler, con niveles de eficiencia sin precedentes. El hecho de que la crisis se concentrara geográficamente en aquellos lugares en los que críticamente se concentraban las ejecuciones hipotecarias resultó ser un factor fundamental. Los compradores podían adquirir cientos de propiedades de una tacada en las subastas, semanales o mensuales, de ejecuciones hipotecarias y el hecho de que esas viviendas estuviesen concentradas en vecindarios específicos lo hizo mucho más fácil logísticamente en todos los aspectos.

⁷⁰ S. Kerr, «GIP and Brookfield Among Investors in \$10bn Abu Dhabi Pipeline Deal», *Financial Times*, 23 de junio de 2020.

⁷¹ B. Christophers, «How and Why US Single-Family Housing Became an Investor Asset Class», *Journal of Urban History*, 8 de julio de 2021 (próxima publicación en la red).

Además, existía un mecanismo adicional mediante el cual los inversores financieros podían ahora (indirectamente) adquirir grandes existencias de viviendas unifamiliares estadounidenses de forma económica y eficiente. La crisis financiera dio paso a la agregación de un gran número de hipotecas residenciales devaluadas en distintas esferas del gobierno federal, en particular el Department of Housing and Urban Development (HUD) y en empresas impulsadas por el gobierno (GSE) y nacionalizadas de facto, Fannie Mae y Freddie Mac. Después de la crisis, tanto HUD como las GSE vendieron un gran número de estas hipotecas (más de 100.000 en cada caso) a precios muy rebajados, pero en lotes de tal tamaño que solo inversores como los grandes gestores de activos estaban en condiciones de adquirir. Los préstamos vendidos por HUD, por ejemplo, normalmente tenían un precio con descuentos del 20-30 por ciento sobre el valor de mercado de la propiedad subyacente y del 30-50 por ciento sobre el saldo del principal impagado.⁷² Por lo tanto, los inversores pudieron adquirir casas comprando estos préstamos con descuento, que posteriormente ejecutarían sobre el titular de la hipoteca, una oportunidad que asumieron a lo grande.

En consecuencia, entre 2011 y 2018, Estados Unidos pasó de tener esencialmente cero viviendas unifamiliares de alquiler bajo control de grandes propietarios institucionales a poseer más de 300.000. En el capítulo 4 me extenderé más sobre este punto. Sin embargo, lo que ya debería estar claro es que, como todo el resto de acciones, esto representó una transferencia de riqueza de los desposeídos a los poderosos que fue tan sencilla como colosal. En su inmensa mayoría los propietarios hipotecados perdieron sus hogares y sus ahorros; los inversores adquirieron esas casas a bajo precio para luego traspasarlas —a menudo al mismo grupo de personas— al tiempo que disfrutaban de un rápido repunte en los precios de los activos.

Esta historia resulta de particular interés cuando nos enteramos de quiénes eran exactamente los principales inversores: seis entidades surgieron rápidamente como actores dominantes en el alquiler unifamiliar en Estados Unidos. Una de ellas, American Homes 4 Rent, era una empresa inmobiliaria relativamente normal y típica, pero las otras cinco eran empresas de gestión de activos, que se propusieron por primera vez integrar las viviendas unifamiliares estadounidenses en la sociedad de gestión de activos. Quizás fue una demostración tan clara como la que hemos visto en otros ejemplos del auténtico equilibrio de poder contemporáneo en la inversión de activos reales, en el que los gestores de activos demuestran

⁷² B. Greenburg, «Consolidation After Crisis: How a Few Private Investors Bought Distressed, Federally-Insured Mortgages After the Foreclosure Crisis», *New York University Journal of Legislation and Public Policy*, núm. 20, 2017, pp. 887-939.

claramente su dominio no solo sobre empresas operativas como American Homes 4 Rent, sino también sobre inversores institucionales, que normalmente invierten en viviendas unifamiliares indirectamente a través de gestores de activos. Colony Capital, Starwood Capital y Waypoint Real Estate Group, que en 2015 fusionarían sus activos de alquiler unifamiliares en una sola entidad, fueron tres de los cinco gestores de activos que emergieron como líderes del sector. Pretium Partners de Nueva York fue el cuarto. El quinto y más grande fue Blackstone.

Los fondos de Blackstone adquirieron dichas viviendas a través de los dos mecanismos descritos anteriormente. En primer lugar, adquirieron directamente propiedades físicas. Entre 2011 y 2017, a través de Invitation Homes, una empresa en cartera creada con dicho fin, Blackstone compró alrededor de 50.000 viviendas unifamiliares en Estados Unidos con un coste total de más de 10.000 millones de dólares (ver capítulo 1). Para cuando en 2019 salieron de Invitation Homes, los fondos de Blackstone habían obtenido un beneficio estimado de su inversión de más de 3.500 millones de dólares. En segundo lugar, Blackstone utilizó una empresa en la que poseía una participación del 46 por ciento —Bayview Asset Management— para adquirir viviendas de forma indirecta. En particular, Bayview compró más de 30.000 hipotecas en dificultades a HUD (lo que lo convierte fácilmente en el mayor cliente de HUD) y posteriormente, casi en un 60 por ciento de los casos (de los que tenemos información acerca de la resolución de esos préstamos) paso a adquirir también la posesión de la vivienda de los prestatarios.⁷³

La extensión

Según los expertos esto no es exclusivo de los países del Norte global, que representa el corazón histórico y contemporáneo de la sociedad de gestión de activos. Estos señalan que hay cada vez más países afectados por la «brecha de infraestructuras». Afirman que esto sucede también en otras partes del mundo, denominadas a veces como países en desarrollo, Sur Global o —en el lenguaje de los gestores de activos— «mercados emergentes». De hecho, en 2017, cuando la consultora de gestión McKinsey intentó hacer una estimación de las necesidades globales de inversión en infraestructuras hasta 2035, concluyó que casi dos terceras partes de la inversión total debían dedicarse a las «economías emergentes» (estas incluían a China, que era uno de los países que McKinsey separaba del Asia «desarrollada»). En general, las inversiones previstas estuvieron muy por debajo de las

⁷³ B. Christophers, «The Role of the State in the Transfer of Value from Main Street to Wall Street: US-Family Housing after the Financial Crisis» *Antipode*, núm. 54, 2022, pp. 130-152.

necesidades estimadas. Según McKinsey, Brasil, Indonesia y México eran los países con brechas especialmente grandes entre los compromisos de gasto existentes y las necesidades estimadas.⁷⁴

Dada la limitada capacidad fiscal de muchos gobiernos en el Sur global, en general se considera que allí la inversión del sector privado resulta aún más esencial para cubrir la brecha de infraestructura que en el Norte global. En los últimos tiempos han aumentado considerablemente los llamamientos al capital financiero privado para que responda a estas necesidades de inversión. Gran parte de las solicitudes provienen de organizaciones orientadas al desarrollo como el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) y el Banco Mundial, quienes llevan más de una década haciendo este tipo de llamamientos públicos. Un momento crucial fue la Agenda de Acción de Addis Abeba de 2015. La tercera de las tres conferencias internacionales sobre financiación para el desarrollo organizadas por las Naciones Unidas (la primera se celebró en 2002), la conferencia de Addis Abeba y la Agenda resultante señalaron un cambio decisivo en la política de desarrollo y marcaron específicamente su giro hacia la canalización de inversiones financieras privadas; además dieron paso a otras iniciativas influyentes como fue el caso de *Maximizing Finance for Development* del propio Banco Mundial. Las instituciones de desarrollo han sido tan decisivas a la hora de cambiar de énfasis hacia las finanzas privadas, que muchos ven este cambio como la evidencia de nada menos que un nuevo paradigma de desarrollo, en el que la ayuda exterior tradicional deja de ser valorada por lo que es y pasa a considerarse un mecanismo para atraer capital privado con ánimo de lucro.

Antes de la década de 2010, los gestores de activos occidentales tenían un breve historial de inversión en activos reales ubicados en el Sur global. Por un lado, no necesitaban mercados «emergentes». Desde principios de la década de 1990, en general a medida que ellos y sus clientes, los inversores institucionales, centraban cada vez más su atención en los activos reales, primero en Australia y luego en Europa y América del Norte, las oportunidades de inversión rentables en esos mercados geográficos centrales fueron abundantes. Los fondos invirtieron gran parte de su capital y dejaron muy poco *dry powder* [cantidad de capital comprometido pero no asignado] sin invertir. Por otra parte, los gestores consideraban que el Sur global suponía en general un riesgo excesivo para la inversión. Según los informes, dichos riesgos adoptaban muchas formas, entre ellas, como han señalado Britta Klagge y Chigozie Neweke-Eze, «riesgos legales y regulatorios, por ejemplo cuando los actores estatales (nacionales) cambian la

⁷⁴ McKinsey Global Institute, «Bridging Infrastructure Gaps: Has the World Made Progress?», octubre de 2017, pp. 4, 6, en mckinsey.com.

regulación y los acuerdos de remuneración, pero también procedimientos burocráticos complejos y corrupción, así como riesgos macroeconómicos como fluctuación de tipos de interés, los tipos de cambio y la inflación».⁷⁵

Desde la perspectiva de los gestores de activos con sede en Estados Unidos y Europa, el panorama comenzó a verse de forma algo distinta en los años posteriores a la crisis financiera. En parte, esto fue resultado de una creciente sensación de oportunidad: daba la impresión de que los gobiernos del Sur global se estaban tomando en serio el incremento de la inversión en infraestructuras y que la financiación privada extranjera era bienvenida. Entre 2012 y 2017, por ejemplo, India, según McKinsey, experimentó el mayor aumento del gasto en infraestructuras del mundo.⁷⁶ Los gestores de activos no querían perder ninguna oportunidad. Además, el Sur global comenzó a parecer más atractivo en parte porque el Norte global lo era cada vez menos. El éxito histórico de los gestores de activos centrados en activos reales había atraído inevitablemente un aumento de la competencia en el campo: en 2020 se contabilizaron más de 700 gestores de activos de infraestructuras en activo y un número mayor de gestores de bienes inmobiliarios, lo que había provocado el aumento del precio de los activos y una reducción de los rendimientos. Los gestores de activos reaccionaron de varias maneras a estas presiones y una de las principales fue la expansión hacia nuevos mercados geográficos, caracterizados por una menor competencia.

Sin embargo, la percepción de un exceso de riesgo seguía viva, por lo que, desde hace varios años, las instituciones financieras occidentales, como los gestores de activos, han abogado abiertamente por la eliminación de riesgos en las oportunidades de inversión en activos reales en el Sur global, afirmando que dicha eliminación de riesgos debe ir más allá de lo emprendido por los gobiernos del Norte global como el del Reino Unido. Un ejemplo temprano de dicha promoción, como ha señalado Daniela Gabor, fue la colaboración del Deutsche Bank en 2010-2011 con el UNDP para definir los mecanismos de eliminación del riesgo a la inversión del sector privado en activos de energía renovable del Sur global.⁷⁷ De hecho, el UNDP, junto con el Banco Mundial y el G20, han insistido tanto como lo ha hecho el sector financiero en el argumento de que atraer financiación privada externa requiere de una eliminación total del riesgo. La naturaleza y escala de la eliminación de riesgos supuestamente necesaria ha sido

⁷⁵ B. Klagge y C. Nweke-Eze, «Financing Large-Scale Renewable-Energy Projects in Kenya: Investor Types, International Connections, and Financialization», *Geografiska Annaler: Series B*, núm. 102 (1), 2020, p. 65.

⁷⁶ McKinsey Global Institute, «Bridging Infrastructure Gaps...», p. 2.

⁷⁷ D. Gabor, «The Wall Street Consensus», *Development and Change*, núm. 52 (3), 2021, pp. 433-434.

documentada, por ejemplo, en los llamados Sector Assessment Programs del Banco Mundial, elaborados sobre países como Indonesia y Sri Lanka. También constituyen el eje central del «Roadmap to Infrastructure as an Asset Class» editado por el G20 en 2018, en el que se analizan las formas en que se pueden reducir las barreras del Sur global a la inversión externa en infraestructuras.

La reducción del riesgo de la inversión en infraestructuras adopta formas variadas y ha sido promovida por diversos actores. Dos de las principales categorías de riesgo que pretende mitigar son el riesgo de construcción y de demanda. El primero es el riesgo de que un proyecto cueste más o tarde más en completarse de lo proyectado, o que la construcción no cumpla los estándares requeridos; este último es el riesgo de que, una vez construido, un proyecto no genere el nivel de ingresos previsto. Los gobiernos en el Sur global no han dejado de buscar nuevas maneras de compensar estos dos grupos de riesgos de cara a los inversores privados internacionales, por ejemplo, en el caso de las instalaciones de producción energética, garantizando ingresos a través de contratos a largo plazo de compra de energía con empresas de servicios públicos de propiedad estatal. Las instituciones multilaterales también han ayudado a eliminar el riesgo. En 2013, por ejemplo, la International Finance Corporation (IFC), una organización hermana del Banco Mundial, inició un programa diseñado para dirigir capital de inversores institucionales hacia proyectos de infraestructuras del Sur global. La CFI no solo co-invertiría sino que, en el caso de que sus co-inversores del sector privado sufrieran pérdidas, absorbería algunas de esas pérdidas. A principios de 2018, el plan había recaudado externamente 6.000 millones de dólares, de los cuales 3.500 millones de dólares se habían invertido en ochenta y siete proyectos en treinta y nueve países.⁷⁸

Las potenciales inversiones no siempre ven reducido el riesgo en la medida necesaria para atraer gestores de activos y otros inversores financieros de activos reales capitalizados del Norte global. Como han sugerido Klagge y Nweke-Eze, este parece ser especialmente el caso en el África subsahariana, donde se mantienen bajos niveles de inversión financiera privada, lo que sugiere que los riesgos percibidos siguen siendo demasiado altos (y también demasiado bajas las recompensas previstas), y donde, por ello, los grandes proyectos de infraestructuras siguen dependiendo desproporcionadamente del capital del Estado, de instituciones financieras de desarrollo como la IFC y de inversores privados no financieros (como empresas de energía). No obstante, este es el caso también de otros países en los que, como veremos, los gestores de activos occidentales han invertido

⁷⁸ J. Kynge y O. Ralph, «World Bank Group Helps Plug Infrastructure Investment Gap», *Financial Times*, 14 de marzo de 2018.

de manera relativamente generalizada. Uno de esos países es Brasil. En el momento de redactar este libro, Brasil ha recorrido ya la mitad de un importante programa de designación de concesiones de redes de transporte y saneamiento que necesitan inversiones urgentes, pero está luchando por atraer capital extranjero. El «radicalismo ideológico» del gobierno de Bolsonaro, señaló un comentarista el año anterior a que Lula reasumiera el cargo, «a menudo asusta a los inversores».⁷⁹ Sin embargo, la eliminación de riesgos ha sido lo suficientemente generalizada y, de hecho, ya estaba lo suficientemente avanzada en el momento en el que IFC lanzó su programa de coinversión; en 2015, Toby Carroll y Darryl Jarvis podían describir de manera verídica «la protección del capital internacional por parte de agencias multilaterales de desarrollo en su incursión en los mercados fronterizos y emergentes», como un «valioso método para la política de desarrollo, haciendo que muchos (a menudo grandes) proyectos de infraestructuras y otras inversiones respondan con entusiasmo».⁸⁰

La inversión de los gestores de activos en activos reales del Sur global desde la época de la crisis financiera se ha centrado en tres categorías principales; y se repiten los nombres de los gestores y de los países. El primer tipo de activo invertible que ha resultado ser clave han sido las infraestructuras para la producción de energía renovable. En 2018, Sean Kennedy observó que la disponibilidad, especialmente, «de tierra y mano de obra baratas ha convertido a muchos países del Sur global en sitios lucrativos para la absorción [en proyectos de energía renovable] de abundante capital financiero».⁸¹ Gran parte de ese capital ha sido invertido por gestores de activos.

En este campo ha destacado Brookfield Asset Management. Históricamente, sus principales activos renovables estaban en hidroelectricidad. En 2007, por ejemplo, gastó 288 millones de dólares para adquirir una instalación hidroeléctrica de 156 MW en Brasil.⁸² Pero a medida que, a lo largo de la última década, el mercado de energías renovables en general se ha desplazado más hacia la energía solar y eólica, Brookfield también lo ha hecho. Podría decirse que su acuerdo más notable en este espacio fuera del Norte global se produjo en 2017, cuando adquirió TerraForm Global por 787 millones de dólares, además de la

⁷⁹ B. Harris, «Brazil's Economic Outlook Buoyed by Big-Ticket Investments», *Financial Times*, 4 de enero de 2022.

⁸⁰ T. Carroll y D. Jarvis, «Introduction: Financialisation and Development in Asia Under Late Capitalism», en T. Carroll y D. Jarvis (eds.), *Financialisation and Development in Asia*, Londres, Routledge, 2015, p. 6.

⁸¹ S. Kennedy, «Indonesia's Energy Transition and Its Contradictions: Emerging Geographies of Energy and Finance», *Energy Research & Social Science*, núm. 41, 2018, p. 232.

⁸² «Brookfield Asset Management to Acquire Hydroelectric Facility in Brazil», *ENP Newswire*, 21 de diciembre de 2007.

asunción de una deuda neta de 455 millones de dólares. TerraForm Global poseía y operaba —o tenía contratos de compra— una cartera de treinta y un parques eólicos y solares con una capacidad combinada de 952 MW, repartidos en Brasil, India, China, Sudáfrica, Tailandia, Malasia y Uruguay.⁸³ En los últimos años, la India se ha convertido en un territorio especialmente popular para la inversión en energías renovables por parte de los gestores de activos; en 2020, por ejemplo, Global Infrastructure Partners pagó alrededor de 230 millones de dólares para comprar la cartera solar de 306 MW de RattanIndia Power.

Aunque África ha recibido menos inversión de este tipo, no es que se les haya pasado totalmente por alto. Un importante inversor ha sido Meridiam, un gestor de activos francés especializado en inversiones en infraestructuras. El Fondo Meridiam Infrastructure Africa se lanzó en 2014 y, cuando el fondo se cerró a nuevos inversores en 2019, había recaudado 546 millones de euros, el 70 por ciento de los cuales procedía de instituciones privadas como planes de pensiones y aseguradoras, y el 30 por ciento restante provenía principalmente de instituciones financieras de desarrollo. Entre las inversiones del fondo se encuentran cuatro plantas de energía solar en Senegal, con una capacidad combinada de generación energética de 140 MW. Es importante señalar que dos de estas plantas constituyen casos de estudio en lo relativo a la reducción de riesgos, impulsadas tal y como lo fueron a través del programa Scaling Solar del Banco Mundial, cuyo objetivo es promover la inversión privada en energía renovable en mercados emergentes. La financiación de la deuda de las dos plantas en cuestión fue proporcionada por la IFC, el Banco Europeo de Inversiones y la institución francesa de financiación del desarrollo Proparco. Además, la Multilateral Investment Guarantee Agency, miembro (como la CFI) del Banco Mundial, emitió 6,9 millones de euros en garantías, «brindando protección contra riesgos no comerciales durante los siguientes 15 años».⁸⁴

Junto con las energías renovables, otro de los objetos principales de la inversión en activos reales por parte de los gestores de activos en el Sur Global han sido las concesiones viales. Una vez más, Meridiam ha abierto camino en África, participando en un consorcio que en 2020 obtuvo la concesión de 1.500 millones de dólares a treinta años de la autopista Nairobi-Nakuru-Mau Summit de Kenia; pero, aún así, la mayor parte de la actividad inversora se ha producido en América del Sur y el sur de Asia. En la primera, Brookfield ha vuelto a abrir camino. En 2012 formó una empresa conjunta con Abertis Infraestructuras, una sociedad española de

⁸³ «Brookfield to Acquire TerraForm Global», 7 de marzo de 2017, en globe.newswire.com.

⁸⁴ «Two PV Plants Bring Clean Energy to Senegal», *Renewable Energy Magazine*, 2 de junio de 2021.

gestión de peajes, para hacerse con la propiedad de Arteris, uno de los mayores propietarios y operadores de concesiones de carreteras de peaje en Brasil. Hoy en día, Brookfield controla unos 3.700 kilómetros de autopistas de peaje brasileñas.⁸⁵

Brookfield realizó su primera inversión en infraestructuras indias en el mismo sector: en 2015, adquirió de Gammon Infrastructure Projects seis concesiones de carreteras, de las cuales dos eran de peaje y cuatro sujetas a anualidades por parte de la India's National Highways Authority. Mientras tanto, uno de los principales competidores de Brookfield en inversiones internacionales en infraestructuras, el administrador de activos australiano Macquarie, había ingresado al mercado indio de concesiones de carreteras tres años antes, y hoy sus fondos constituyen colectivamente el mayor inversor internacional en carreteras indias. KKR, al igual que Brookfield, controla una combinación diversificada de carreteras de peaje directo y en la sombra en dicho país, es otro inversor importante en los activos de carreteras de la India, con más de 900 kilómetros en once estados.⁸⁶

La tercera y última categoría clave de activos reales que ha atraído a los principales gestores de activos occidentales al Sur global son las tierras de cultivo. Aquí también Brookfield es un actor muy importante. En 2020, informó que sus activos brasileños incluían 269.000 hectáreas de propiedad agrícola.⁸⁷ Sin embargo, esto no lo convierte en el mayor inversor en tierras agrícolas brasileñas de entre todos los gestores de activos internacionales. El más grande es Nuveen, gestor de activos con sede en Estados Unidos, que invierte en tierras agrícolas a través del vehículo de gestión especializado Westchester Group Investment Management. A finales de 2019, Nuveen-Westchester, que también posee tierras agrícolas en Chile y Europa del Este (Polonia y Rumanía), poseía alrededor de 350.000 hectáreas de tierras agrícolas brasileñas, con un valor estimado de casi 2.000 millones de dólares, habiendo aumentado, en los dos años anteriores sus propiedades brasileñas en aproximadamente 50.000 hectáreas.⁸⁸ Por cierto, el país en el que Nuveen-Westchester posee más cantidad de tierras agrícolas es Australia, donde tiene casi 360.000 hectáreas de explotaciones. Vemos cómo sus propiedades vinculan claramente a los países del Sur global como Brasil, donde la sociedad de gestión de activos es un fenómeno relativamente nuevo con el país —Australia— donde, hace unas tres décadas, nació la sociedad de gestión de activos.

⁸⁵ «Brookfield Case Study», 22 de junio de 2020, *Brazil-Canada New Energy Investment Forum 2020*, p. 4, en clientesinterativa.com.br.

⁸⁶ «Ontario Teachers' to Invest \$175m in KKR's Road Platform in India», 20 de abril de 2022, en realassets.ipe.com.

⁸⁷ «Brookfield Case Study», *op. cit.*

⁸⁸ Westchester, «2020 Farmland Report», p. 4, en faculty-senate.uiowa.edu.

A pesar de todos los avances que los gestores de activos han logrado últimamente en la inversión real en activos en el Sur global, este capítulo ha demostrado que la historia de la sociedad de gestión de activos es predominantemente una historia del Norte global, al menos en relación a los lugares donde se ha invertido capital. En ninguna parte del Sur global vemos nada parecido a la amplia y profunda colonización de los mercados de vivienda e infraestructura por parte de los gestores de activos que vemos hoy en partes del Norte global. ¿Persistirá este desequilibrio geográfico? El capítulo 6 se adentrará en el futuro de esta cuestión con su metafórica bola de cristal. Pero hay algo que ya debería ser evidente: si los gestores de activos no logran que se asiente y crezca más plenamente la sociedad de gestión de activos en el Sur global, no habrá sido porque no hayan intentado atrapar todas las oportunidades que se presentan.

Junto con el hecho de que los gestores de activos son inversores oportunistas y que cada vez disponen de más dinero, ahora sabemos por qué consideran la vivienda y las infraestructuras como un tipo de activos atractivo, y por qué ese atractivo en general ha aumentado históricamente: la «condición de bien de inversión» de la vivienda y las infraestructuras a cierta escala y la obtención de rendimientos que los gestores de activos consideran viables para nada ha sido consistente en el tiempo, o siquiera en el espacio. Los gobiernos han desempeñado un papel particularmente clave en la configuración de los términos —y, a menudo, incluso en la posibilidad— de dicha condición de que estos sean bienes de inversión. También sabemos por qué, cuando los planes de pensiones y las empresas de seguros han invertido en estas clases de activos, normalmente lo han hecho específicamente a través de gestores de activos externos. En definitiva, sabemos dónde, cuándo, por qué y cómo surgió el fenómeno de la sociedad de gestión de activos.

III

UN MAPA DE LA SOCIEDAD DE GESTIÓN DE ACTIVOS

Ventanas al mundo

Desde su creación, la sociedad de gestión de activos ha sido una cuestión controvertida. Las críticas abarcan un amplio abanico de factores económicos y cuestiones sociales y políticas. Una de las primeras andanadas de protesta llegó desde el mundo financiero, a mediados de la década de 2000, y tuvo como objetivo a la australiana Macquarie. «Las finanzas modernas se destacan por tres características negativas», escribió Edward Chancellor, un exbanquero financiero de Wall Street. «Tarifas excesivas, apalancamiento excesivo y excesiva complejidad. Parece que en el caso de Macquarie estos tres elementos son más extraordinarios que en la mayoría de los demás».¹ En los últimos tiempos, las críticas han tendido a provenir de fuera del mundo de las finanzas, y en estos casos las críticas a los gestores de activos se basan en la percepción que se tiene de ellos como especuladores y causantes de la degradación de los servicios de vivienda e infraestructuras.

Lo que resulta especialmente interesante a este respecto es la consistencia de la respuesta, que normalmente se ha resumido en una negación y dar una seca respuesta del tipo: *los hechos son los hechos*. Tras el ataque de Chancellor, por ejemplo, Macquarie emitió una «hoja informativa» que tenía nada menos que tres páginas. Una década más tarde, cuando los críticos que representaban a las Naciones Unidas lanzaron una volea contra Blackstone en relación con las consecuencias sociales supuestamente dañinas de su inversión financiera poscrisis en vivienda, la empresa respondió con una diatriba fulminante acusando a los críticos de una letanía de «significativos errores fácticos».²

Esta historia de críticas y contracríticas suscita dos comentarios inmediatos. Por un lado, uno puede empatizar con los Blackstone y Macquarie.

¹ Citado en G. Haigh, «Who's Afraid of Macquarie Bank?», 4 de julio de 2007, en themonthly.com.au.

² Este texto está disponible en formato pdf en ohchr.org.

Claramente, es importante que los datos que se tienen sean correctos. Esto es cierto, no hace falta decirlo, sea lo que sea sobre lo que uno está escribiendo. Además, de hecho, el mundo de la gestión de activos suele estar sujeto a caracterizaciones erróneas tanto en los medios de comunicación como en la academia.

Por otro lado, sin embargo, hay cierta insolencia y descaro en los gestores de activos, como los que hemos analizado en este libro cuando se quejan de juego sucio. Por un lado, solo porque algunos hechos sean incorrectos, eso no significa necesariamente que la crítica elaborada a partir de ellos también lo sea: resaltar errores fácticos en respuesta puede utilizarse como mera táctica de distracción. Más importante aún, tenemos que reconocer que existe una buena razón por la que los datos en los que se sustentan las críticas a veces son incorrectos. El mundo de la gestión de activos reales está envuelto en secretismo. En el mejor de los casos, envuelto en sombras, permanece en gran parte escondido detrás de un muro de no divulgación: incluso las empresas que cotizan en bolsa tienden a tener poca o ninguna obligación de decir mucho sobre cómo funcionan las cosas en el terreno de la inversión. Tanto es así que los gestores de activos y sus clientes suelen quejarse de que no conocen muy bien —porque no se les explica adecuadamente— en qué se están metiendo cuando comprometen capital en fondos de inversión no cotizados.³ Y eso que saben mucho más que todos los demás.

Hasta el momento nuestra exploración de los parámetros básicos de la sociedad de gestión de activos (capítulo 1) y del curso de su desarrollo durante las últimas décadas (capítulo 2) ha ofrecido una serie de «instantáneas fotográficas» del fenómeno. Sin embargo, lo que todavía no hemos conseguido ha sido ver cuál es el significado de la imagen más completa que conforma la suma de esas instantáneas. O por usar otra metáfora, hemos identificado algunas de las piezas clave del rompecabezas, pero aún no sabemos dónde encajan o cómo se ve el rompecabezas en general.

El objetivo de este capítulo es desarrollar este tipo de imagen general. En los primeros años de la tercera década del siglo XXI, ¿en qué consiste, en términos generales, la sociedad de gestión de activos? ¿Y por qué el mapa de la sociedad de gestión de activos actualmente existente tiene la forma que tiene? Mapear este territorio es indispensable para cualquier evaluación adecuada de la situación de la sociedad de gestión de activos. No se pueden extraer conclusiones razonadas sobre el fenómeno a menos que se conozcan los elementos básicos, como qué activos son propiedad principal, dónde y de quién, cómo generan ingresos y dónde se originó el

³ Véase, por ejemplo, J. Cumbo, «“Absolute Transparency” Needed on Private Market Fees, BlackRock Says», *Financial Times*, 3 de mayo de 2022.

capital que se usa para adquirirlos. Pero este capítulo también pretende ser una crítica al mismo vacío informativo que hace, para empezar, tan difícil la identificación de los «hechos» tan elogiados por los gestores de activos.

Investigar y escribir sobre la sociedad de gestión de activos es algo muchas veces más parecido al trabajo de detective de lo que debería ser. El hecho (uno de los pocos de los que podemos estar seguros) es que lo escaso de su visibilidad pública acerca de los fondos de infraestructura y bienes raíces no cotizados —en última instancia qué activos son dueños de qué, quiénes ganan dinero con ellos y en qué proporciones exactas— es seguramente tanto un problema político como empírico. Después de todo, los activos que nos interesan son aquellos de los que dependen íntimamente cientos de millones de personas para vivir diariamente. Al poseer y operar con dichos activos, los gestores de activos asumen cada vez más el papel de cuasigobiernos (no electos), y ningún gobierno democrático podría esperar razonablemente que sus activos y operaciones estén tan libres de control como lo están actualmente los gestores de activos reales. ¿No deberíamos recibir mucha más información sobre estas cosas?

En cualquier caso, en las páginas siguientes sostengo que podemos comprender mejor la sociedad contemporánea de gestión de activos si la observamos a través de tres lentes o ventanas distintas aunque conectadas. En el primer apartado se considera la sociedad de gestión de activos a partir de la perspectiva de las cosas físicas particulares en las que invierten los gestores de activos y de las que depende la sociedad. ¿Qué tipos de infraestructuras y viviendas son los que han pasado a ser propiedad o en mayor medida a estar sustancialmente bajo el control del gestor de activos? ¿En qué segmentos de mercado, por el contrario, los directivos tienen solo una presencia limitada? ¿Cómo podemos explicar esas diferencias? Y ¿cómo —a través de qué estructuras de inversión y métodos, y bajo qué condiciones contractuales— invierten los gestores en estos distintos tipos de activos?

La segunda sección explora la geografía de la sociedad de gestión de activos, considerando distintas dimensiones de su espacialidad, entre ellas no solo en qué parte del mundo los gestores de activos son quienes principalmente controlan los activos reales, sino también de dónde proviene el dinero que invierten.

En la tercera y última sección, el capítulo se centra en los principales actores comerciales en la sociedad de gestión de activos. Como hemos visto, en la esfera de las infraestructuras y en sectores de inversión en vivienda hay en activo cientos de gestores de activos. Sin embargo, el principio de Pareto —también conocido como regla 80/20— se aplica bastante aquí: un pequeño número de gestores de activos extremadamente grandes e influyentes desempeña un papel desproporcionadamente significativo,

y acumula la mayoría de la inversión en activos reales. Dada su enorme influencia, comprender cómo operan estos líderes de la industria proporciona una ventana inestimable a la hora de hacernos una idea más completa de la sociedad de gestión de activos.

Identificamos a tres de estos gestores: el primero (Blackstone) es uno de los principales actores en inversión en vivienda; el segundo (Macquarie) es un actor importante en la inversión en infraestructuras; y el último (Brookfield) es un actor importante en ambos. Como veremos, aunque los tres son gestores de activos, en realidad son animales muy diferentes.

Activos

Vivienda

Podría decirse que si hay un tipo de activo que cristaliza la sustancia física de la sociedad de gestión de activos, este es la vivienda. Completamente esencial para una reproducción social saludable, la vivienda ha sido durante mucho tiempo el lugar de los pagos monetarios legalmente protegidos por parte de los usuarios (inquilinos) a los propietarios (caseros). Por lo que, aunque los activos bajo control de gestores de activos privados puede que hayan representado un alejamiento imprevisible y radical de las normas históricas en los casos de, digamos, hospitales o escuelas, la transición ha sido considerablemente menos radical con respecto a la vivienda: el paso de la empresa inmobiliaria a la empresa de capital privado fue, en realidad, relativamente sencillo. La vivienda se adapta a la sociedad de gestión de activos como un guante.

La mayoría de las viviendas propiedad de gestores de activos son viviendas multifamiliares, que esencialmente significa bloques de apartamentos en alquiler. Como vimos en el capítulo 2, en algunos países hace ya bastante tiempo que los inversores institucionales, como los fondos de pensiones, pasaron a convertirse en propietarios de dichas viviendas, y en todos esos países —en particular en los Países Bajos, Suecia y Suiza— los gestores de activos se han unido a las filas de los principales propietarios institucionales durante la pasada década. Pero los gestores de activos también han invertido sustancialmente en los últimos tiempos en viviendas multifamiliares en países que carecen de un pasado en el que substantivamente hubiese propiedad de vivienda en manos de inversores financieros. Hoy, poseen grandes extensiones de este tipo de viviendas, no solo en muchos otros países europeos (incluidos Francia, Alemania, Irlanda, España y Reino Unido) sino también en América del Norte (tanto Canadá como Estados Unidos) y Asia (incluidos China y Japón).

Blackstone y Brookfield, como voy a explorar a continuación, son dos de los grandes inversores internacionales en vivienda multifamiliar. Pero estos no son los únicos gestores de activos importantes que operan en este ámbito. Otros dos entes que poseen grandes carteras de vivienda multifamiliares internacionales son Greystar Investment Management y PGIM Real Estate, ambas empresas estadounidenses. A partir de 2021, la primera, a través de una serie de fondos como Greystar Equity Partners X (que se cerró en 2019 con compromisos de capital agregados de unos 2.000 millones de dólares), poseía una cartera de vivienda multifamiliar de más de 100.000 unidades ubicadas mayoritariamente en Estados Unidos y Europa, en la que se han invertido más de 30.000 millones de dólares de capital de socios capitalistas.⁴ Durante la misma época, la cartera multifamiliar de PGIM era un poco más pequeña, contenía unos 90.000 apartamentos.⁵ Pero pese a la diferencia de tamaño las dos tienen un alcance internacional similar, y en este caso la cartera comprende activos generadores de ingresos en países como Japón y Reino Unido, además de los propios Estados Unidos.

Como hemos visto, es mucho menos habitual que la propiedad en manos de un gestor de activos sean viviendas no adosadas, «unifamiliares»; antes bien, lo más habitual es que posean viviendas multifamiliares. Hoy en día solo en Estados Unidos existe una presencia importante de gestores de activos dentro del sector del alquiler de viviendas unifamiliares. En otros países donde los gestores de activos poseen casas unifamiliares, como es el caso de Blackstone a través de Sage Housing en Reino Unido, su participación es mucho más limitada. Cuando Blackstone y otros gestores de activos comenzaron a comprar un gran número de viviendas unifamiliares estadounidenses para ponerlas en el mercado de alquiler tras la crisis financiera mundial, el *Wall Street Journal* afirmó que se había logrado derribar «la última frontera que detenía a los inversores institucionales de entrar en el sector inmobiliario».⁶ Pero aunque dicha frontera se haya derribado en el caso de los Estados Unidos —la fragmentada naturaleza de las viviendas unifamiliares había disuadido durante mucho tiempo a los grandes inversores de todo tipo, dejando el mercado principalmente a pequeños propietarios— en muchos otros lugares este sigue siendo un límite real a los inversores.

En este sentido, sin embargo, la vivienda unifamiliar se mantiene esencialmente aislada entre las distintas categorías principales de alojamiento residencial. Por lo que del mismo modo que la vivienda multifamiliar ha

⁴ Greystar, «Rental Housing Investment Management Solutions», en greystar.com.

⁵ PGIM Real Estate en pgim.com

⁶ R. Dezember, «Blackstone Moves Out of Renta-Home Wager with a Big Gain», *Wall Street Journal*, 21 de noviembre de 2019.

pasado a estar ampliamente en manos de gestores de activos, esto también se aplica a las viviendas para estudiantes, viviendas para personas mayores e incluso las comunidades de viviendas prefabricadas (es decir, casas móviles). De hecho, una de ellas, la vivienda para personas mayores, aparece claramente en el punto de mira de PGIM Real Estate quien lo recoge dentro de su breve lista de «estrategias de inversión especializadas»: la firma ha invertido algo más de 4.000 millones de dólares a nivel internacional en más de 20.000 unidades desde 1998, estableciendo una plataforma de inversión en viviendas para personas mayores estructurada en torno a un grupo de fondos denominados Senior Housing Partnership.⁷ A menudo etiquetadas como «residencias», la vivienda dedicada a personas mayores constituye tanto una infraestructura social (ver más abajo) como un bien inmobiliario residencial. Entre los países donde PGIM ha invertido en viviendas para personas mayores se encuentra Reino Unido, donde en 2020 se estimó que los gestores de activos controlaban alrededor del 13 por ciento del sector de residencias de ancianos, lo que equivale a unas 56.700 camas.⁸

La vivienda para estudiantes representa otro activo promovido y buscado por los gestores de inversión. En 2017, por ejemplo, tres grandes gestores —AXA Investment Managers, CBRE Global Investment Partners y Greystar— se unieron para comprar Resa, el mayor proveedor de alojamiento para estudiantes de España, con casi 10.000 camas para estudiantes en diecinueve ciudades. Greystar es de hecho uno de los mayores propietarios de viviendas para estudiantes del mundo, con importantes activos, entre otros lugares, en Países Bajos y Reino Unido, además de en España, que en conjunto fueron valoradas en 2021 en unos 10.000 millones. Otro propietario importante es Blackstone. En 2020 su adquisición de paquetes de alojamiento para estudiantes anteriormente propiedad de iQ del Reino Unido por 4.700 millones de libras fue el acuerdo de propiedad privada más grande jamás realizado en el país; dos años más tarde, dedicó más del doble de esa cantidad, unos 13.000 millones de dólares, a la adquisición de American Campus Communities en Estados Unidos.

Por último, en los últimos años los gestores de activos también han comenzado a invertir en comunidades de viviendas prefabricadas, especialmente en Estados Unidos. Normalmente, las casas móviles son propiedad de sus ocupantes, aunque no son propietarios del terreno en el que se encuentran ubicadas sus viviendas. Alquilan el terreno al propietario de la comunidad, al que también pagan tarifas por instalaciones y servicios comunes. La propiedad y operación de dichas comunidades de viviendas

⁷ «Senior Housing», en pgim.com.

⁸ E. Mendonça y S. Bucak, «PE-Owned UK Care Homes under the Spotlight Amid Coronavirus Pandemic», *Private Equity News*, 23 de marzo de 2020.

prefabricadas es un negocio en el que los gestores de activos han ingresado de pleno. En este segmento de propiedad, tanto Apollo Global Management, Blackstone como el Carlyle Group son inversores importantes. En 2020, por ejemplo, la cartera de activos de Blackstone de viviendas prefabricadas en Estados Unidos —mantenidos a través de Blackstone Real Estate Income Trust (BREIT)— había aumentado hasta alcanzar más de 7.000 parcelas, repartidas en más de cuarenta comunidades.⁹

En todo caso, en lo que está invirtiendo el gestor de activos al comprar vivienda es en el predecible y fiable ingreso que generan los alquileres, superiores a cualquier tipo de potencial ganancia de capital. En este sentido, la situación de la vivienda prefabricada es emblemática, ya que los alquileres que genera se encuentran entre los más fiables y predecibles de todos. Incluso si las casas móviles pueden ser trasladadas (y muchas veces no pueden), los costes de traslado resultan prohibitivos. En otras palabras, los inquilinos están en gran medida estancados y sin otra opción que seguir pagando el alquiler. Frank Rolfe, un legendario inversor de este sector a través de su empresa RV Horizons, ha sido quien mejor ha definido este cautiverio, al señalar que un parque de casas prefabricadas «es como una sede de Waffle House¹⁰ en la que los clientes están encadenados a sus banquetas».¹¹

Por tanto, si reunimos todos los subsectores mencionados anteriormente, ¿cuánta vivienda controlan y poseen los gestores de activos? No hay datos públicos, pero podemos arriesgarnos a realizar una estimación aproximada basada en las participaciones actuales de dos gestores destacados. La francesa AXA tiene una cartera de viviendas global valorada en alrededor de 27.000 millones de dólares.¹² La cartera global de bienes raíces de Blackstone está valorada en aproximadamente 550.000 millones de dólares.¹³ Los activos residenciales de Blackstone representan alrededor de un 20-25 por ciento, es decir, aproximadamente entre 110 y 140.000 millones de dólares.¹⁴ Mientras tanto, INREV estima que las participaciones

⁹ Blackstone, «BREIT marketing deck», octubre de 2020, pp. 30-31, en breit.com. BREIT es un fideicomiso de inversión inmobiliario no negociado, que en realidad es un fondo de inversión no cotizado (de duración indefinida, en este caso) accesible a una gama más amplia de inversores.

¹⁰ Waffle House es una cadena de restaurantes de comida rápida estadounidense. Se encuentran en el sur de los Estados Unidos, y en total está en más de 1.700 localidades de 25 estados. [N. de la T.]

¹¹ Citado en, por ejemplo, P. Whoriskey, «A Billion-Dollar Empire Made of Mobile Homes», *Washington Post*, 14 de febrero de 2019.

¹² «AXA IM Alts Expands Global Residential Portfolio with Japan, US Deals», 24 de mayo de 2022, en realassets.ipe.com.

¹³ Blackstone, «Real Estate», en blackstone.com (a mediados del 2022).

¹⁴ En abril de 2020, Blackstone informó de que aproximadamente el 80 por ciento de su cartera inmobiliaria estaba compuesta por propiedades logísticas, residenciales y de oficinas.

controladas por AXA y Blackstone dentro del conjunto total de bienes inmobiliarios globales controlados por gestores de activos se sitúan actualmente en torno al 2,5 y al 10 por ciento, respectivamente.¹⁵ Si tomamos los mismos porcentajes y se los aplicamos a sus participaciones respectivas en bienes inmuebles residenciales controlados por gestores de activos, los datos nos sugieren un stock global total de viviendas en propiedad de los gestores de activos por valor de alrededor de 1,1 billón de dólares utilizando los datos de AXA, o 1,1-1,4 billones de dólares si nos basamos en los datos de Blackstone. Por lo que parece razonable estimarlo en más de un billón de dólares.

Tierras de cultivo

Pese a las diferencias como entidades físicas entre las tierras de cultivo y la vivienda, en tanto hecho financiero las tierras de cultivo son de hecho bastante similares a la vivienda. Para un inversor-propietario que no cultive/ ocupe también el terreno/casa, los dos tipos de activos generan el mismo tipo de ingresos: el alquiler. También ambos resultan comparables en la medida en que cada uno es un tipo de activo relativamente *sin liquidez*, lo que significa que por lo general no es fácilmente intercambiable por dinero en efectivo (esto también se aplica a las infraestructuras). Por último, las tierras de cultivo, en muchos países tienen una similitud particular con la vivienda unifamiliar. Es decir, está «desperdigada», fragmentada: cada activo —ya sea una sola casa o una sola granja— tiende a ser, desde la perspectiva de las empresas que buscan invertir miles de millones de dólares, relativamente pequeña. «No se encuentran granjas en paquetes de cincuenta, setenta, cien millones de dólares como sí se encuentran los edificios de oficinas», le dijo un gestor de activos a la socióloga Madeleine Fairbairn.¹⁶ En Inglaterra, por ejemplo, el tamaño medio de las explotaciones agrícolas es de solo ochenta y siete hectáreas.¹⁷ Teniendo en cuenta que el coste medio de las tierras de cultivo inglesas está valorado en aproximadamente 16.000 libras por hectárea, esto implica un valor promedio por

Afirmó además que la logística representaba más de un tercio de la cartera. Supongamos que la logística representa el 35 por ciento, esto quiere decir que la propiedad combinada de propiedad residencial y en oficinas representa aproximadamente el 45 por ciento. Esta es la base de mi estimación de que el sector residencial probablemente represente entre el 20 y el 25 por ciento. Véase Blackstone, «First Quarter 2020 Investor Call», 23 de abril de 2020.

¹⁵ «Global Real Estate Assets Under Management Reaches €4.1tn in 2021», 18 de mayo de 2022 en creherald.com.

¹⁶ M. Fairbairn, *Fields of Gold: Financing the Global Land Rush*, Ithaca, Cornell University Press, 2020, p. 40

¹⁷ Department for Environment, Food and Rural Affairs Statistics, «England Regional Profiles», marzo de 2021, p. 6 en gov.uk.

propiedad de tierra agrícola de aproximadamente 1,4 millones de libras, como una casa bastante cara, pero nada más que una casa, no un bloque de apartamentos.

Esta fragmentación es una de las razones por las que en el pasado los gestores de activos y otros inversores financieros rara vez invertían en tierras agrícolas. Otra razón es que el panorama para estos inversores, en palabras de Gregory Meyer, en general, «estaba plagado de restricciones». «Varios estados de EEUU, incluido Iowa, el mayor productor de maíz, han prohibido durante mucho tiempo la propiedad corporativa de granjas», explicaba Meyer. También se han aplicado restricciones en otros territorios: «En muchos lugares del mundo los inversores pueden arrendar, pero no poseer, tierras».¹⁸ Gran parte de estas restricciones se deben al hecho de que la propiedad de las tierras de cultivo suele ser a menudo un tema política y socialmente sensible, lo que significa que casi siempre se cuestiona la idoneidad e incluso la moralidad percibida de la inversión en las tierras agrícolas por parte de los inversores financieros.¹⁹

Sin embargo, del mismo modo que la crisis financiera transformó los cálculos de muchos gestores de activos, los riesgos y recompensas percibidos de la inversión en vivienda, también cambió el cálculo respecto a la inversión en tierras agrícolas. Algunas de las razones de esto fueron las mismas que las de la vivienda: las tierras de cultivo, al igual que las viviendas embargadas, eran baratas y el colapso de las tasas de interés hizo que comenzasen a resultar más atractivos todos los activos que generaban ingresos recurrentes de manera fiable. Sin embargo, también hubo razones más específicas que hicieron que cambiase la forma en que se veían las tierras de cultivo y los gestores de activos comenzaron a considerarlos como una clase de activo viable. En los años 2007-2008 se produjo no solo una crisis financiera, sino también una crisis en el precio de los alimentos, cuando, como observó Meyer, la escasez de «grano provocó una avalancha de compras y los inversores se amontonaron en las empresas agrícolas». Más aún, una mayor conciencia de la creciente presión global sobre los recursos terrestres en el contexto de la crisis climática arrojó nueva luz acerca del valor intrínseco de la tierra. Al fin y al cabo, la singularidad de la tierra como tipo de activo es exactamente esa, como al parecer dijo Mark Twain, «de esto no fabricarán más».

¹⁸ G. Meyer, «Investors Grab Golden Opportunity to Plough Funds into Farmland», *Financial Times*, 3 de marzo de 2016.

¹⁹ S. Ouma, «This Can(t) Be an Asset Class: The World of Money Management, “Society”, and the Contested Morality of Farmland Investments», *Environment and Planning A: Economy and Space*, núm. 52 (1), 2020, pp. 66-87.

Tras su enorme expansión a partir de la crisis tanto financiera como del precio de los alimentos de 2007-2008, la inversión de los gestores de activos en tierras agrícolas ha pasado a estar dominada por un puñado de grandes jugadores, algunos de los cuales nos los hemos encontrado ya en capítulos anteriores: Brookfield, Macquarie, Manulife y Nuveen. Otros dos gestores de activos con substanciales activos agrícolas, valorados en cada caso en más de 1.000 millones de dólares, son Fiera Comox de Canadá y la suiza UBS Asset Management. Estos seis gestores poseen cientos de miles de hectáreas, distribuidas en varios territorios, pero especialmente en Australia, Brasil y América del Norte.

En la medida en que la inversión en tierras agrícolas por parte de los gestores de activos se ha extendido a otros mercados «emergentes», en general, esta expansión ha sido liderada por gestores más pequeños o de nicho. Fairbairn ha señalado tres ejemplos en tres partes muy diferentes del mundo: adquisiciones de tierras agrícolas en Europa del Este, Rusia y Ucrania por NCH Capital, con sede en Estados Unidos; adquisiciones en África por parte de Emergent Asset Management, con sede en el Reino Unido; y adquisiciones en el sudeste asiático por parte de la australiana Duxton Asset Management.²⁰

Quizás debido a la aparición relativamente reciente de esta clase de activos, no resulte sorprendente lo pequeño de su tamaño en relación tanto a la inversión general en activos reales como en relación con el volumen de tierra potencialmente disponible para su compra. Por lo que, aunque puede que la cantidad reunida por los más de cien fondos existentes especializados en agricultura y tierras de cultivo, 22.000 millones de dólares en conjunto entre 2006 y 2016, parezca mucho hemos de recordar que un único fondo general de infraestructura, Global Infrastructure Partners con su Fondo IV recaudó exactamente la misma cantidad en 2019.²¹

Mientras tanto, José Minaya, que dirige Nuveen, estimó en 2016 que, a pesar del auge posterior a la crisis financiera, menos del 1 por ciento de tierras agrícolas «de carácter institucional» en todo el mundo estaba entonces en manos de inversores financieros. «Os encontráis en las primeras etapas de este proceso»,²² dijo Minaya. A sus pares en el mundo de la gestión de activos, esto sin duda les suena como una promesa. Para otros, tal vez, habría sonado como una advertencia.

²⁰ Fairbairn, *Fields of Gold*, *op. cit.*, p. 47.

²¹ Respectivamente: *ibídem*, p. 43; J. Stutts, «GIP Smashes Records with \$22bn Fund IV Final Close», *Infrastructure Investor*, 12 de diciembre de 2019.

²² Citado en Meyer, «Investors Grab Golden Opportunity...».

Energía

Las inversiones en infraestructuras energéticas por parte de los gestores de activos adoptan formas diversas, desde las basadas en combustibles fósiles hasta las renovables, y ocupan espacios a lo largo de toda la cadena de suministro, incluida la generación de energía y la transmisión, la distribución y el almacenamiento de combustible. Tales inversiones son parte integral de la sociedad de gestión de activos contemporánea. No solo es la vida social la que depende totalmente de las infraestructuras energéticas, sino que la energía representa el mayor sector de inversión en infraestructuras para los gestores de activos. Alrededor del 56 por ciento de aproximadamente 82.000 inversiones institucionales identificadas por Preqin en todo el planeta entre 1990 y 2020 —de las cuales más del 97 por ciento se produjeron a través de fondos administrados en lugar de directamente— se habían dedicado a activos energéticos (ver figura 3.1).²³ En relación al último año señalado, los gestores de activos domiciliados en la OCDE y en países del G20 poseían directamente inversiones en infraestructuras energéticas —es decir, inversiones en infraestructuras *per se*, como opuesto a las participaciones en sociedades que a su vez poseían infraestructuras— por valor de 263.000 millones de dólares: más que la cantidad invertida en cualquier otro sector de infraestructuras.²⁴

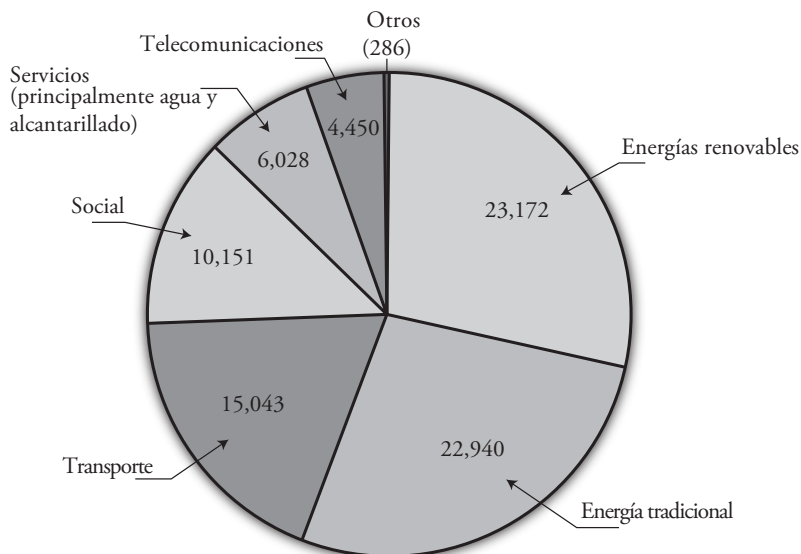
Históricamente, de hecho, la que posiblemente haya sido la forma más significativa de infraestructura energética se ha mantenido en gran medida ajena al ámbito de la sociedad de gestión de activos: en concreto, las infraestructuras de extracción de combustibles fósiles. Las plataformas de perforación siempre han sido predominantemente propiedad de empresas de petróleo y gas, o sus contratistas, ya sea en el sector público o privado. Ciertamente, los gestores de activos llevan mucho tiempo invirtiendo en empresas de petróleo y gas, en las «principales» empresas occidentales, comprando sus acciones; pero, excepto en el caso de la propiedad privada de empresas enteras, este tipo de inversiones no confieren el control sobre los activos físicos característicos de la sociedad de gestión de activos (ver capítulo 1).²⁵

²³ Para ser claros, estos números se refieren a eventos específicos de «acuerdos de inversión». Si por ejemplo, un plan de pensiones adquiere de forma independiente y directa un parque eólico, eso representa una inversión (es decir, un acuerdo con un inversor). Pero si es una inversión de un fondo que contiene capital mancomunado de diez socios por la que se adquiere un parque eólico, esto representa diez inversiones (diez eventos de negociación con inversionistas), ya que ha habido diez partes que efectivamente (aunque indirectamente) han invertido en la granja

²⁴ OECD, *Green Infrastructure in the Decade for Delivery: Assessing Institutional Investment*, París, OECD Publishing, 2020, p. 41.

²⁵ A este respecto véase, B. Christophers, «The End of Carbon Capitalism (as We Knew It)», *Critical Historical Studies*, núm. 8, 2, 2021, pp. 239-269.

Figura 3.1. Inversiones por parte de inversores institucionales en infraestructuras en función del tipo de activo (1990-2020)



Fuente: Andonov, Kräussl y Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing», *Review of Financial Studies*, núm. 34, 2021, p. 3890.

Por lo tanto, en la medida en que los gestores de activos controlen las grandes infraestructuras energéticas de combustibles fósiles, estas tenderán a ser infraestructuras en las que no se produce extracción, sino otra fase del proceso. Unas de estas son las infraestructuras de distribución de combustible. En 2019, por ejemplo, Brookfield, en la mayor transacción de su historia, pagó 1.900 millones de dólares por 1.500 kilómetros de gaseoducto en la India, que distribuye millones de metros cúbicos de gas natural cada día desde la KG Basin, frente a la costa este de la India, y lo conduce hasta la zona occidental del país, cuya demanda energética está en constante crecimiento. Un segundo tipo es el almacenamiento de combustible, un área en la que Global Infrastructure Partners se ha mostrado tradicionalmente muy activo. En 2007, por ejemplo, adquirió una importante instalación de almacenamiento de gas licuado de petróleo en Visakhapatnam, India. Un tercer tipo, mucho menos común, son las centrales energéticas alimentadas con gas o con carbón, un ejemplo de esto fue la compra de una planta alimentada por gas de 1.000 MW en Texas por parte de Energy Capital Partners en 2011 y valorada en 335 millones de dólares. Finalmente, en la medida en que la electricidad sigue generándose a partir de fuentes de combustibles fósiles, hay un cuarto tipo significativo de infraestructuras

de combustibles fósiles, generalmente en manos de gestores de activos: las redes de transmisión de electricidad. En 2006, por ejemplo, Brookfield lideró un consorcio que pagó 1.550 millones de dólares por la principal red eléctrica de Chile, que comprende más de 8.000 km de líneas de transmisión.

Por el contrario, el tipo más importante de infraestructura de energía renovable, es decir, las centrales eléctricas basadas en energías renovables, como hemos visto, a menudo son propiedad directa de gestores de activos; y esto es cada vez más habitual. Los fondos de inversión han sido prolíficos compradores de parques eólicos, parques solares y, en menor medida, plantas hidroeléctricas, tanto en el Norte como en el Sur global. Esto es importante por varias razones, una de las cuales es que significa que la transición de los combustibles fósiles a las energías renovables también representa una transición a una sociedad de gestión de activos. Los gestores de activos han ido desplazando de forma lenta pero segura a las empresas de petróleo y gas en el papel de custodios de las infraestructuras energéticas mundiales. El hecho de estar escribiendo estas palabras en 2022, cuando la invasión rusa de Ucrania ha puesto en primer plano las cuestiones de seguridad y los costes energéticos, subraya la importancia de esta transición en la propiedad de las infraestructuras, que pese a estar produciéndose activamente rara vez se discute.

El año 2017 tuvo en este sentido una cierta importancia simbólica: fue el primer año en el que los inversores institucionales comprometieron más capital a fondos de energías renovables en manos de los gestores de activos que a los fondos de sus homólogos de energía convencional.²⁶ A su vez, de los 263.000 millones de dólares de inversiones en infraestructuras energéticas en poder de los gestores de activos con base en la OCDE/G20 en 2020, un total de 171.000 millones de dólares representaban inversiones en energías renovables.

¿Qué tipo de ingresos generan estas distintas inversiones en infraestructuras energéticas para los gestores de activos y sus clientes inversores? A diferencia de las viviendas y las tierras de cultivo (arrendadas), cuya respuesta a nuestra pregunta es bastante sencilla (renta), los ingresos en el sector energético adoptan distintas formas. Los propietarios de las centrales eléctricas, ya sean combustibles fósiles o basados en energías renovables, reciben pagos por la electricidad que producen, ya sea en los mercados mayoristas o bajo contratos bilaterales de compra a largo plazo con clientes que pueden ser tanto consumidores minoristas como industriales de electricidad. Por otra parte, los propietarios de las infraestructuras de transmisión, distribución y almacenamiento suelen recibir dichos pagos

²⁶ Preqin, «Conventional and Renewable Energy», junio de 2017, en preqin.com.

—a menudo en función del volumen— de las empresas que dependen del acceso a dichas infraestructuras para distribuir dicha energía o combustible al mercado.

Transporte

Los activos de transporte ocupan el segundo lugar detrás de los activos energéticos en términos de volumen en la escala de inversión en infraestructuras por parte de los gestores de activos (figura 3.1). Dado que este libro pone el foco sobre la sociedad de gestión de activos —y con ello, en aquellas infraestructuras integradas más directa y profundamente en la vida cotidiana— nuestro interés se centra principalmente en las infraestructuras de transporte que la gente utiliza frecuente y ampliamente, como las infraestructuras ferroviarias (vías y material rodante), carreteras, puentes, instalaciones para aparcamientos y, cada vez más, redes de recarga de vehículos eléctricos. No obstante, las infraestructuras de transporte en las que los gestores de activos suelen invertir incluyen también aeropuertos y puertos marítimos.

Mientras que en muchos países existe una larga historia de propiedad privada de infraestructuras energéticas como centrales eléctricas y oleoductos, la inversión privada en infraestructuras de transporte tiende a ser un fenómeno de herencia estrictamente más reciente, y que a menudo nace de los programas de privatización de las últimas décadas. Históricamente, estas infraestructuras eran en su mayoría de propiedad y financiación públicas.

A veces, la inversión privada en empresas ya existentes, y en activos de transporte anteriormente públicos ha implicado una transferencia total de propiedad, como ocurre, por ejemplo, con muchos aeropuertos y puertos marítimos. Sin embargo, esta inversión se ha producido a menudo a través de concesiones. Y aun cuando gran parte de dichas concesiones transmiten derechos equivalentes a la propiedad, en cuanto confieren tanto un control operativo completo como proporcionan todos los ingresos exigibles durante el plazo de concesión (a veces muy largo), la propiedad final sigue siendo del Estado, que se ha mostrado reacio a renunciar por completo a sus caminos y puentes. Del mismo modo, nuevas carreteras y otros activos de transporte similares tienden a ser construidos aún por el Estado, y el activo en el que invierte el sector privado no es la carretera en sí, sino el contrato —frecuentemente en forma de asociación público privada (APP)— para construir y operar la carretera, y por el derecho a recibir pagos futuros estipulados en dicho contrato.

Así, hoy en día, aunque los gestores de activos poseen infraestructuras de transporte, en general lo más común es que posean concesiones de

infraestructura y contratos APP. De las infraestructuras de transporte de uso cotidiano en las que los gestores de activos más han invertido, destacan dos tipos, los aparcamientos y las carreteras. Podemos explorar fácilmente la naturaleza de dichas inversiones si echamos un vistazo a los activos en poder de Macquarie, un inversor habitual y a gran escala de ambos modelos.

Las instalaciones de aparcamiento suelen constituir inversiones bastante sencillas, dando derecho al gestor de activos a recibir honorarios y multas. Una de las principales participaciones actuales de Macquarie en el sector del aparcamiento es Empark, con sede en España pero que opera internacionalmente concesiones de larga duración; la valoración de dicho concesionario adquirido por Macquarie en 2017 fue de unos 1.000 millones, con 535.000 plazas de aparcamiento recogidas en más de 400 contratos.

Por su parte, las inversiones en carreteras proporcionan dos vías principales de remuneración para el gestor de activos. El primero son los peajes; como vimos en los capítulos 1 y 2, Macquarie ha invertido sustancialmente en concesiones de autopistas de peaje en países como Francia, India y Estados Unidos. El segundo son los llamados pagos de disponibilidad (también conocidos como anualidades), es decir, cuando los organismos públicos licitan el contrato de obra y servicio se comprometen a realizar pagos periódicos al contratista, un pago condicionado al cumplimiento de diversos requisitos de rendimiento, principalmente el mantenimiento de la carretera, es decir que esté «disponible para su uso» y en buenas condiciones. En 2010, por ejemplo, el fondo de infraestructuras mexicano de Macquarie adquirió un contrato de veinte años otorgado por el estado mexicano de Durango para mantener diez tramos libres de pago de peaje, pero generando pagos mensuales garantizados por ese estado mexicano que se financiaban mediante participaciones fiscales del Estado federal.

La inversión en infraestructuras ferroviarias por parte de los gestores de activos es menos común, pero para nada es algo desconocido. De hecho, como no podía ser de otra manera, el propio Macquarie ha sido un jugador activo. Por ejemplo, en 2012 se formó Macquarie European Rail mediante la compra al británico Lloyds Banking Group de tres carteras de material rodante arrendadas a operadores de pasajeros y mercancías de Reino Unido y Europa. Macquarie salió de esta inversión en 2020. Pero el negocio de poseer y arrendar material rodante de trenes sigue siendo, especialmente en Reino Unido, uno de los sectores en los que los gestores de activos desempeñan un papel más destacado: actualmente dos de las principales empresas de material rodante de Reino Unido son propiedad de consorcios de inversión controlados por gestores de activos.

Telecomunicaciones

Como objeto de inversión, los activos de infraestructuras de telecomunicaciones son muy parecidos a la infraestructuras de transmisión y distribución de energía descritas anteriormente: normalmente, los clientes corporativos realizan los pagos al propietario del activo para acceder y utilizar las infraestructuras que les permite proporcionar productos o servicios a los consumidores particulares. Las infraestructuras de telecomunicaciones han sido elementos habituales en las carteras de los gestores de activos desde principios de la década de 2000, pero la «revolución de los datos» de la última década ha aumentado sustancialmente tanto la demanda de este tipo de infraestructuras como, en consecuencia, el apetito de los gestores de activos por mantenerlos.

Tres tipos de infraestructuras de telecomunicaciones, todos fundamentales para permitir los servicios de los que dependen grandes sectores de la sociedad, han sido las destinatarias del grueso de la inversión de los gestores de activos. El primer *locus* y, hasta hace poco, el destino de mayor inversión han sido las infraestructuras de comunicaciones inalámbricas, especialmente torres de telefonía móvil, que utilizan los proveedores de telefonía y servicios de datos. La segunda son las redes de fibra óptica, cuya demanda va en aumento para prestar estos mismos servicios (además de servicios de televisión), pero sobre una base de «cable» en lugar de inalámbrica. El tercer y último tipo, donde se ha concentrado más recientemente el crecimiento, son los centros de datos, que para los gestores de activos también representan una forma de inversión inmobiliaria, en la medida en que se trata esencialmente de edificios destinados a albergar sistemas informáticos, y que hoy, en la era del almacenamiento en la nube y de las granjas de servidores suelen ser de gran tamaño.

Podemos utilizar como ejemplos ilustrativos de inversiones en cada uno de estos subsectores tres importantes acuerdos cerrados no hace tanto. Primero, en 2019, Brookfield adquirió una vasta cartera de cerca de 130.000 torres de telecomunicaciones operativas en India a Reliance Industries, un importante conglomerado multinacional con sede en Mumbai, por 3.600 millones de dólares. El valor de la cartera de Brookfield está, en gran medida, sustentado por los futuros ingresos garantizados por un contrato de treinta años con el operador de telefonía móvil líder en el mercado, Jio, propiedad a su vez de Reliance. Pero Brookfield consideró que también había importantes perspectivas de crecimiento e invirtió con la expectativa de poder explotarlos. Por un lado, en el momento de cerrar el trato, las torres Reliance solo llevaban el equipo de Jio, aunque la mayoría eran capaces de acomodar múltiples usuarios-operadores. Además de la infraestructura señalada, el acuerdo contaba con otras 45.000 torres que en

ese momento estaban proyectadas y en desarrollo, que también formaron parte de la cartera adquirida.

Un segundo acuerdo importante se produjo al año siguiente, cuando Macquarie superó las ofertas lanzadas por Brookfield para la adquisición del Cincinnati Bell. Esta empresa proporciona servicios de transmisión a alta velocidad de datos, vídeo y voz, tanto a clientes consumidores como empresariales, en algunos mercados regionales de EEUU. Pero Macquarie tenía claro que el valor principal de este acuerdo residía en las infraestructuras a través de las cuales se prestan dichos servicios, principalmente unos 20.000 kilómetros de red de fibra óptica en el Greater Cincinnati y una red de fibra óptica de aproximadamente 8.000 kilómetros de extensión en Hawai. El acuerdo valoró a Cincinnati Bell en alrededor de 2.900 millones de dólares.

En tercer lugar, en 2021 Blackstone acordó comprar QTS Realty Trust, con sede en Estados Unidos, en una transacción valorada en alrededor de 10.000 millones de dólares. QTS es propietario y operador de aproximadamente un total de 0,7 km cuadrados de instalaciones dedicadas a la transmisión y acumulación de datos repartidas en veintiocho ubicaciones en toda América del Norte y Europa, utilizados con fines de almacenamiento de datos y procesamiento por más de 1.000 clientes, incluidos empresas de software y redes sociales —Twitter, por ejemplo, es uno de sus principales clientes— además de servir a entidades gubernamentales. Acorde con su pasado, QTS fue en otro momento un negocio inmobiliario y de infraestructuras. El acuerdo de compra fue una inversión conjunta del longevo fondo de infraestructuras de Blackstone, Blackstone Infrastructure Partners y su fideicomiso para la inversión en bienes raíces, BREIT, añadiendo así, en el caso de este último, dichos centros de datos a una cartera compuesta predominantemente por comunidades de viviendas unifamiliares y casas móviles.

Agua

Otro tipo de infraestructuras físicas cada vez más controlado por los gestores de activos es el suministro de aguas. Aquí vale la pena destacar dos de las características estructurales de dicho control. Primero, en los casos en los que los gestores de activos controlan las redes de suministro de agua, a menudo también controlan las redes de tratamiento de aguas residuales, puesto que en general es bastante común que la propiedad y la operación de redes y alcantarillado específicas de cada región formen parte del mismo paquete. Segundo, el control de la infraestructura suele ir acompañado también de la responsabilidad de hacerse cargo de la prestación del servicio: en la mayoría de los territorios donde los gestores de activos son sustancialmente activos

en la propiedad de la infraestructura hidráulica, la desvinculación de la prestación de servicios del control de la infraestructura —es decir, la entidad suministra servicios de agua y/o alcantarillado que utilizan una red propiedad de un tercero— es más la excepción que la regla.

Aunque la incorporación de infraestructuras de abastecimiento de agua a la sociedad de gestión de activos se está acelerando, sigue siendo un fenómeno relativamente acotado: al menos por ahora, es mucho menos común que la propiedad de infraestructuras de energía, transporte o telecomunicaciones. Hay razones lógicas para esto. Como señalaba el informe de 2020 de la OCDE sobre inversión institucional en infraestructura, hay una serie de factores que funcionan frecuentemente para «limitar el atractivo de este perfil riesgo-rendimiento del sector [del agua] para inversores privados en comparación con otros sectores de infraestructuras». Una es la dificultad de aumentar las tarifas: «El sector del agua generalmente tiene un historial pobre de recuperación de costes, con tarifas a menudo demasiado bajas para cubrir completamente las operaciones y los costes de mantenimiento, que rara vez cubren los costes de capital. Muchas jurisdicciones carecen de un regulador independiente para la fijación de tarifas y las preocupaciones sobre la asequibilidad a menudo mantienen las tarifas por debajo del nivel de ajuste de los costes». Otra dificultad relacionada es la de hacer cumplir los pagos del usuario, incluso mediante la terminación del servicio: «Dada la naturaleza esencial de los servicios de suministro de agua, normalmente los operadores no pueden interrumpir los servicios en caso de falta de pago».²⁷

La principal excepción a este patrón de cautela ha sido Reino Unido. Los servicios de aguas y saneamiento ingleses y galeses y las infraestructuras que permitían su provisión fueron privatizadas en 1989. Aunque los gestores de activos no participaron activamente al principio (excepto como accionistas minoritarios en las diez empresas de agua y alcantarillado creadas por la privatización y que cotizaban en bolsa), en las tres décadas pasadas desde entonces han asumido un papel considerablemente más importante. Y aunque, en otros territorios los gestores de activos y otros inversores financieros privados se han mostrado cautelosos a la hora de apostar por el sector del agua ante la dificultad de aumentar las tarifas, la relativa facilidad con la que se ha hecho en Inglaterra y Gales, cortesía de su régimen regulatorio, ayuda por el contrario a explicar el entusiasmo del sector privado por invertir en este: las tres décadas posteriores a la privatización han sido testigo de aumentos significativos y constantes en las tarifas reales del agua.

²⁷ OCDE, *Green Infrastructure...*, p. 50.

Como hemos visto, un momento fundamental en términos de la participación de los gestores de activos en el sector del agua del Reino Unido se produjo en 2006, con la adquisición liderada por Macquarie del consorcio de inversores que compró la mayor empresa de aguas del país, Thames Water, a la empresa alemana grupo RWE. Mientras que Thames ha cambiado de manos desde entonces, y actualmente es mayoritariamente propiedad de un fondo de pensiones, hay más empresas inglesas y galesas de aguas (o agua y alcantarillado) que están hoy en manos de gestores de activos. Al menos tres —Bristol Water, South East Water y Southern Water— son propiedad mayoritaria de empresas individuales de gestión de activos, bajo el nombre, respectivamente, de iCON Infraestructura, Morrison & Co y Macquarie. Y al menos otras dos empresas de aguas son propiedad de consorcios de inversión controlados a su vez por gestores de activos: Affinity Water (cuyos principales accionistas son los gestores de activos Allianz Capital Partners, InfraRed Capital Partners y DIF) y Yorkshire Water (cuyos accionistas mayoritarios son GIC Special Investments, Corsair Infrastructure Management y Deutsche Asset Management).

Mientras tanto, un ejemplo de un país en el que los gestores de activos desempeñan un papel más limitado en la propiedad de las infraestructuras de suministro de aguas, pero en el que en los últimos años se han expandido de forma significativa es Estados Unidos. Como ha señalado Isabel Douglass, gran parte de la población estadounidense considera que el mal estado de las infraestructuras de agua y saneamiento —en general propiedad de municipios— supone una «plaga nacional». Teniendo en cuenta que tales infraestructuras necesitan de forma estimada más de un billón de dólares en inversiones en los próximos veinte años, y considerando que la financiación federal destinada a dichas mejoras ha caído a una cuarta parte en términos reales desde 1977, se ha abierto una brecha de inversión por la que los gestores de activos, entre otros, se han abierto paso con mucho gusto.²⁸

Nuevamente, ya hemos visto un ejemplo, la planta desaladora de Carlsbad en California (ver capítulo 1), que es propiedad de Aberdeen Standard Investments y suministra agua a la región de San Diego. Y Aberdeen no es en absoluto la única. De hecho, la entrada de los gestores de activos en el sector del agua de EEUU, en particular desde la crisis financiera de 2007-2009, ha sido suficientemente notable como para atraer la atención de la prensa convencional. En 2016, por ejemplo, el *New York Times* identificó un grupo de gestores de activos que se habían hecho con el control de las obras hidráulicas municipales ya fuese a través de la propiedad

²⁸ E. Douglass, «Towns Sell Their Public Water Systems - and Often Regret it», 8 de julio de 2017, en mcgrawcenter.org.

absoluta de las infraestructuras o de concesiones a largo plazo, incluidas Alinda Capital Partners, Carlyle Group, KKR y Table Rock Capital. Según el *Times* tales adquisiciones representaban, nada más y nada menos que, «la vanguardia de la profunda expansión de la industria [de gestión de activos] hacia los servicios públicos [estadounidenses]». ²⁹ Analizaré este fenómeno con más detalle en el capítulo 4.

Infraestructuras sociales

La infraestructura social es el último componente físico importante de la sociedad de gestión de activos. Esta categoría comprende las estructuras físicas de larga duración que albergan y facilitan los servicios sociales del tipo que sea, siendo los más importantes las escuelas y otros centros educativos, los hospitales y otros centros de salud, y las prisiones y juzgados. De esta lista, la mayor parte de la inversión realizada por parte de los gestores de activos y otros inversores institucionales se ha dado históricamente en escuelas y hospitales. Algunas veces en este listado se incluyen otro tipo de activos: las residencias de ancianos. Como indiqué antes, sin embargo, estos suelen agruparse con otros tipos de propiedad residencial.

Los servicios sociales tienen una íntima conexión con el gobierno. Ciertamente, en muchos países los servicios educativos y de salud son proporcionados y financiados en gran medida por actores privados, en cuyo caso el papel del Estado suele ser, como mucho, el de regulador. Pero cuando esto es así, denominarlos «servicios sociales» es darle un nombre inapropiado: básicamente son servicios privados. Así, en el presente contexto al menos, se entiende por «servicios sociales» los servicios sobre los cuales el gobierno —a nivel nacional o local— desempeña un grado de control y responsabilidad significativo. Puede que no proporcione el servicio en sí; puede subcontratarse. Pero decide quién los proporciona y en qué condiciones. Más concretamente para nosotros, el Estado decide cómo se sustenta, financia, desarrolla, quién tiene la propiedad y quién la gestión de las infraestructuras físicas que sustentan y son vitales a dicha prestación de servicios.

En las últimas décadas, como comenzamos a ver en capítulos anteriores, los gobiernos de muchos países han permitido cada vez más un papel creciente de los actores del sector privado en el control y la operación de las infraestructuras sociales. Por lo general, lo han hecho a través de contratos a largo plazo de naturaleza determinada, por lo que aunque la inversión en infraestructuras transmite la propiedad (o derechos equivalentes a la propiedad) durante un periodo determinado, esta acaba regresando a manos

²⁹ D. Ivory, B. Protess y G. Palmer, «In American Towns, Private Profits from Public Works», *New York Times*, 24 de diciembre de 2016.

del Estado. Las asociaciones público-privadas (APP, ver capítulos 1 y 2) representan la forma contractual más común para este tipo de inversión en infraestructuras sociales. De hecho, junto con el transporte (especialmente proyectos de carreteras), la infraestructura social ha conformado desde hace tiempo la «materia» principal de las APP. El propietario del contrato de la APP recibe su remuneración a través de lo que son esencialmente pagos por disponibilidad por parte del organismo público pertinente, a menudo —aunque es cierto que no siempre es así— vinculados a criterios de desempeño.

Los gestores de activos y otros inversores financieros importantes se ven atraídos por las infraestructuras sociales por muchas de las mismas razones que se sienten atraídos por otro tipo de infraestructuras: la capacidad de igualar los vencimientos de activos y pasivos; estabilidad del flujo de caja y la previsibilidad; cobertura del riesgo de inflación. Al igual que, por ejemplo, las infraestructuras de energías renovables, la infraestructura social tiene en común con estas otra cualidad atractiva: el beneficio social que le otorga al proveedor el ser visto como un «benefactor», y la importancia de ser visto como tal ha aumentado siguiendo la tendencia de la comunidad inversora de prestar más atención a las preocupaciones medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG). Como ha escrito Georg Inderst, «las instalaciones de infraestructura social ayudan a los gobiernos a proporcionar servicios esenciales a la comunidad y mejorar los niveles de vida. Estos activos tienden a tener una puntuación ESG alta y puede mejorar las clasificaciones de sostenibilidad de los propietarios de activos y de las carteras de los gestores».³⁰

Pero también se considera que la infraestructura social conlleva riesgos especiales. Una vez más, Inderst es una guía instructiva:

El riesgo político es inherente a la inversión en infraestructura [social] [...] Las políticas nacionales pueden cambiar. Los hospitales, escuelas, guarderías, etc., suelen estar fuertemente regulados y ser objeto de ajustes frecuentes. Es probable que se vuelva a regular en este campo y los inversores lo temen. Las renegociaciones de contratos suponen un territorio difícil tanto en teoría como en la práctica. También existe «riesgo social» cuando un proyecto se ve confrontado con la oposición por parte de grupos de presión o medios de comunicación. Ejemplos recientes son la oposición pública a la participación en prisiones, hospitales y centros de atención sanitaria y a la tercera edad por parte del capital privado / fondos de infraestructuras.³¹

³⁰ G. Inderst, «Social Infrastructure Finance and Institutional Investors: A Global Perspective», MPRA Paper núm. 103006, octubre de 2020, p. 34, en mpra.ub.uni-muenchen.de.

³¹ *Ibidem*, p. 24.

Si la inversión en general viene acompañada de advertencias sanitarias (el ubicuo «el valor de las inversiones puede bajar y subir...»), estas advertencias son especialmente adecuadas en el espacio amplia y difusamente definido como la «esfera social», donde, para muchas personas, la presencia del capital de inversión especulativo no suele ser bienvenido.

En parte como consecuencia de ello, este nunca ha sido uno de los segmentos más grandes de la inversión en infraestructuras institucionales. De hecho va a la cola de las inversiones en infraestructura muy lejos, por ejemplo, de la energía y el transporte (gráfica 3.1). De los varios miles de inversiones anuales en infraestructura realizados en el mundo por parte de los gestores de activos y otros inversores financieros registrados por Preqin entre 2011 y 2019, un promedio de solo el 12 por ciento se realizó en el sector social.³² Y esa proporción es aún menor cuando el mercado se mide en términos de valor de inversión, en lugar de en número de transacciones, porque las inversiones en infraestructura social tienden a ser mucho menores que las inversiones en otros tipos de activos de infraestructuras. «El tamaño promedio de las ofertas en infraestructura social fluctúa entre 100-200 millones de dólares, muy por debajo del tamaño medio de los proyectos de infraestructuras económicas (ahora más de 500 millones de dólares)», escribe Inderst. «El valor del proyecto tipo de la iniciativa financiera privada en el Reino Unido era inferior a 50 millones de libras».³³ Durante la última década, mientras que la infraestructura social representaba, de promedio, el 12 por ciento del volumen anual de contratos en infraestructuras, su participación del valor en conjunto de la inversión en infraestructuras fue solo de alrededor del 5 por ciento.³⁴

Como resultado, los mayores gestores de activos del mundo dentro del *milieu* de activos reales —los Blackstones, Brookfields y Macquaries— tienden a no ser muy activos en la inversión en infraestructuras sociales. Con fondos mucho mayores, siguen ritmos de capitalización de miles de millones en lugar de cientos de millones de dólares y estas empresas consideran que la mayor parte de las inversiones en infraestructuras sociales son demasiado pequeñas. Esto deja el campo en gran medida a jugadores más pequeños y, a menudo, especializados. Por ejemplo, gestores de activos que han lanzado e invertido en fondos especializados en infraestructuras sociales durante los últimos años incluyen, entre otros, el AviaRent Invest en Alemania, las firmas estadounidenses Franklin Templeton y Harrison Street, y Newcore Capital Management del Reino Unido.

³² *Ibidem*, p. 28.

³³ *Ibidem*, p. 22.

³⁴ *Ibidem*, p. 28.

Como centro histórico de las APP (gracias a sus Private Finance Initiative), Reino Unido también ha sido históricamente el corazón de la inversión privada en infraestructuras sociales. Y en términos de los principales actores del mercado, Reino Unido ha sido durante mucho tiempo de lo más típico: de hecho la mayor parte de los gestores activos de activos de infraestructuras sociales en el país son los pequeños especialistas, no los grandes generalistas. Aquí, el nombre más importante no es Newcore sino Innisfree (ver capítulo 2). En el momento de escribir este artículo, Innisfree tiene veintiséis inversiones activas en el sector de infraestructuras sanitarias con un valor combinado de capital de 10.800 millones de libras y diecisiete inversiones en infraestructuras activas en el sector educativo —que comprende unas 260 escuelas del Reino Unido— con un valor de capital combinado de 1.500 millones de libras, lo que lo convierte en el gestor de activos de infraestructuras sociales por excelencia.³⁵

Geografías

Al abordar geográficamente la sociedad de gestión de activos, nos encontramos con tres categorías principales de territorios a considerar. La primera tiene que ver con las fuentes del capital que invierten los gestores: ¿de dónde surge el dinero? El segundo se refiere a los propios gestores: ¿dónde se encuentran estos gestores?, es decir, ¿dónde está institucionalmente agregado todo el dinero que finalmente se invierte en vivienda e infraestructuras? Y tercero: ¿dónde se invierte el dinero? En las infraestructuras y propiedad residencial ¿de qué países?

Lo que sigue se expresa necesariamente a grandes trazos. Como he subrayado, el mundo de la gestión de activos es un mundo oscuro, hermético, y compacto y discernir sus contornos espaciales no es en absoluto tarea sencilla. Sin embargo, es posible hacer algunas observaciones clave. Me ocuparé separadamente de las infraestructuras y la vivienda, porque existen diferencias notables entre ambas.

Infraestructuras

Inevitablemente, las fuentes de capital para la inversión en infraestructuras por parte de los gestores de activos reflejan en gran medida las fuentes de capital de dichos gestores en general. Este mapeo de las fuentes nos muestra un terreno dominado por América del Norte (especialmente Estados Unidos) y Europa: de los 103 billones de dólares estimados de capital

³⁵ Innisfree, *Health and Education Portfolios*, en innisfree.co.uk.

gestionado globalmente por gestores de activos en 2020, más del 70 por ciento provenía de inversores con sede en Norteamérica (49 billones de dólares, de los cuales 45 billones procedían de Estados Unidos) y Europa (26 billones de dólares); el área «desarrollada» de Asia-Pacífico (Japón y Australia), con 9 billones de dólares, y el Asia-Pacífico «en desarrollo», con 14 billones de dólares, representaban la mayor parte del resto de territorios; y solo alrededor del 3 por ciento de capital provenía de inversores cuya sede está en América Latina, África y Oriente Medio.³⁶ Si los propietarios últimos de la sociedad de gestión de activos son los inversores, como sucede en el caso de los planes de pensiones cuyo dinero es el que invierten los directivos, entonces podemos decir que dicha sociedad está abrumadoramente en manos de Occidente.³⁷

Pero el mapa de infraestructuras no coincide exactamente con este mapa más general. Por un lado, los inversores tienen distintos apetitos según las distintas regiones y según los diferentes grados de exposición a diferentes clases de activos: algunos tienen asignaciones significativamente proporcionales en infraestructuras; algunos solo tienen inversiones relativamente modestas. Prequin reveló, al investigar esta dimensión geográfica en 2016, que, de los setenta y cinco inversores institucionales que identificó globalmente, cada uno con más de mil millones de dólares asignados a infraestructuras, la mayor parte de ellos tenían, de hecho, su sede en Australia —cuna histórica de la sociedad de gestión de activos, como hemos visto—, seguida por Estados Unidos y Canadá.³⁸ Sin embargo, para complicar el panorama aún más, gran parte del capital institucional canadiense identificado por Prequin circula independientemente de la sociedad de gestión de activos: como vimos en el capítulo 2, las inversiones institucionales canadienses destacan por invertir en infraestructuras directamente (en vez de hacerlo a través de gestores de activos), en mucha mayor medida que los inversores de otros lugares.

En resumen, podemos decir que la mayor parte del dinero institucional invertido en infraestructuras por los gestores de activos proviene de inversores estadounidenses, europeos y de Asia-Pacífico, pero con inversores en algunos países —en particular Australia— que desempeñan un papel mucho más importante que el que desempeñan dentro del mundo de la gestión de activos más convencional. En total, la base de datos Prequin identifica 1.861 inversores institucionales a nivel mundial que invirtieron en infraestructuras —a través de gestores de activos y/o directamente— entre

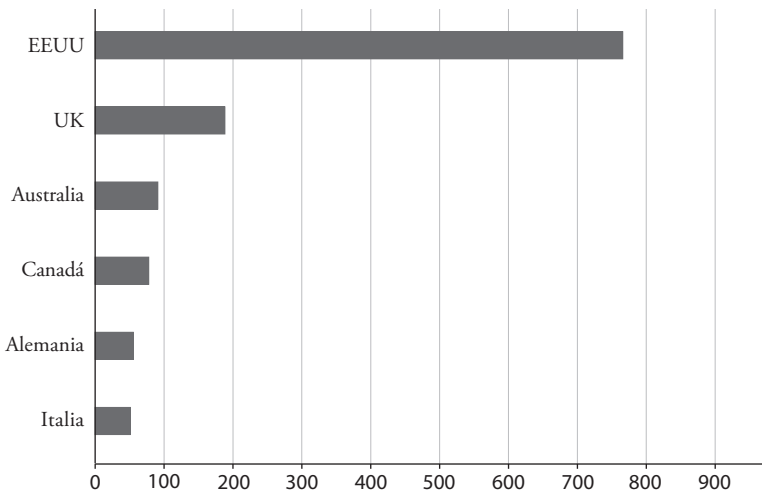
³⁶ BCG, «The \$100 Trillion Machine», julio de 2021, p. 4, en bcg.com.

³⁷ Véase cap. 5.

³⁸ Prequin, «The \$1bn Club: Largest Infrastructure Fund Managers and Investors», agosto de 2016, p. 4, en prequin.com.

1990 y 2020. Procedían de sesenta y nueve países, pero, como muestra la figura 3.2, solo seis países contaban con cincuenta o más inversores de este tipo; de hecho, hasta dos tercios de los sesenta y nueve países contabilizaban diez o menos inversores en infraestructura.³⁹

Figura 3.2. Número de inversores institucionales en infraestructuras, por país, 1990-2020 (solo países con cincuenta o más de estos inversores)



Fuente: Andonov, Kräussl y Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing - Internet Appendix...», p. 5.

En segundo lugar, podemos aplicar una imagen geográfica comparable a las ubicaciones de los propios gestores de activos de infraestructuras: la mayoría tienen su sede en América del Norte, Europa y la región de Asia-Pacífico. Pero los gestores de activos de fuera de América del Norte desempeñan un papel mucho más importante en la inversión en infraestructuras (como veremos), que en inversiones inmobiliarias o en inversiones en general en todas las clases de activos. Con un 42 por ciento, la proporción de activos de infraestructuras bajo gestión (AUM) en manos de gestores con sede en América del Norte en 2020 fue solo ligeramente superior a la proporción (35 por ciento) de gestores con sede en Europa; mientras que los directivos radicados en Asia-Pacífico poseían el 20 por ciento.⁴⁰

³⁹ A. Andonov, R. Kräussl y J. Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing: Internet Appendix», 20 de abril de 2021, p. 5, en [oup.com](#).

⁴⁰ BCG, «The \$100 Trillion Machine...», p. 18.

La investigación de 2016 realizada por Preqin mencionada anteriormente observó que, de ochenta y cuatro gestores de activos que habían recaudado al menos 1.000 millones de dólares para inversiones en infraestructuras durante la década anterior, una proporción aproximadamente similar tenían su sede en Europa (39 por ciento) o Norteamérica (38 por ciento). Asia —en particular Corea del Sur— albergaba la siguiente cuota proporcional. En Europa, dominaba Reino Unido, hogar de un tercio de los directivos entrevistados. Pero pese a que, según el recuento de Preqin, Europa superaba ligeramente a América del Norte en números de grandes gestores, seguía a la sombra de esta cuando llegaba el momento de cuantificar en función del tamaño de los gestores. De los diez mayores gestores de activos de infraestructuras, considerando el capital recaudado como referente, Preqin informó que al menos ocho tenían su sede en América del Norte, de los cuales siete estaban en Estados Unidos y uno, Brookfield Asset Management, en Canadá. Un noveno gestor, KB Asset Management, era coreano. Solo hubo un europeo en el top ten, aunque era el más grande de todos, Macquarie Infrastructure and Real Assets (MIRA), específicamente ubicado en Reino Unido. Pero ni siquiera MIRA es realmente europea: forma parte del Grupo Macquarie, que es, por supuesto, australiano.

Finalmente, ¿qué pasa con la inversión real? ¿Dónde está concentrada geográficamente la sustancia vital del componente infraestructural de la sociedad de gestión de activos, es decir, los activos físicos en los que se ha invertido? Una vez más, la respuesta es principalmente en Europa y América del Norte, seguida de Asia. Sin embargo, en este caso la concentración es menos pronunciada y está en constante disminución. La razón de esto es sencilla: los gestores de activos con sede en América del Norte y Europa invierten extensamente, y cada vez más, en activos de infraestructuras en los mercados «emergentes» de África, América Latina y el Asia en «desarrollo», así como en sus territorios de origen; mientras que por otra parte, básicamente, no hay flujo en la dirección opuesta. Por ello pese a que más del 70 por ciento del dinero gestionado globalmente por los gestores de activos es originario de América del Norte y Europa, estas mismas dos regiones reciben hoy menos del 50 por ciento de la inversión con financiación privada en infraestructuras, mientras que la participación que se destina a América Latina y África —quizás el 10 por ciento— supera con creces su aportación combinada como capital de inversión.⁴¹

Como vimos en el capítulo 2, Europa, junto con la pionera Australia, mucho más que Estados Unidos, ha sido tradicionalmente el hogar de la inversión en infraestructuras físicas por parte de gestores de activos. Como James McBride y Anshu Siripurapu, entre muchos otros, han señalado,

⁴¹ M. Williams, «Investments in Infrastructure», agosto de 2017, p. 11, en cliffwater.com.

Estados Unidos, por una variedad de razones, carece en gran medida de la cultura «de propiedad privada de las infraestructuras básicas», en su lugar, dicha infraestructura suele ser de propiedad del Estado, ya sea a nivel federal o municipal.⁴² En Europa y Australia, por el contrario, a partir de los años ochenta la privatización de las infraestructuras abrió ampliamente las puertas a la propiedad por parte de los gestores de activos y otros inversores financieros privados, sobre todo en Reino Unido, donde entre 2010 y 2015 se cerraron más de 1.000 acuerdos de infraestructuras, más que los cerrados por los diez países europeos siguientes juntos.⁴³ Dentro de Europa, Francia y Alemania, ocupaban respectivamente el segundo y tercer lugar.

Sin embargo, en los últimos años Estados Unidos ha acortado distancias con Europa, a medida que ha ido cambiando la filosofía predominante acerca de «cómo construir y mantener sus cosas» como ha observado Brian Alexander.⁴⁴ Voy a tratar ese desplazamiento en el capítulo 6, pero los factores clave son estos: todos reconocen la enorme brecha nacional de infraestructuras; y, ya sea por razones pragmáticas o de principios, crece la aceptación del papel cada vez mayor de la inversión de capital privado. En cualquier caso, en 2014, los fondos de infraestructuras en el mercado orientados primordialmente a América del Norte, superaron por primera vez a los centrados en Europa.⁴⁵ Ya en 2017, los fondos de infraestructura centrados en América del Norte también contaban tanto con valores mayores de activos invertidos y no realizados como de capital disponible que los fondos orientados a Europa.⁴⁶

Asia va a la zaga de América del Norte y Europa, y ocupa el tercer lugar, tanto en capital de inversión originado como en la ubicación de los gestores de activos. Pero, como señala Patrick Adefuye, hay una diferencia grande y muy importante entre la naturaleza de las inversiones en infraestructuras realizadas en Asia y las que predominan en Europa y Estados Unidos: «Muchos proyectos de infraestructuras en Asia son proyectos recién creados y desarrollados por nuevos activos, en lugar de adquisiciones de activos existentes ya en una etapa secundaria o para el rejuvenecimiento de los activos abandonados. Esto refleja que la región tiene mayor demanda de nuevos recursos de infraestructuras que sus homólogos más desarrollados,

⁴² J. McBride y A. Siripurapu, «The State of US Infrastructure», 8 de noviembre de 2021, en cfr.org.

⁴³ Preqin, «European Infrastructure», noviembre de 2015, p. 3, en preqin.com.

⁴⁴ B. Alexander, «Privatization Is Changing America's Relationship with Its Physical Stuff», *Atlantic*, 12 de julio de 2017.

⁴⁵ Preqin y Ferguson Partners, «Infrastructure Industry Themes», febrero de 2014, p. 6, en preqin.com.

⁴⁶ PriceWaterhouseCoopers, «Investing in the ASEAN Infrastructure Asset Class», 2018, p. 16, en pwc.com.

como Europa, donde tres cuartas partes de los acuerdos se realizan sobre activos existentes que ya generan ingresos». ⁴⁷ En otras palabras, el dinero que los gestores de activos invierten en acuerdos de infraestructuras en Asia frecuentemente se destina a la construcción de nuevos activos, mientras que en la mayoría de las transacciones en Europa financian la retroadaptación de activos o simplemente transferencias de propiedad. Esto indica una economía de inversión muy diferente. Los gestores de activos y sus inversores institucionales suelen ponerse muy líricos acerca de su papel para ayudar a construir las infraestructuras cruciales para el planeta —«proporcionar infraestructura que mejoren las economías nacionales, regionales y locales», en palabras de la Global Infrastructure Investor Association—. ⁴⁸ Aunque en realidad jamás ha sido este su principal objetivo, al menos en Asia, la realidad se parece algo más a la retórica exhibida por los gestores de activos.

Por supuesto, Asia es un continente enorme y extraordinariamente heterogéneo. Y era de esperar que los gestores de activos no invirtiesen de manera uniforme en infraestructuras en toda la región asiática. Vale la pena señalar que China, a pesar de su tamaño, no es el principal *locus* territorial de la inversión financiera privada en infraestructuras, porque la vasta expansión de la infraestructura nacional en las últimas décadas ha estado predominante dirigida y financiada por el Estado. ⁴⁹ Así, el número de inversiones financieras privadas en infraestructuras en China entre 2005 y 2018, según lo identificado por Preqin (992), quedó eclipsado por el número de inversiones realizadas durante el mismo periodo en la India (2.278), quien ha liderado cómoda y hábilmente el mercado asiático de este tipo de inversiones.

«India no solo cuenta con una economía en auge», observa Adefuye, «sino que también está haciendo un cambio rápido y a gran escala de una economía agraria a una economía industrial. Como tal, su gran población y su rápido desarrollo ha creado una necesidad enorme de infraestructuras, más acuciante aún si tenemos en cuenta su historia pasada de no industrialización, lo que significa que no tiene grandes redes de activos preexistentes». Ni tampoco tiene —a diferencia de China— un Estado fuertemente intervencionista. El resultado es que la mayoría de las nuevas infraestructuras en auge en todo el país está financiada y en manos de inversores privados, lo que otorga un papel destacado a los gestores de

⁴⁷ P. Adefuye, «Are Infrastructure Deals in Asia Running out of Steam?», 1 de mayo de 2019, en preqin.com.

⁴⁸ Global Infrastructure Investor Association, «Closing the Gap: How Private Capital Can Help Deliver Our Future Infrastructure Needs», marzo de 2019, p. 4, en giia.net.

⁴⁹ I. T. Liu y A. D. Dixon, «What Does the State Do in China's State-Led Infrastructure Financialisation?», *Journal of Economic Geography*, núm. 22 (5), 2022, pp. 963-988.

activos. Y si bien ciertamente existen gestores de activos de infraestructura locales reconocidos y con cierto peso —IDFC Alternatives de Mumbai es uno de ellos—, la realidad es que son los gestores de activos occidentales los que controlan en gran medida la floreciente cartera de infraestructuras de propiedad privada de India. Dos de los tres gestores que se describen a continuación, Brookfield y Macquarie, son jugadores de gran importancia.

Vivienda

En los párrafos anteriores hemos intentado bosquejar más o menos las geografías clave y la inversión en infraestructuras de los gestores de activos —de dónde proviene el dinero, donde se agrega institucionalmente y donde se pone a trabajar sobre el terreno— pero resulta bastante más difícil hacer esto mismo si nos referimos a las inversiones en vivienda. Los datos publicados en referencia a dichas geografías tienden a referirse a la inversión inmobiliaria a nivel agregado —combinando vivienda residencial con todo tipo de inversión en propiedad comercial— por lo que estos datos pueden decirnos poco sobre los patrones específicos de la inversión en vivienda.

La cuestión de dónde sale exactamente el capital que los gestores de activos invierten en vivienda es la cuestión más difícil de responder. En la medida en que los investigadores han podido abordar esta pregunta satisfactoriamente, la respuesta parece ser que el mapa relevante coincide bastante con el panorama de la gestión de activos en general: es decir, el capital tiene su origen en Norteamérica / Europa / otras regiones con una participación aproximada del 50 / 25 / 25 por ciento. Daniela Gabor y Sebastian Kohl, por ejemplo, han descubierto que el dominio del capital institucional norteamericano se aplica también a la inversión contemporánea de los gestores de activos específicamente en vivienda europea. «Los impulsores más importantes de la financiarización de las viviendas europeas», escriben Gabor y Kohl, «son los fondos de pensiones y las compañías de seguros estadounidense», cuyas participaciones en bienes inmobiliarios europeos, en las que se incluyen viviendas, se invierten principalmente a través de gestores de activos, y en 2021 ascendieron a más del doble de las participaciones equivalentes de los planes de pensiones y compañías de seguros radicados en Europa.⁵⁰

Lo que está aún más claro, en segundo lugar, es que los gestores radicados en América del Norte dominan plenamente el panorama internacional de inversión inmobiliaria por parte de los gestores de activos, y que lo

⁵⁰ D. Gabor y S. Kohl, «My Home Is an Asset Class: The Financialization of Housing in Europe», enero de 2022, p. 33, en greens-efa.eu (citada a partir de ahora como «GK2»).

hacen con una extensión materialmente mayor que la inversión que realizan en infraestructuras. Esto es en parte un reflejo de la geografía histórica de las oportunidades de inversión física. Salvo casos excepcionales como Alemania, donde los gestores de activos vieron, más o menos con el cambio de milenio, que ellos mismos podían comprar a gran escala viviendas que antes eran de propiedad pública, las salidas de capital fuera de América del Norte han sido hasta hace poco relativamente escasas y espaciadas. En consecuencia la inversión en vivienda por parte de los gestores de activos carece del pasado largo y sustancial de inversión en activos no estadounidenses con los que estamos tan familiarizados —con la forma que adoptan en Australia y Europa, y especialmente Reino Unido— en el ámbito de las infraestructuras. De hecho, los gestores de activos que compraron a principios de la década de 2000 grandes cantidades de viviendas alemanas eran ellos mismas empresas radicadas principalmente en Estados Unidos.

Esto no quita que definitivamente, hoy en día, existen gestores de activos con sede en Europa que tienen participaciones inmobiliarias residenciales extremadamente importantes concentradas en viviendas plurifamiliares, viviendas para estudiantes y residencias sanitarias. Entre los más destacados se encuentran dos radicados en Francia (AXA Investment Managers y Amundi), dos en Alemania (Allianz Real Estate y Patrizia) y uno en Reino Unido (Round Hill Capital). Si bien la mayor parte de las viviendas que poseen estos gestores también se encuentra en Europa, AXA y Round Hill, en particular, han perseguido una importante expansión territorial. Por ejemplo, la adquisición por parte de AXA de dos activos multifamiliares en Tokio en mayo de 2022, fue su decimoquinta compra individualizada de propiedad residencial japonesa en solo doce meses, sumándose a una cartera global de viviendas distribuida ahora en quince países diferentes.⁵¹ Esto hace que AXA sea uno de los propietarios de viviendas más diversificados geográficamente del mundo.

Sin embargo, el universo contemporáneo de los grandes gestores de activos de viviendas es en gran medida norteamericano, y dicho universo está a la vez mucho más concentrado en Estados Unidos. A mediados de 2021, Preqin calculaba en unos 1.720 los fondos de inversión inmobiliarios activos a nivel mundial que invirtieron exclusiva o principalmente en viviendas. De ellos, nada menos que dos tercios (1.154) estaban gestionados por gestores de activos con sede en los Estados Unidos.⁵² Ningún

⁵¹ «AXA IM Alts Expands Global Residential Portfolio...».

⁵² D. Gabor y S. Kohl, «My Home Is an Asset Class: The Financialization of Housing in Europe», 2021, versión previa a su publicación (en adelante citada como «GK1»). Tengamos en cuenta que estos datos se acercan estrechamente a las cifras reportadas en función de la más amplia participación geográfica de AUM en bienes inmobiliarios: BCG estimó que, en 2020, el 69 por ciento de los AUM inmobiliarios estaba en manos de gestores de activos con

otro país acogía más de 100 de estos fondos; en esta clasificación, los puestos segundo, tercero y cuarto estaban copados por Reino Unido (cuyos gestores residentes dirigen ochenta y nueve fondos especializados en vivienda), Alemania (setenta y siete fondos) y Canadá (sesenta y dos). Uno de los principales gestores de activos inmobiliarios con sede en Estados Unidos, Blackstone, se describe más adelante. Otros gestores de activos estadounidenses importantes con activos inmobiliarios señalables incluyen, sin ningún orden particular: Lone Star Funds, Carlyle Group, Greystar Investment Management, CBRE Global Investors, Goldman Sachs Asset Management, Starwood Capital Group y PGIM Real State.

Por último, América del Norte también domina geográficamente la inversión física de los gestores de activos en vivienda. De los 1.720 fondos de inversión activos especializados en el ámbito residencial a nivel mundial en 2021, el 70 por ciento (1.200) ha invertido principal o exclusivamente en América del Norte.⁵³ Esta es una historia tanto canadiense como estadounidense, pero, de nuevo, es principalmente la historia de Estados Unidos. Los gestores de activos no solo poseen sustancialmente más viviendas multifamiliares en Estados Unidos que en Canadá, una estimación reciente sugiere que, para 2021, las participaciones combinadas en vivienda multifamiliar de los primeros superaron el millón de unidades.⁵⁴ En Estados Unidos, los gestores de activos también poseen multitud de activos en otras cuatro subclases de propiedad residencial: vivienda para personas mayores (es decir, residencias de ancianos), viviendas para estudiantes, comunidades de viviendas prefabricadas y viviendas unifamiliares de alquiler.

De hecho, dos de estas cuatro subclases son un fenómeno más o menos exclusivamente estadounidense. En el resto del planeta la propiedad de los gestores de activos en comunidades de vivienda prefabricada o viviendas unifamiliares de alquiler supone un elemento bastante marginal. Las viviendas prefabricadas, por otra parte, simplemente no son habituales fuera de Estados Unidos, aunque Australia, Israel y Reino Unido, entre otros, tienen variantes de la misma. Sin embargo, fue su materialización en Estados Unidos, a lomos de una situación inusual y un conjunto de circunstancias propicia tras la crisis financiera mundial, lo que persuadió a los gestores de activos para que finalmente invirtieran en viviendas unifamiliares, algo, que hasta entonces habían evitado (ver capítulo 2).

sede en Estados Unidos, por delante de los directivos con sede en Europa (18 por ciento) y de la región del Pacífico asiático (12 por ciento). Véase BCG, «\$100 billones Machine», p. 18.

⁵³ GK1.

⁵⁴ H. Vogell, «When Private Equity Becomes Your Landlord», 7 de febrero de 2022, en propublica.org.

Más allá de Norteamérica, pese a que los gestores de activos han invertido sustancialmente en viviendas multifamiliares en Asia, y especialmente en Japón, Europa sigue representando el foco principal de su inversión inmobiliaria. Aproximadamente 300 de los 1.720 fondos residenciales activos a nivel mundial en 2021 se centraron en Europa, más del doble (126) de los especializados en Asia.⁵⁵ La vivienda para estudiantes, las residencias de ancianos y las viviendas multifamiliares han quedado ampliamente incluidas dentro de la propiedad de los gestores de activos en toda Europa durante la última década, en países que van desde la República Checa hasta el Reino Unido, Francia, Dinamarca, Irlanda y Países Bajos. Tal y como han afirmado, entre otros, Gabor y Kohl, este desarrollo ha hecho que un puñado de destacadas ciudades europeas como Ámsterdam, Berlín y Londres se hayan convertido en focos cruciales para la inversión en vivienda.⁵⁶

En lo relativo a las viviendas plurifamiliares, la subclase en la que se realiza la mayor inversión, el territorio europeo más destacable en cuanto a la evolución de la última década puede que sea España. Como en Estados Unidos, los propietarios de viviendas en España estuvieron sometidos a una intensa presión como resultado de la crisis financiera global, a medida que los valores se desplomaron en el mercado inmobiliario y el desempleo se disparó. Muchos perdieron sus casas debido a las ejecuciones hipotecarias, y los propios prestamistas españoles —luchando por seguir siendo solventes— vendieron una gran cantidad de estas casas embargadas a gestores de activos con sede en Estados Unidos. Además, repitiendo de nuevo el patrón desarrollado en Estados Unidos, esos gestores también adquirieron un gran número de viviendas comprando carteras de hipotecas morosas y llevando a cabo ejecuciones hipotecarias selectivas. Uno de los mayores inversores en vivienda española entre los gestores de activos estadounidenses ha sido Blackstone.⁵⁷

Gabor y Kohl proporcionan un ejemplo instructivo de un fondo de inversión específico que en varios aspectos resume claramente la naturaleza de gran parte de la inversión dirigida por los gestores de activos vivienda en Europa en los últimos tiempos. Lanzado en 2019 y cerrado a nuevos inversores en 2021, a finales de este último año los 2.300 millones

⁵⁵ GK1.

⁵⁶ GK2, pp. 35-37; B. Christophers, «Mind the Rent Gap: Blackstone, Housing Investment and the Reordering of Urban Rent Surfaces», *Urban Studies*, núm. 59, 2022, pp. 698-716.

⁵⁷ Véase, por ejemplo, M. Janoschka, G. Alexandri, H. Ramos y S. Vives-Miró, «Tracing the Socio-Spatial Logics of Transnational Landlords' Real Estate Investment: Blackstone in Madrid», *European Urban and Regional Studies*, núm. 27 (2), 2020, pp. 125-141; I. Yrigoy, «The Political Economy of Rental Housing in Spain: The dialectics of Exploitation(s) and Regulations», *New Political Economy*, núm. 26, 2021, pp. 186-202.

de dólares del fondo completaron cuatro compras residenciales. Dichas adquisiciones se hicieron en Alemania y España, quizás los dos mercados europeos más importantes para dicho tipo de inversión. Pero el fondo, como tantos otros, no estaba dirigido por Europa: su consejo administrador era el gestor de activos KKR, con sede en Estados Unidos. Y KKR Real State Partners II Europe, como se llamaba el fondo, según parece, había recaudado la mayor parte del capital dentro de Estados Unidos, siendo sus principales inversores cinco conocidos planes de pensiones de la ciudad de Nueva York, así como el Public Employees Retirement Service de Maine.⁵⁸ Esta, en resumen, es la forma del vehículo por excelencia para la inversión en vivienda europea a principios de la década de 2020.

Si bien gran parte de las viviendas adquiridas últimamente por los gestores de activos en Alemania, España y otros países europeos sigue siendo propiedad de dichos fondos a la hora de escribir estas líneas, este patrón no se sigue todas partes. En algunos países, los gestores de activos han comprado grandes existencias de vivienda solo para venderlas más tarde, aprovechando el precio inflado de los activos, obteniendo importantes ganancias de capital para sí mismos y sus socios comanditarios. De hecho, esto es parte intrínseca del ciclo típico del negocio de gestión de activos reales: es decir, comprar y vender (ver capítulo 4).

Una empresa de gran interés a este respecto es la alemana Vonovia. Vonovia es digna de mención para nuestro propósito, no porque sea un gestor de activos —no lo es— sino porque gran parte de su enorme cartera europea era anteriormente propiedad de gestores de activos, principalmente en Alemania, donde la mayor parte de las 350.000 unidades residenciales fueron herencia de Terra Firma y Fortress Investment Group, pero también en Suecia, donde adquirieron de Blackstone una importante cartera de viviendas en 2019. Por supuesto, esta no es una dinámica exclusivamente europea: en Estados Unidos, Blackstone creó una gran cartera de viviendas unifamiliares de alquiler a través de su empresa de cartera Invitation Homes entre 2011 y 2017, para luego comenzar el proceso de salida de la inversión (ver capítulo 2). El punto es que, en un momento determinado, puede que no parezca que una casa particular — o un edificio educativo, una planta de tratamiento de aguas o un parque eólico— sean parte de la sociedad de gestión de activos. Pero es posible que lo fuesen poco antes, y que siga mostrando la huella indeleble del gestor de activos.

Antes de pasar a una selección de los actores clave de la sociedad de gestión de activos, es importante hacer una última observación sobre la configuración geográfica de dicha sociedad. El hecho de que los propios gestores de activos puedan tener su sede, digamos, en Nueva York, Londres

⁵⁸ GK2, p. 43.

o París, no significa que todos los fondos más importantes que utilizan para juntar capital de socios limitados y crear una cartera de inversiones ocupen el mismo lugar. A lo largo de los años ha ido surgiendo una importante competencia entre jurisdicciones territoriales nacionales y subnacionales para ver cuáles pueden ofrecer a los gestores de activos la mejor —es decir, la más débil— combinación de fiscalidad y regulación para el domicilio legal de sus fondos. Dónde optan exactamente los gestores por crear fondos de inversión depende, en última instancia, de muchos factores, incluida la variedad de jurisdicciones de donde proceden los socios comanditarios de dichos fondos.

El resultado de esto es que en las últimas décadas se ha visto el surgimiento de una red remota de nodos domiciliarios clave donde se desarrolla gran parte de la gestión administrativa de los gestores de fondos; esta red es un elemento crucial de la ingeniería fiscal de la sociedad de gestión de activos. Lugares como las Islas Bermudas y las Islas del Canal son parte de estos nodos, pero la mayor parte de los fondos establecido por gestores de activos norteamericanos y europeos para las inversiones en infraestructuras o vivienda tienden hoy a estar domiciliadas ya sea en el estado estadounidense de Delaware, las Islas Caimán o Luxemburgo, o en varios de ellos a la vez. Esto hace que la sociedad de gestión de activos esté profundamente arraigada —financiera y legalmente, aunque puede que no físicamente— en el sombrío mundo espacial de los paraísos fiscales y «*offshore*». Exploraré algunas de las implicaciones de esto en el capítulo 5.

Empresas

Blackstone

El Blackstone Group es el gestor de activos «alternativos» más grande del mundo, es decir el mayor de los gestores de activos en una clasificación hecha sobre la base de sus inversiones en tipos de activos distintos de los valores que cotizan en bolsa. Con sede en Nueva York, Blackstone está íntimamente asociado al hombre que lo dirige desde que lo cofundó en 1985, Stephen Schwarzman, hasta al punto que da nombre a la mitad del fondo, «Black» (*schwarz* en alemán). Ahora multimillonario, Schwarzman ha construido un negocio que, en el momento de escribir este artículo, había hecho crecer el número de activos bajo su gestión hasta alcanzar un valor cercano al billón de dólares. Blackstone es una institución clave en la sociedad global de gestores de activos. Durante sus dos primeras décadas, Blackstone fue impenetrable a los observadores externos, ya que era una asociación privada con unos requisitos de presentación de informes limitados. Esto cambió, hasta cierto punto, en 2007 cuando la firma dio el

crucial paso de cotizar en la bolsa de Nueva York. Lo hizo como sociedad cotizada, en la que los inversores compraban y vendían unidades en lugar de acciones. Doce años después, la firma emprendió su transformación estructural más significativa, pasando de ser una sociedad a una corporación para aumentar el alcance y el número de inversores capaces de invertir en ella.

La historia de las inversiones en infraestructuras de Blackstone se ha desarrollado de manera intermitente. En sus orígenes estableció una plataforma de inversión en infraestructuras en 2008, haciéndose furtivamente con dos directores de Macquarie para que ejecutaran el lanzamiento y la operación de su primer fondo de infraestructuras. Pero el fondo tuvo un rendimiento inferior a lo esperado —recaudando solo 450 millones de dólares de un objetivo de 2.000 millones de dólares— y en 2011 los mismos directores se marcharon para crear su propia empresa, Stonepeak Infrastructure Partners. En 2017 Blackstone relanzó el negocio de inversión en infraestructuras con un nuevo y emblemático fondo (Blackstone Infrastructure Partners); pero la empresa siguió siendo un simple pececillo neófito nadando en el vacío en comparación con gente como Brookfield, Macquarie y Global Infrastructure Partners. Incluso Stonepeak tiene activos de infraestructuras considerablemente mayores bajo gestión, con aproximadamente 53.000 millones de dólares en comparación con los 31.000 millones de Blackstone.

En cambio, para nuestra historia, Blackstone resulta relevante principalmente como inversor inmobiliario. Con frecuencia se le identifica como el líder mundial en propiedades de bienes raíces en general —posee grandes cantidades de oficinas y propiedades logísticas (es decir, almacenes), junto con carteras más pequeñas de hoteles y propiedades minoristas— y sin duda es uno de los mayores propietarios de viviendas del mundo. Más aún, goza de este estatus incluso pese a haber salido de Invitation Homes que, para cuando Blackstone vendió sus últimas acciones en 2019, poseía unas 80.000 viviendas unifamiliares en todo Estados Unidos.

Sorprendentemente, todas las viviendas en la cartera actual de Blackstone fueron adquiridas durante el periodo relativamente corto transcurrido desde la crisis financiera mundial. A mediados de la década de 2000 ya poseía algunas viviendas, su principal activo eran las aproximadamente 31.000 unidades alemanas que adquirió por 1.400 millones de euros a WCM Beteiligungs-und Grundbesitz-AG en 2004, en lo que entonces fue la mayor venta jamás realizada de vivienda del país a un comprador no nacional por parte de un propietario privado. Pero, alrededor de 2006, Blackstone vio venir los problemas que acechaban a los mercados inmobiliarios globales y tomó la decisión de vender todas sus propiedades residenciales existentes. Se deshicieron de las unidades alemanas en marzo

de 2007 y se las traspasaron a dos gestores de activos con sede en Londres con un beneficio considerable.

Desde 2011, Blackstone se ha embarcado en un vasto programa transnacional de adquisición de viviendas que posiblemente no tenga paralelismo en la historia. Ha comprado importantes existencias de viviendas para alquilar —que abarca el juego completo de viviendas unifamiliares, viviendas multifamiliares, residencias de ancianos, viviendas prefabricadas y alojamiento para estudiantes— en al menos once países: Estados Unidos y Canadá en América del Norte; Japón en Asia; y en Europa, la República checa, Dinamarca, Alemania, Irlanda, Países Bajos, España, Suecia y Reino Unido. Es importante enfatizar las palabras «al menos». Es muy posible que Blackstone también haya adquirido viviendas en otros lugares: no tiene obligación de informar públicamente de todas las inversiones que realizan sus fondos. Las adquisiciones que ha realizado en los once países mencionados anteriormente son identificables gracias a las fuentes públicas y a información de dominio público.

En términos generales, esta inversión ha seguido dos estrategias principales. La primera, cronológicamente hablando, fue la inversión en mercados en crisis. La crisis financiera de 2007-2009 agitó los mercados inmobiliarios mundiales y los mercados de financiación de la vivienda, y Blackstone apuntó estratégicamente a los activos inmobiliarios residenciales que, como consecuencia de lo anterior, se habían «devaluado», lo que implicaba tanto que los vendedores estaban obligados a vender como que —en parte como consecuencia— los activos estaban disponibles por debajo del valor de mercado. Blackstone recogió activos inmobiliarios en dificultades en países que van desde Alemania a Irlanda. Pero fue en otros dos países donde desarrolló una estrategia más amplia y rentable: España, donde las importantes dificultades del mercado persistieron al menos hasta mediados de la década de 2010, y Estados Unidos. En ambos países, Blackstone pudo adquirir una gran cantidad de activos baratos, en la forma tanto de las propias viviendas como de las hipotecas que, en muchos casos, le permitió tomar el control de las viviendas a las que pertenecen las hipotecas (ver capítulo 2).

Invertir en mercados en crisis es una estrategia relativamente sencilla: comprar barato, esperar a que se recuperen los mercados de activos y luego vender, como lo hizo Blackstone en Estados Unidos al retirarse de Invitation Homes entre 2017 y 2019. Sin embargo, la otra estrategia principal para invertir en vivienda de Blackstone sí ha sido más sofisticada y también más variada. En este caso, ha invertido en activos a precios inferiores y, por tanto, en la potencial recuperación de precios tanto como en la capacidad de aumentar los alquileres. Su funcionamiento ha sido el siguiente: ¿dónde es posible comprar viviendas y luego aumentar los

continuos ingresos por el alquiler que generan dichas viviendas? Quizás la respuesta es tan obvia que no hace falta ni preguntar, ya que aumentar los alquileres no solo crea valor directamente a los propietarios, bajo la forma de ingresos extra en efectivo, sino que también lo hace indirectamente, puesto que en la medida en que lo hagan también aumenta el valor percibido del activo para otros inversores, y ofrece por ello la posibilidad de obtener ganancias de capital a través de la enajenación de los mismos.

Blackstone ha utilizado en los últimos años esta estrategia a la hora de identificar un abanico de condiciones locales que proporcionan oportunidades que permiten aumentar el alquiler, y así ha continuado expandiendo su estrategia de inversión en vivienda a otros países incluidos Dinamarca, Países Bajos y Suecia. En algunos países y ciudades, la característica de mayor interés para Blackstone ha sido la escasez de suministro. Donde la demanda de viviendas de alquiler es elevada pero la capacidad de la oferta para responder a esa demanda está limitada por una razón u otra, Blackstone apostó a que los alquileres serían susceptibles de aumentar. Esta lógica ha apuntalado sus recientes inversiones en vivienda en Ámsterdam, por ejemplo. En otros lugares, el aliciente ha sido la coincidencia entre el deterioro del parque de vivienda público y la regulación de los alquileres. Si a los propietarios se les permite aumentar sustancialmente los alquileres después de realizar renovaciones, la inversión en la rehabilitación del parque de viviendas de alquiler en zonas donde la demanda es boyante puede ser un enfoque altamente rentable. Blackstone ha seguido esta línea, por ejemplo, en Copenhague y Estocolmo (ver capítulo 4).

El resultado combinado de estas diversas estrategias de inversión ha sido una floreciente cartera de inversión en vivienda que rivaliza con la de cualquier otro gestor de activos, o incluso con la de una sociedad inmobiliaria. A mediados de 2019, la firma informó que poseía más de 300.000 unidades residenciales en todo el mundo. Posteriormente dejó de informar de sus participaciones, pero un informe independiente reciente afirmó que, en 2020, Blackstone poseía unas 117.000 unidades en Europa, de las cuales aproximadamente 40.000 estaban en España.⁵⁹ Como hemos visto nuestra mejor estimación es que los fondos de Blackstone actualmente controlan viviendas en todo el planeta por un valor de más de 100.000 millones de dólares. De hecho, solo durante el periodo de la pandemia del coronavirus compró activos inmobiliarios por valor de más de 20.000 millones de dólares.⁶⁰

⁵⁹ *Ibidem*, pp. 47, 55.

⁶⁰ M. Vandeveldt, «Blackstone Dealt Legal Setback after \$5bn Low-Income Housing Deal», *Financial Times*, 29 junio de 2022.

Otro resultado del rápido ensamblamiento de esta formidable cartera global de viviendas por parte de Blackstone ha sido un torrente de críticas. De forma acertada o no, Blackstone se ha convertido durante la última década en un pararrayos frente a una crítica más amplia a la creciente participación de instituciones de inversión financiera de diversa índole en la propiedad de vivienda. Entre los que han atacado las prácticas de la empresa en este ámbito hay diversas personalidades de perfil alto, como el primer ministro de Dinamarca y la senadora estadounidense Elizabeth Warren. Podría decirse que las críticas más mordaces fueron dirigidas por los «relatores» de la ONU, Surya Deva y Leilani Farha, quienes en 2019 escribieron una carta abierta a Schwarzman alegando que las inversiones en vivienda de Blackstone fueron «inconsistentes con las leyes y normas de derechos humanos internacionales» y «tuvieron efectos nocivos en el disfrute del derecho a la vivienda».⁶¹ En el capítulo 4, analizaré algunos de los principales motivos de esta crítica.

Brookfield

Si hay alguna empresa que represente más que ninguna otra la encarnación de la sociedad de gestión de activos esta es, sin duda, la canadiense Brookfield Asset Management. Como Blackstone, este es un enorme propietario de viviendas. Pero también es un gran propietario de las otras infraestructuras físicas que sostienen la vida social y económica contemporánea. De tamaño similar a Blackstone —sus activos bajo gestión son ligeramente menores, alrededor de 700.000 millones de dólares a mediados de 2022— es también una corporación que cotiza en bolsa con un amplio alcance internacional tanto por dónde tiene oficinas como por dónde realiza inversiones. Como Mark Vandavelde señaló correctamente en un perfil de la empresa de 2020 en el *Financial Times*, Brookfield «recibe menos escrutinio o atención que rivales de tamaño similar».⁶² Pero no hay ninguna razón para que esto tenga que ser así.

Quizás parte de la causa de esta falta de atención sea la complejidad organizativa de Brookfield. Vandavelde escribió que «cuando el grupo Brookfield compra un activo, normalmente llega el dinero de uno de los fondos de inversión que gestiona para inversores externos». Y en eso, por supuesto, Brookfield es comparable a todos los demás gestores de activos de activos reales: utilizar fondos para invertir el dinero de los inversores (sus socios comanditarios) es, por definición, lo que hacen este tipo de gestores. Pero esto es todo lo lejos que llega el parecido.

⁶¹ S. Deva y L. Farha, «Dear Mr Schwarzman», 22 de marzo de 2019, en ohchr.org.

⁶² M. Vandavelde, «Brookfield: Inside the \$500bn Secretive Investment Firm», *Financial Times*, 4 de febrero de 2020.

En términos organizativos, más allá de esta equivalencia básica, Brookfield se aleja sustancialmente de los gestores de activos con estructuras corporativas mucho más simples, incluido Blackstone. Brookfield, como comentó Vandavelde, podría decirse que tiene «una de la estructuras corporativas más complicadas del mundo», hasta el punto de que es «casi imposible de determinar qué es exactamente Brookfield, y cómo funciona».

A riesgo de simplificar demasiado, en el momento de escribir este capítulo, en términos generales, esto resume cómo funcionan las cosas: la clave para comprender Brookfield es reconocer que se trata de un conjunto de entidades institucionales. En la cima de la pirámide está la propia Brookfield Asset Management («Brookfield», para abreviar, o BAM). Debajo está lo que llama sus «filiales». Hay cinco de ellas, pero solo tres son relevantes para nuestros fines: Brookfield Property Partners (especializada en bienes raíces), Brookfield Renewable Partners (activos energéticos renovables) y Brookfield Infrastructure Partners (otros activos de infraestructuras). Las dos últimas son empresas que cotizan en bolsa —sociedades que cotizan en bolsa como solía ser Blackstone— por derecho propio. Hasta hace poco, Brookfield Property Partners también era de este tipo, pero en 2021 BAM adquirió todas las unidades que no poseía convirtiéndola en una subsidiaria totalmente de su propiedad.

BAM es el mayor accionista individual de cada una de sus filiales. A su vez, cuando BAM establece fondos de inversión para realizar compras de activos —en, digamos, el espacio de las energías renovables— sus filiales suelen por lo general ser los mayores proveedores de capital para esos fondos, que por supuesto también recaban fondos de socios comanditarios externos. Un ejemplo instructivo de esto sería cuando Brookfield estableció un nuevo fondo de infraestructuras, Brookfield Infrastructure Fund IV, en 2019-20, sus filiales Brookfield Renewable Partners y Brookfield Infrastructure Partners comprometieron un total combinado de 5.000 millones de dólares para el fondo. Al mismo tiempo, 170 socios comanditarios externos comprometieron otros 15.000 millones de dólares.⁶³

Sin embargo, lo que hace que el panorama sea particularmente complicado son dos rasgos inesperados en este modelo operativo central. Primero, los socios comanditarios de BAM pueden invertir no solo a través de los fondos de BAM sino también en sus filiales, generando así honorarios de gestión (y los llamados «repartos de incentivos») para BAM, ya que son los socios generales de cada filial. En segundo lugar, algunas inversiones de BAM se realizan directamente, utilizando su propio balance contable, es decir que no lo hacen a través de sus fondos ni a través de sus filiales, y estos

⁶³ Brookfield Asset Management, «Brookfield Closes US\$20 Billion Global Infrastructure Fund», 7 de febrero de 2020, en bam.brookfield.com.

últimos también en ocasiones realizan inversiones directamente en lugar de mediante compromisos a fondos de Brookfield. No hace falta decir que el panorama general resultante representa un dolor de cabeza considerable para los posibles analistas del imperio. En el caso de las inversiones inmobiliarias, por ejemplo, si bien la mayoría se mantienen dentro de los fondos de inversión de Brookfield, otros se mantienen dentro del propio balance de cuentas (BAM) y otros dentro del balance de cuentas de Brookfield Property Partners.

Específicamente en términos de activos inmobiliarios residenciales, Brookfield —entendido en su totalidad— está tan diversificado como Blackstone. Posee viviendas prefabricadas, viviendas para estudiantes y residencias de ancianos y viviendas plurifamiliares. También ha llegado no hace mucho, aunque tardíamente, a la vivienda unifamiliar, estableciendo un fondo específico —Brookfield Single Family Rental— para este fin en 2020, y durante el mismo año adquirió una participación mayoritaria en Conrex, propietario de aproximadamente 10.000 viviendas de alquiler en el Medio Oeste y el sureste de EEUU. Pero, aunque igual de diversa, la cartera de viviendas de Brookfield es más pequeña que la de Blackstone: es propietaria, por ejemplo, de solo unas 50.000 unidades multifamiliares, poco si lo comparamos con los cientos de miles de Blackstone. La cartera residencial de Brookfield también está mucho más restringida a América del Norte. Solo en contadas ocasiones ha comprado viviendas más lejos, entrando en el mercado de viviendas para estudiantes del Reino Unido en 2016, por ejemplo, a través de la adquisición a Avenue Capital de una cartera de trece propiedades con alrededor de 5.700 camas; y no ha entrado en el mercado de viviendas para la tercera edad hasta 2020 con la compra de Aveo Group y sus aproximadamente noventa «aldeas de jubilación», que albergan alrededor de 12.000 residentes.

Sin embargo, en infraestructuras, Brookfield es mucho más grande y más internacional. Aunque no tiene inversiones significativas de las que hablar ya sea en el sector del agua o de las infraestructuras sociales, es sustancialmente activo en todos los demás sectores perfilados anteriormente en este capítulo. En el sector del transporte posee, entre otros, unos 32.000 kilómetros de red ferroviaria en Australia, Brasil y América del Norte y alrededor de 4.000 kilómetros de carreteras de peaje en países como Brasil, Chile e India. En telecomunicaciones, sus activos reportados incluyen cincuenta y dos centros de datos, alrededor de 20.000 kilómetros de red de fibra —que incluye redes en Francia y el Reino Unido— y más de 180.000 emplazamientos de torres de telefonía celular repartidos en seis países.⁶⁴ Además, como vimos en el capítulo 2, Brookfield posee cientos

⁶⁴ Brookfield Asset Management, «Letter to Shareholders», *Q2 2020*, en brookfield.com.

de miles de hectáreas de tierras de cultivo, incluidas unas 270.000 hectáreas solo en Brasil.

Por último, pero no menos importante, Brookfield controla vastos activos energéticos. Parte de estos son representadas instalaciones para combustibles fósiles (principalmente, 16.500 kilómetros de gasoductos y 600.000 millones de pies cúbicos de espacio de almacenamiento de gas natural) y algunas son fuentes de energía neutra (por ejemplo, 2.000 kilómetros de líneas de transmisión de electricidad en Texas). Pero la mayor parte, y ciertamente en una proporción cada vez mayor, es en energías renovables. Con 58.000 millones de dólares de activos reportados bajo gestión en energía renovable, Brookfield ocupa hoy un lugar destacado como uno de los mayores propietarios de activos de energías renovables de cualquier tipo en el mundo, con cerca de 6.000 instalaciones generadoras y unos 21 GW de capacidad de generación acumulados. La mayor parte de esta capacidad es hidroeléctrica, con instalaciones tanto en el norte como en el sur de América, incluida una gran planta en Colombia adquirida en 2016. Le sigue la eólica, donde cuenta con el control de instalaciones en cuatro continentes: tanto América, Europa como Asia-Pacífico. Más pequeña aún, pero nuevamente distribuida entre los mismos cuatro continentes, está la cartera de parques solares de Brookfield.

Macquarie

El último gestor de activos reales que perfilaremos es, de nuevo, un tipo de entidad distinta. Aunque tanto Blackstone como Brookfield son, más o menos, gestores de activos *a secas*, Macquarie no. Macquarie Group es una empresa de servicios financieros altamente diversificada con sede en Australia, que ofrece un conjunto completo de productos de banca minorista, comercial y de inversión. Pero nuestro interés se centra solo en una de sus divisiones: Macquarie Asset Management. De hecho, en realidad solo estamos interesados en una de las tres subdivisiones de esta división: a saber, Macquarie Infrastructure and Real Assets (MIRA), cuyo nombre habla más o menos por sí solo.

Si bien MIRA invierte en bienes raíces, históricamente esto solo ha sido una parte marginal de su negocio. En 2018, los bienes inmobiliarios representaban solo el 3 por ciento del valor de sus activos.⁶⁵ La vivienda, a su vez, representaba solo una pequeña fracción de ese 3 por ciento. El foco temático favorito de Macquarie, dentro de los bienes inmobiliarios, ha sido la logística. En definitiva, MIRA invierte en infraestructuras, los tendones

⁶⁵ «Macquarie Infrastructure and Real Assets, Credentials», 31 de marzo de 2018, p. 17, en macquarie.com.

del tejido físico de la sociedad. Es clasificado repetidamente como el mayor propietario de infraestructuras a nivel mundial en inversión financiera institucional, su AUM de infraestructuras supera ahora los 200.000 millones de dólares.⁶⁶ Cada día, en cálculos de la empresa, más de 100 millones de personas en todo el mundo dependen para continuar con su vida cotidiana de las infraestructuras que posee. Gran parte de la sociedad de gestión de activos, en otras palabras, es la sociedad de Macquarie.

Al igual que otros gestores de activos de infraestructuras, MIRA invierte principalmente a través de fondos no cotizados. Durante la última década, por lo general ha gestionado activamente una treintena de fondos activos de este tipo a la vez. Por lo general, los fondos tienen un enfoque geográfico (por ejemplo, el Macquarie Mexican Infrastructure Fund), un enfoque estratégico-temático (el Macquarie Supercore Infrastructure Fund, de tipo abierto, invierte únicamente en activos regulados, y los objetivos producen rendimientos diferentes al capital), o ambos (Korea Private Concession Fund).

Sin embargo, mucho más que la mayoría de sus pares, Macquarie también tiene una larga y amplia experiencia en operar fondos en bolsa, incluso pese a que estos se han vuelto minoritarios entre sus fondos de infraestructuras. De hecho, su fondo de infraestructuras inaugural, el Infrastructure Trust of Australia de 1996, cotizaba en bolsa. Una de las cuestiones importantes de esto es que, a diferencia de otros como Blackstone, Macquarie tiene un gran número de inversores de fondos minoristas; y aunque estos últimos no tienen por lo general los medios financieros para invertir en fondos no cotizados, los vehículos que cotizan son un tema diferente. En el momento de escribir este capítulo, hay tres fondos de gestión de MIRA en activo que cotizan en bolsa, Macquarie Infrastructure Corporation, que cotiza en Estados Unidos e invierte en infraestructuras estadounidenses; el Korea Infrastructure Fund, que es de Corea del Sur, cotiza en bolsa y posee infraestructuras en ese país, incluida una gran cartera de autopistas de peaje; y FIBRA Macquarie México, que es un fideicomiso de inversiones inmobiliarias que cotiza en México y que invierte en propiedad comercial mexicana.

Siguiendo la tendencia de la mayoría de los gestores de activos reales, MIRA-Macquarie generalmente invierte parte de su propio capital en sus fondos gestores —listados y no listados— junto con el capital de sus socios comanditarios. Pero, no obstante, el dinero de los socios limitados representa sistemáticamente la mayor parte del capital comprometido, como hace la mayoría de los demás gestores de activos. A partir de 2018, en el caso de MIRA, esta proporción alcanzó el 98 por ciento. De un total de

⁶⁶ «Macquarie Group, Management Discussion and Analysis, Year Ended 31 March 2022», p. 80, en macquarie.com.

86.200 millones de dólares australianos de capital social combinado en fondos MIRA, en ese momento, unos 84.300 millones lo representaban el capital de inversores externos. Grupo Macquarie (1.600 millones de dólares australianos) y sus empleados (300 millones) proporcionaron el otro 2 por ciento de capital.⁶⁷

Mientras tanto, otro aspecto en el que Macquarie se muestra bastante diferente de Blackstone y Brookfield está en su huella geográfica, aunque tal vez no sea sorprendente, dados sus orígenes en las antípodas. Ciertamente, tiene activos sustanciales en las Américas, que representan un 22 por ciento del valor de su cartera en el momento de escribir este artículo.⁶⁸ Es cierto que gran parte de este valor se encuentra en activos latinoamericanos, como las tierras de cultivo brasileñas, bienes raíces comerciales peruanos y torres de telefonía móvil y otras infraestructuras en México. Pero los activos norteamericanos de MIRA, que se encuentran predominantemente en Estados Unidos, no pueden compararse con los de sus dos rivales norteamericanos antes descritos.

Sin embargo, donde Macquarie es relativamente más fuerte es en Europa y la región de Asia y el Pacífico. Las inversiones en la primera, con Reino Unido a la cabeza (Macquarie ha comprado más de 50.000 millones de libras de los activos de infraestructuras de ese país desde 2005), representan alrededor de la mitad de la cartera de valores de MIRA.⁶⁹ De hecho, hay muy pocos países en Europa occidental y central donde MIRA no tenga actualmente inversiones sustanciales en infraestructuras, aparentemente solo escapan Noruega, Portugal y Suiza. Además, desde su histórica y contemporánea base en Australia, Macquarie ha disfrutado durante mucho tiempo de considerables ventajas competitivas sobre sus rivales norteamericanos cuando se trata de explotar las oportunidades de inversión de Asia y el Pacífico. Los activos de infraestructuras de MIRA en esa región actualmente valen más que sus activos en las Américas, e incluyen inversiones en Australia, China, India, Japón, Filipinas, Singapur y Corea del Sur. A nivel mundial, MIRA controla actualmente infraestructuras en aproximadamente treinta países.

Además de estar muy dispersas geográficamente, las infraestructuras están tan diversificadas sectorialmente como el resto de las principales carteras de activos reales del gestor de activos. Para empezar, MIRA tiene importantes inversiones en todos los sectores de infraestructuras cubiertos por Brookfield, desde ferrocarriles y carreteras de peaje hasta redes de fibra

⁶⁷ «Macquarie Infrastructure and Real Assets, Credentials», p. 11

⁶⁸ «Putting the World's Long Term Savings to Work», en mirafunds.com.

⁶⁹ La cifra de RU se extrae de G. Plimmer, «Southern Water Sewage Dumps Show Scale of Clean-Up Job for Australian Owner», *Financial Times*, 19 de septiembre de 2022.

y centros de datos; y aunque es más pequeño en algunas de estas áreas (es propietario de «solo» 13 GW de capacidad de generación de energía verde, en comparación con los 21 GW de Brookfield), en otros es mucho más grande (sus extensas propiedades agrícolas, en Brasil y —principalmente— Australia, alcanzan los 4,7 millones de hectáreas, que producen carnes rojas, cereales y semillas oleaginosas). De hecho, las dos empresas son rivales directas desde hace mucho tiempo, y con frecuencia se enfrentan como postores competidores cuando salen al mercado grandes oportunidades de inversión en infraestructuras.

Sin embargo, además de los sectores en los que está también Brookfield, también participa activamente en otros. Macquarie es, por ejemplo, un inversor histórico en el sector del agua; actualmente posee infraestructuras hidráulicas (y en algunos casos de aguas residuales) en Australia, China, Reino Unido y Estados Unidos. Otra zona donde Brookfield no está activo, pero Macquarie sí lo ha estado, son los aeropuertos. Hoy en día tiene participaciones sustanciales y, en algunos casos intereses mayoritarios, en aeropuertos regionales pequeños de Australia, India y Reino Unido. Pero las mayores apuestas aeroportuarias de la empresa, al menos por ahora, han quedado atrás: en 2013 vendió su participación restante en el aeropuerto de Sydney, tras haber controlado esta concesión de noventa y nueve años durante gran parte del tiempo del periodo transcurrido desde que el gobierno la publicitara en 2002; también en 2019, abandonó una importante inversión a quince años en el aeropuerto de Bruselas.

Por último, aunque de forma más periférica, Macquarie también se ha hecho un hueco en la propiedad de infraestructuras sociales. En 2020, por ejemplo, el Macquarie European Infrastructure Fund 6 tomó el control de la gran red de establecimientos sanitarios de Viamed Salud en España, repartidos por nueve ciudades y que comprenden nueve hospitales de cuidados agudos, tres centros de rehabilitación, quince ambulatorios y un centro especializado en atención a personas mayores. Por estas razones, ningún mapeo de la sociedad de gestión de activos, históricamente o en el presente estaría completo sin señalar el lugar destacado que ocupa Macquarie Group y MIRA.

Nuestra cartografía a vuela pluma ha mostrado, que junto con Blackstone, Brookfield y una serie de otros gestores de activos occidentales importantes, que emplean capital aportado por inversores institucionales ubicados principalmente en América del Norte y Europa, Macquarie ha ido convirtiéndose en el propietario de cada vez más elementos físicos básicos esenciales para la vida social contemporánea —especialmente, pero no exclusivamente— en el propio Occidente. Viviendas, energía y los sistemas de transporte, en particular, han pasado a estar bajo el control de estos gestores de activos. Hemos visto indicios de lo que esto significa tanto para

los propios gestores de activos como para aquellos que dependen del acceso a los activos propiedad de los gestores. Un análisis más completo de esa cuestión es el tema de los capítulos restantes.

IV LOS COSTES

Aguas turbulentas

En diciembre de 2012, una iniciativa conjunta entre el gestor de activos estadounidense KKR (con una participación del 90 por ciento) y la empresa privada de tratamiento de aguas Suez (con un 10 por ciento) pagó 150 millones de dólares por una concesión a cuarenta años para gestionar las obras hidráulicas de la ciudad portuaria de Bayonne en Nueva Jersey. Además de hacer este pago por adelantado, la asociación estratégica se comprometió a invertir 157 millones de dólares en la envejecida infraestructura hidráulica municipal durante la vida del contrato. Tras ello, durante los siguientes 40 años, los pagos que realicen los hogares y las empresas de Bayonne por el suministro de agua no se remunerarán a la autoridad pública local, sino que revertirán principalmente en la sede del gestor de activos acuartelado al otro lado del río Hudson, en la ciudad de Nueva York.

El acuerdo de 2012 fue recibido con considerable fanfarria. Los contribuyentes verían un aumento inicial del 8,5 por ciento en el coste de los servicios de tratamiento de aguas y alcantarillado, pero se suponía que tras ello el panorama mejoraría y sería más benigno: los funcionarios de la ciudad que firmaron el acuerdo prometieron que posteriormente se congelarían durante cuatro años.¹ El KKR recibió loas y reconocimientos por su «visión a largo plazo» y su «compromiso de mantener una inversión sostenida en el sistema».² Y la expectativa era que, aunque no había duda alguna de que el acuerdo generaría beneficios para KKR, la escala de los mismos sería relativamente modesta. «Estos tipos de inversión en infraestructuras suelen ofrecer tasas de rendimiento internas de poco más de 10 por ciento», observó Greg Roumeliotis al informar a Reuters acerca del

¹ D. Ivory, B. Protes y G. Palmer, «In American Towns, Private Profits from Public Works», *New York Times*, 24 de diciembre de 2016.

² «United Water and KKR Sign Unique Utility Partnership with City of Bayonne, NJ», 20 de diciembre de 2012, en businesswire.com.

acuerdo, «es decir, que son inferiores a los que normalmente se ven en las adquisiciones de empresas».³

Pero la realidad resulta muy diferente. Los contribuyentes se vieron perjudicados. Resultó que el acuerdo había garantizado a KKR y Suez una cantidad mínima de ingresos anuales y, por tanto, paradójicamente, cuanto menos agua usaran los residentes, más pagarían por litro consumido. La ciudad también había endulzado el trato a los inversores al absorber el riesgo de inversiones de capital imprevistas. En 2016, la combinación de bajo consumo de agua y «reparaciones inesperadas» (pagadas por la ciudad) provocó que las tasas aumentaran un 13,25 por ciento.⁴ A la par de dicho aumento, KKR —cuya supuesta visión «a largo plazo» se muestra claramente ausente— comenzó a adquirir participaciones comprando su posición mayoritaria a finales del mismo año. En enero de 2018 logró la salida que buscaba, vendiendo su puesto a otro gestor de activos, Argo Infrastructure Partners. Su inversión de cinco años en la concesión de abastecimiento de aguas de Bayonne le valió a KKR una tasa interna de rendimiento (YIR) de un 36 por ciento.⁵

KKR no fue el único gestor de activos importante que invirtió en activos municipales de tratamiento de aguas en EEUU durante esos años. En 2011, por ejemplo, utilizando su fondo Carlyle Infrastructure Partners, el Carlyle Group pagó aproximadamente 100 millones de dólares por un paquete que comprendía tres de los sistemas de tratamiento de aguas en territorio occidental, dos en California y uno en Montana. Esta operación también les resultó muy rentable al abandonarla a los cinco años y vender los tres sistemas a la canadiense Algonquin Power and Utilities por 250 millones de dólares en enero de 2016. Y también atrajo importantes críticas, para empezar en la propia Montana, donde en 2014 la ciudad de Missoula presentó una demanda sustentada en los derechos y leyes de expropiación con el fin de recuperar el control público de su sistema de abastecimiento de aguas, denunciando «que Carlyle escatimó en mantenimiento y reparaciones mientras seguía enriqueciéndose».⁶ En agosto de 2016, momento en el que los servicios y trabajos de mantenimiento de las obras pertenecían a Algonquin, la Corte Suprema de Montana dictaminó a favor de Missoula, y en junio siguiente, con un coste de 84 millones de dólares en compensaciones, la ciudad retomó la propiedad.

³ G. Roumeliotis, «KKR Joins Private Equity Charge in US Water», 20 de diciembre de 2012, en reuters.com.

⁴ R. Dezember y H. Gillers, «KKR Seeks Buyer for Water Ventures», *Wall Street Journal*, 22 de diciembre de 2016.

⁵ A. Vitelli, «KKR Makes Splash with US Water PPP Exits», 26 de enero de 2018, en infrastructureinvestor.com.

⁶ Dezember y Gillers, «KKR Seeks Buyer for Water Ventures...».

Bajo una nueva dirección municipal local, Bayonne también ha explorado recientemente la posibilidad de retomar el control de su infraestructura hidráulica en manos de gestores de activos. Pero con el coste de comprarse a sí misma las tres décadas restantes del contrato de concesión a cuarenta años de obras y mantenimiento estimado en más de 300 millones de dólares, simplemente no puede permitírselo. A mediados de 2021, la frustración entre los contribuyentes y los líderes municipales en Bayonne, con el hito que supuso el contrato de aguas firmado en 2012, había alcanzado «el punto de ebullición».⁷

¿Utopía o distopía?

Los defensores de la sociedad de gestión de activos son unos vendedores fantásticos y tenaces. Siempre que se logra un trato para tomar el control de una pieza clave de infraestructuras o un activo inmobiliario residencial, se repiten invariablemente las mismas afirmaciones sobre por qué esto es algo bueno, y de que se trata nada más y nada menos que de una utopía social y económica. Estos supuestos beneficios tan loados se dividen en dos categorías principales.

En primer lugar, ciertas afirmaciones resaltan por qué la sociedad de gestión de activos es buena para la gente corriente en su calidad de inversores individuales. La idea central de este discurso es que el dinero que los gestores de activos invierten en viviendas e infraestructuras es predominantemente el dinero de ciudadanos comunes, los ahorros individuales para la jubilación en los planes de pensiones. Los gestores de activos «son beneficiosos» porque realizan un valioso servicio en nombre de los ahorradores comunes, tomando su capital y ayudándolo a crecer a través de dedicadas, disciplinadas y expertas prácticas de inversión. Por ahora vamos a dejar a un lado estas afirmaciones: el capítulo 5 representa un cuestionamiento crítico de las mismas.

El segundo tipo de afirmación explica y pone de relieve por qué la sociedad de gestión de activos es buena tanto para la gente corriente, en su calidad de usuarios de infraestructuras y viviendas como para los gobiernos elegidos democráticamente por dichos usuarios, que a su vez han desempeñado papeles históricamente importantes en la provisión de viviendas e infraestructuras. Estas afirmaciones son más variadas y elaboradas, pero esencialmente se reducen al postulado de que en general los actores del sector privado, y los gestores de activos en particular, son sencillamente mejores propietarios y custodios de viviendas e infraestructuras que lo que

⁷P. D'Auria, «Frustration over Bayonne's Water Contract Has Reached a Boiling Point», 18 de junio de 2021, en nj.com.

pueda llegar a ser nunca el sector público, lo que significa que la propiedad por parte de los gestores de activos es buena tanto para los usuarios como para —en la medida en que los exime de responsabilidades para las que están inherentemente mal preparadas— las autoridades públicas. En este capítulo daremos explícitamente respuestas a las afirmaciones de este segundo tipo.

Un variado abanico de ejemplos de discurso de este calibre pueden verse ya en los florecientes anales de la sociedad de gestores de activos. Tomemos, con fines ilustrativos, las afirmaciones de Global Infrastructure Investor Association (GIIA), una asociación comercial líder en inversores institucionales en infraestructuras y sus gestores de activos. En su informe de 2019, que versaba sobre el papel del capital privado a la hora de satisfacer las necesidades de infraestructuras del mundo, el GIIA ofreció una enumeración prototípica de los supuestos beneficios que reciben los usuarios y gobiernos debido a que la financiación y la propiedad privada de los sistemas físicos esenciales de la sociedad sean de propiedad privada en vez de ser de propiedad pública. Según dicha asociación los beneficios son principalmente cuatro.

En primer lugar, decía, la propiedad privada maximiza la inversión en infraestructuras y calidad del servicio porque los operadores del sector público «son propensos a invertir de forma insuficiente y, por lo tanto, a crear una experiencia deficiente para consumidores». En segundo lugar, la propiedad privada es más fiable, porque supuestamente finaliza las nuevas infraestructuras de forma «más acorde a los tiempos establecidos y al presupuesto» que la propiedad pública, y con menor riesgo de cancelación del proyecto. En tercer lugar, la propiedad privada es más barata, tanto para los usuarios de las infraestructuras (porque implica «mayor eficiencia» de funcionamiento) como para los gobiernos porque pueden elegir entre hacer contratos internos o subcontratar externamente la construcción y la operación de activos (ya que afirman que la subcontratación «da como resultado ciclos de vida útil cuyos costes generales son más bajos, reduciendo así el coste de la contratación pública). Por último, pero no menos importante, la propiedad privada, según la GIIA, reduce el riesgo para el Estado y, protegidos por este, los contribuyentes, en la medida en que los riesgos clave, «los costes de diseño y construcción, retrasos, demanda volátil del mercado y operación además de los costes de mantenimiento», son «transferidos al sector privado».⁸

En este caso estas palabras específicas fueron obra de GIIA, pero más o menos se ha invocado repetidamente la misma combinación de factores

⁸ Global Infrastructure Investor Association, «Closing the Gap: How Private Capital Can Help Deliver Our Future Infrastructure Needs», marzo de 2019, pp. 12-13, en giia.net.

a la hora de legitimar el ascenso de la sociedad de gestión de activos —al postularla como algo inequívocamente bueno para los usuarios ciudadanos y sus gobiernos— desde hace tres décadas y en todo el mundo.

Sin embargo, está bastante claro que historias como la que se ha filtrado de Bayonne en Nueva Jersey, desde que KKR llegó a la ciudad hace una década, chocan de forma dramática con estas afirmaciones de éxito. Digamos que, como mínimo, la lista de beneficios que según GIIA tienen estas participaciones —aparente fiabilidad, la calidad, el bajo coste, etc.— provocarían miradas de incredulidad y cansancio entre los vecinos de Bayonne y sus representantes en el gobierno local.

Así, la cuestión vital, seguramente, es la siguiente: ¿es la historia de Bayonne (y de hecho la de Missoula, Montana) una excepción? ¿O no es más que una aberración local de una norma más positiva, una desviación inesperada de una norma que en realidad es mucho más cercana —si no coincide del todo— a la utópica visión articulada por el GIIA?

La respuesta, como demuestra este capítulo, es no. Bayonne, voy a argumentar, *es la norma*. Los costes incurridos por los residentes y por las autoridades en Bayonne y Missoula causados por el control de los gestores de activos de sus sistemas de abastecimiento de agua —costes que van desde la inversión «escatimada» al aumento de las tarifas de usuario y el aumento del riesgo— son los costes que en general van asociados a la sociedad de gestión de activos. Y, lo que es más importante, esos costes no son accidentales. Más bien, dichos costes son el resultado más o menos inevitable de las características centrales del modelo mediante el cual opera la sociedad de gestión de activos. Son, en resumen, una característica propia, no un error.

Por tanto, lejos de ser una especie de utopía, la sociedad de gestión de activos es para quienes viven en ella —para que no los olvidemos, como los inquilinos de Summer House en la isla de Alameda, a quienes conocimos brevemente en la Introducción— algo mucho más parecido a una distopía.

Este capítulo va a desarrollar este argumento por etapas, teniendo en cuenta cada vez los diferentes tipos de costes asociados a la sociedad de gestión de activos que resultan clave para la misma. En el camino, aprovecharé los conocimientos y los estudios ya existentes con el fin de ayudarnos a comprender estos costes; también tendré en cuenta lo que otros estudiosos han percibido como las principales desventajas de que los gestores de activos sean propietarios de viviendas e infraestructuras. Lo que sigue obviamente no es la primera crítica de este tipo; pero una parte central del argumento que se debe presentar es que el eje central de las críticas existentes —que suelen aparecer bajo el lema de la denominada «financiarización»— resulta

insuficiente y está en gran medida fuera de lugar. Se requiere una crítica más completa y matizada.

Como veremos, la propiedad del gestor de activos de infraestructuras y vivienda, no reduce, de hecho, los riesgos para los gobiernos y los contribuyentes; los exacerba. No alivia ni libera a los gobiernos, dándoles libertad de acción; tiende más bien a limitar tanto la acción de estos como la posibilidad de desarrollar los futuros que se esfuerzan por crear. Y la sociedad de gestión de activos definitivamente no maximiza la inversión y la calidad del servicio a largo plazo; el abanico de razones para ello es enorme, pero especialmente debido al ímpetu existente por lograr una rápida rotación de activos —con obras hidráulicas que pasan de KKR a Argo y viviendas que pasan de las manos del Fifteen Group a Kennedy Wilson y Blackstone— dicho *locus* es, de hecho, precisamente un espacio cortoplacista, con todas las implicaciones para la custodia de activos que tal *ethos* implica.

Pese a lo fantásticos y tenaces que puedan resultar los paladines de la sociedad de gestión de activos, la ecuación final muestra que no son más que vendehumos y cantamañanas, y que su utopía no es más que humo que se desvanece.

«Capital riesgo»

Fragmentación y minimización de riesgos de activos

Si queremos comprender por qué los costes de la sociedad de gestión de activos son onerosos y por qué acaban cargándose sobre los hombros de los ciudadanos y el Estado, para empezar debemos comenzar por la economía política de los mecanismos mediante los cuales «activos reales» como viviendas e infraestructuras de energía, agua, transporte, etc., pasan a ser propiedad de gestores de activos.

Aquí, un punto de referencia indispensable es el relato fundamental de Simon Marvin y Stephen Graham de 2001 sobre lo que llamaron «urbanismo desagregado».⁹ La última parte del siglo XX vio el comienzo de un proceso generalizado —en curso todavía hoy— de «fragmentación» de redes de infraestructuras previamente integradas; Graham y Marvin estaban especialmente interesados en las redes de infraestructuras urbanas (de ahí el término urbanismo desagregado); pero el proceso descrito tiene una aplicación más general. Los sistemas integrados de infraestructuras, tal y como demostraron Graham y Marvin, comenzaron a desagregarse

⁹ S. Graham y S. Marvin, *Splintering Urbanism: Networked Infrastructures, Technological Mobilities and the Urban Condition*, Londres, Routledge, 2001.

«verticalmente». Un buen ejemplo serían las redes eléctricas, que estaban cada vez más desagregadas en «activos» de generación, de transmisión y distribución fragmentados entre sí. Estos sistemas también estaban desglosados sectorialmente (por ejemplo, en móvil *versus* activos de telecomunicaciones fijas) y geográficamente. El resultado general fue, y sigue siendo, un dispar mosaico de infraestructuras discretas de reproducción social, si bien en términos económicos más que físicos.

Diversos factores subyacentes impulsaron esta tendencia. Los ideales de planificación urbana integral y «racional» acabaron erosionados. Al mismo tiempo, hubo un aumento de fuerzas a favor de la privatización, a veces domésticas promovidas por las instituciones de élite del país, como en Reino Unido, pero en otras ocasiones obligadas por instituciones externas como el Fondo Monetario Internacional y su régimen favorito, el «ajuste estructural».

Si los cambios en la ortodoxia de la planificación permitieron la división de activos, la privatización lo exigía *de facto*. Y fue así, como observaron Graham y Marvin, porque los gobiernos constataron que el sector privado era reacio a invertir en «redes a gran escala, integrales y “compactas”», sin embargo estaba mucho más dispuesto a poner capital en los componentes desagregados de estas mismas redes. Preocupados por aislar los respectivos perfiles de riesgo y de retorno de diferentes elementos de la red, los inversores buscaron fuera los «flujos de ingresos y rentabilidad individuales para desarrollos de infraestructura específicos, dentro de definiciones estrictas de contabilización y responsabilidad que minimice[n] las subvenciones sociales o geográficas cruzadas». ¹⁰ Cada elemento desagregado del sistema local —es decir, una red de distribución de electricidad aquí, una carretera de peaje allá o un complejo de viviendas allí— era postulado efectivamente como un conjunto único de «cualidades de inversión». ¹¹

Pero, por supuesto, no todas esas propuestas de inversión local y discreta, resultarían atractivas para el capital privado. Sin los «subsidiarios cruzados sociales o geográficos» mencionados anteriormente, los inversores no podrían haber descubierto de qué manera podría lograrse que se obligase a pagar por dichos activos. Más fundamental aún, la estabilidad espacial que es una característica de todos los sistemas físicos que nos ocupan en este libro —ya sean casas, tierras de cultivo o escuelas— es en sí misma, desde la perspectiva del inversor, un riesgo aun cuando en un momento dado un activo parezca susceptible de ser «objeto de inversión». Si hay algo cierto en el capitalismo es que es geográficamente inestable. Sin

¹⁰ *Ibidem*, p. 97.

¹¹ P. O'Brien, P. O'Neill y A. Pike, «Funding, Financing and Governing Urban Infrastructures», *Urban Studies*, núm. 56, 2019, p. 1299.

embargo, la inversión en infraestructuras es inamovible. Como observó David Harvey en *Los límites del capital*: «La producción, fuerza de trabajo y el comercio no siguen necesariamente el camino que les prepararon las inversiones en infraestructuras...». Al estar incrustados sobre el terreno, los activos reales de este tipo son «particularmente vulnerables a los helados vientos de la devaluación». En igualdad de condiciones, por lo tanto, los capitalistas no suelen mostrarse dispuestos a invertir en dichos activos «sin que se les asegure protección contra el riesgo de devaluación específica de la ubicación». ¹² Manifestándose como «fallos del mercado», esta falta de voluntad intrínseca explica sustancialmente por qué históricamente, normalmente correspondía al Estado financiar y producir los activos en cuestión, tal y como Adam Smith argumentó en profundidad en *La riqueza de las naciones*.

Por lo tanto, desde hace tiempo existe una clara tendencia subyacente en la sociedad de gestión de activos a desarrollarse de maneras geográficamente desiguales. Por todas las razones anteriores, los gestores de activos —y de hecho también otros inversores del sector privado en activos reales— son inevitablemente selectivos geográficamente, buscando seleccionar los «mejores» activos en las «mejores» ubicaciones mientras que no invierten lo suficiente en aquellas ubicaciones en las que el retorno financiero parece ser menos fiable y predecible. De hecho, Graham y Marvin vieron esto como una de las consecuencias más importantes de dividir el urbanismo, conduciendo a una inexorable erosión de la calidad de las infraestructuras y de los servicios asociados a las mismas como «bienes cuasi públicos para ser consumidos por todos». ¹³

Matti Siemiatcki ha realizado un análisis revelador de dicha selectividad en acción, en un estudio de alrededor de 1.000 asociaciones público privadas (APP) en transporte urbano en unos setenta países. Promovidas con el fin de ampliar las geografías de provisión de infraestructuras a ubicaciones con servicios insuficientes, haciendo frente así a los antecedentes de patrones históricamente desiguales de inversión en infraestructuras con financiación estatal, las APP, al menos en el sector del transporte, no han hecho nada por el estilo, sino que han tendido a reforzar o incluso exacerbar las desigualdades espaciales previamente existentes. Las APP de transporte urbano han acabado concentrándose en «las ciudades más grandes y ricas de un pequeño número de países». Siemiatcki encontró este resultado fácil de explicar: los distintos proyectos propuestos por los gobiernos tenían niveles muy variables de atractivo para los inversores

¹² D. Harvey, *The Limits to Capital*, Blackwell, Oxford, 1982, pp. 409 y 378 [ed. cast.: *Los límites del capital*, Madrid, Traficantes de Sueños, 2023].

¹³ Graham y Marvin, *Splintering Urbanism*, *op cit.*, p. 102.

privados, y los inversores habían «seleccionado, predeciblemente, los proyectos más rentables y con menor riesgo».¹⁴

Esta economía política geográfica ayuda a juzgar de una manera más sustantiva y analítica las prácticas estatales de «minimización de riesgo» de los activos que apareció por primera vez en el capítulo 2. Todos los activos reales son vulnerables a «la devaluación específica de la ubicación» descrita por Harvey, pero algunos son mucho más vulnerables que otros, y por eso los gobiernos en muchos casos han dado un paso al frente para aliviar los riesgos que los inversores privados —entre los cuales destacan cada vez más los gestores de activos— se niegan a asumir.

Basándose en el trabajo de Graham y Marvin, otros académicos han explicado cuán profunda es la transformación que implica esta eliminación de riesgos de los entornos construidos. En esencia, los marcos de trabajo físicos básicos y centrales de la vida social siguen siendo reconfigurados *específicamente para generar retornos financieros fiables para los inversores*. Phillip O'Neill, por ejemplo, ha resaltado la «verdad fundamental» de que «el inversor privado en infraestructuras busca una configuración urbana a través de la cual la inversión en infraestructuras pueda convertirse en rentable»; por lo tanto, la política del gobierno local se convierte, en las palabras de Peter O'Brien y sus colegas, en una cuestión de «transformar la infraestructura en activos que se ajusten globalmente a las necesidades de los inversores institucionales».¹⁵ La única certeza en todo esto es que da igual hasta dónde lleguen los gobiernos para reducir el riesgo en las oportunidades para la inversión en activos reales, que la respuesta por parte del sector privado siempre será que es necesario que vayan aún más allá. «El factor de restricción en torno a la inversión en infraestructuras», aseguraba un asesor con sede en el Reino Unido a la comunidad de inversores institucional en 2016, después de años de agresiva reducción de riesgos por parte del gobierno del Reino Unido, «no tiene que ver con el deseo de invertir de los inversores institucionales, sino que más bien es debido a la falta de proyectos apropiados y bien estructurados».¹⁶

Michael Pryke y John Allen han examinado un notable e instructivo ejemplo de activos reales que de otro modo podría haber sido considerado demasiado arriesgado, estructurado específicamente con vistas a hacerlo atractivo para la inversión financiera. Es un ejemplo que ya hemos visto:

¹⁴ M. Siemiatycki, «Urban Transportation Public-Private Partnerships: Drivers of Uneven Development?», *Environment and Planning A*, núm. 43, 2011, pp. 1707, 1720.

¹⁵ Respectivamente P. O'Neill, «The Financialisation of Urban Infrastructure: A Framework of Analysis», *Urban Studies*, núm. 56, 2019, p. 1321; y O'Brien, O'Neill y Pike, «Funding, Financing and Governing...», p. 1293.

¹⁶ Citado en A. Mooney, «Pension Funds Looking for Infrastructure Investments», *Financial Times*, 9 de febrero de 2016.

la planta desaladora de Carlsbad en California del Sur (ver capítulo 1). El propietario original de la planta, antes de ser vendido a Aberdeen Standard Investments en 2019, era un vehículo creado por una iniciativa conjunta establecida por dos de los gestores líderes de activos de infraestructuras del planeta, Brookfield Asset Management y Stonepeak Infrastructure Partners, que financiaron la inversión con una combinación de capital recaudado principalmente de socios comanditarios y deuda titulizada. Se firmó un acuerdo de compra con la San Diego County Water Authority en 2012, en virtud del cual la autoridad acordó comprar un volumen de agua determinado a un precio unitario determinado durante un periodo de treinta años, «independientemente de si el agua [era] necesaria o no para los residentes de San Diego».¹⁷

Lo que intrigó particularmente a Pryke y Allen fue la manera en la que se fijó el precio unitario del agua. Resulta que no se basó tanto en el mercado del agua, sino que tomó como modelo el mercado del dinero, de hecho había sido «estructurado financieramente por Stonepeak para cumplir con el rendimiento proyectado de capital y las tasas de interés de las obligaciones durante la vida útil del proyecto». En otras palabras, Carlsbad «fue “ideado y diseñado” para cumplir con los rendimientos financieros futuros de los inversores en acciones y bonos de todo el mundo: más de la mitad del precio del agua doméstica contratada representaba los costes de capital de los inversores».¹⁸ En la sociedad de gestión de activos, en resumen, la «necesidad» percibida de proporcionar a los inversores ingresos predecibles y continuos va en aumento, y es en ocasiones claramente priorizada frente a la necesidad real de los usuarios de facilidad y asequibilidad de acceso y uso a dichos activos.

Como ya debería haber quedado bastante claro, la preocupación central que anima el impulso de eliminación de riesgos es el riesgo de demanda: es decir, el riesgo de que la demanda de los servicios asociados con un activo físico determinado no cumpla con las expectativas y, como resultado, que la propiedad de ese activo no genere el nivel esperado de ingresos. A su vez, el mecanismo central por el cual la reconfiguración de los activos reales para satisfacer las necesidades de los inversores abordan dicho riesgo de demanda es la incorporación de algún tipo de garantía de ingresos. Hasta ahora, nuestros principales ejemplos han estado el sector del agua de EEUU, a saber, en los ingresos mínimos anuales que prometió Bayonne a KKR y los volúmenes fijos y precios unitarios que San Diego comprometió a Stonepeak, Brookfield. Pero de hecho el fenómeno está generalizándose

¹⁷ M. Pryke y J. Allen, «Financialising Urban Water Infrastructure: Extracting Local Value, Distributing Value Globally», *Urban Studies*, núm. 56, 2019, p. 1340.

¹⁸ *Ibidem*.

cada vez más a lo largo y ancho de los distintos sectores y territorios en los que invierten los gestores de activos reales.

La Iniciativa de Financiación Privada (PFI) del Reino Unido, por ejemplo, se ha hecho famosa por las garantías de ingresos sólidos que ofrece a los gestores de activos, mitigando así todo riesgo de demanda. Como vimos en el capítulo 1, los proyectos PFI están estructurados de tal manera que provocan pagos anuales «unitarios garantizados» al propietario privado del contrato PFI durante el transcurso de la vida del mismo. Estos pagos se realizan independientemente del nivel y la naturaleza de uso real del activo físico que el gobierno haya adquirido a través del contrato, por ejemplo, una escuela, una carretera o un hospital.

Desde otra parte del mundo, veamos un ejemplo institucional particularmente sorprendente: el Macquarie Korea Infrastructure Fund, que el gestor de activos australiano Macquarie estableció en 2002 para invertir en activos de infraestructuras coreanos. En 2010, el fondo había realizado catorce inversiones basadas en concesiones, trece de las cuales (doce autopistas y una línea de metro en Seúl) estaban operativas, y una de ellas (las instalaciones portuarias de Busan) seguía en construcción. De estas catorce, todas menos una (el puerto) estaban respaldadas por una garantía de ingresos mínimos del Estado coreano, con un umbral, es decir, el porcentaje de ingresos anuales proyectados por concesión protegidos por la garantía, que normalmente oscila en un rango del 80-90 por ciento.¹⁹

Cabe señalar que tales protecciones de ingresos no solo están disponibles para inversiones en infraestructuras. Son cada vez más una característica de la inversión en vivienda del sector privado patrocinada por el Estado, sobre todo en el creciente mercado de construcción para el alquiler (BTR), sector en el que los gestores de activos han pululado recientemente como moscas alrededor del proverbial tarro de miel. En 2017, por ejemplo, el gobierno escocés lanzó un Rental Income Guarantee Scheme [Plan de Garantía de Ingresos de Alquiler] para impulsar nuevas construcciones de viviendas en alquiler, garantizando el 50 por ciento de cualquier brecha que se diese entre los ingresos por alquiler reales y los proyectados en orden a «proporcionar una mayor certeza de cara a los ingresos por alquiler a los inversores y a los propietarios».²⁰ Un gestor de activos que respondió la iniciativa del gobierno fue Edmond de Rothschild Real Estate Investment Management, que en 2021 utilizó su Residential Investment Fund UK para financiar el

¹⁹ Macquarie Group, «Macquarie Korea Infrastructure Fund: General Presentation», mayo de 2010, pp. 15-16, 28, copia obtenida por el autor.

²⁰ «New Scheme to Boost Investment in Housing», 12 de octubre de 2017, en gov.scot.

desarrollo de 114 apartamentos BTR en Glasgow.²¹ Mientras tanto, al sur de la frontera, el gobierno de Reino Unido ha puesto a disposición de los inversores de BTR (incluyendo a los gestores de activos) valiosas formas de garantía «inversa» de ingresos diluyendo cualquier requisito, como la obligación de proporcionar vivienda asequible, que pueda afectar la capacidad de un inversor para maximizar sus ingresos.²²

Los costes de reducir los riesgos

Hay dos grupos de implicaciones importantes en el fenómeno de minimización de riesgos, el primero de los cuales es relativamente obvio, el segundo bastante menos. En primer lugar, en lo que respecta al riesgo —y especialmente el riesgo de demanda— en cuanto se desvía el riesgo del inversor del sector privado, este riesgo se traslada a otro, es decir, alguien que no es ese inversor acaba pagando cuando las cosas no van como esperabas o deseabas, ya que, huelga decirlo, a menudo las cosas no salen como se espera. Normalmente es el Estado y, detrás del Estado, los contribuyentes, quienes absorben los costes reales de la eliminación de riesgos, es decir, el riesgo se *socializa*: cuando los «vientos helados de la devaluación» de Harvey atacan a los valores en activos reales, es el sector público el que termina resfriándose.

Esos costes no deben subestimarse. «Los costes fiscales de la demanda de reducción de riesgos pueden ser significativos», según ha observado Daniela Gabor; las privatizaciones de activos, como las APP, «pueden transformarse fácilmente en bombas de relojería presupuestarias».²³ La propia Gabor citó numerosos ejemplos de estas bombas. Uno se refería al proyecto de desarrollo gasístico en Sankofa frente a las costas de Ghana, una APP entre el gobierno de Ghana e inversores del sector privado. Bajo cláusulas «*take or pay*» [acuerdo que obliga al comprador a adquirir una cantidad mínima aunque la entrega no sea inmediata] en el contrato, el Ghana National Petroleum Corporation, de propiedad pública, debe comprar una cantidad predeterminada de gas independientemente de si es o no capaz de utilizarla. Solamente en 2019, la factura emitida al gobierno en concepto de gas «no utilizado» fue de 250 millones de dólares, el resultado

²¹ IPE Staff, «Edmond de Rothschild's UK Fund Buys Scottish BTR project», 8 de diciembre de 2021, en realassets.ipe.com.

²² R. Goulding, A. Leaver y J. Silver, «From Homes to Assets: Transcalar Territorial Networks and the Financialisation of Build to Rent in Greater Manchester», de próxima publicación en *Environment and Planning A: Economy and Space*.

²³ D. Gabor, «The Wall Street Consensus», *Development and Change*, núm. 52 (3), 2021, p. 442. Véase también N. Hildyard, *Licensed Larceny: Infrastructure, Financial Extraction and the Global South*, Manchester University Press, Manchester, 2016.

de una combinación de falta de demanda y retrasos en la construcción de la infraestructura necesaria para extraer el gas de Sankofa. El contrato se ha convertido en una «carga fiscal» considerable para el país.²⁴

El ejemplo de Ghana, para ser claros, no involucra en realidad a gestores de activos: los dos inversores privados en el contrato Sankofa son empresas energéticas, la italiana Eni y la holandesa Vitol. Sin embargo, existen innumerables ejemplos de Estados que eliminan riesgos a inversiones realizadas específicamente por gestores de activos, y de las que posteriormente a menudo se pueden citar consecuencias fiscales comparables.

Tomemos una entre las numerosas posibilidades del deprimente paisaje de los PFI. En 2019 salió a la luz que una de las tres salas de custodia construidas y operadas por la policía de Sussex, y sujetas a un contrato PFI a treinta años firmado en 2001, ya no se utilizaba.²⁵ Pero este hecho no tendría ningún impacto en los pagos (con un montante de más de 150 millones de libras) que el cuerpo policial estaría obligado a seguir haciendo durante los doce años restantes del contrato con Infrared Capital Partners. Este era el gestor de activos propietario tanto del organismo contratante —Sussex Custodial Services— como, gracias a la duración del contrato, de las propias instalaciones de custodia.

Entretanto, al menos una de las inversiones del Korea Infrastructure Fund de Macquarie (MKIF) mencionado anteriormente ha visto una activación sustantiva de las garantías de ingresos mínimos proporcionadas por el Estado coreano. Se trataba de la línea 9 del Metro, el primer proyecto privado de inversión metro-ferrocarril del país en el marco de una APP, para el cual en 2005 se creó un consorcio liderado por MKIF y Hyundai. Este obtuvo una concesión por treinta años, cuyos primeros quince estarían respaldados por una garantía de ingresos del Seoul Metropolitan Government (SMG). En dicho caso, la afluencia de pasajeros fue muy inferior a las proyecciones contenidas en el acuerdo, lo que obligó a que SMG pagase más de 150 millones de dólares al consorcio inversor entre 2009 (cuando se abrió la línea) y 2013, tensionando significativamente las finanzas del SMG.²⁶

El caso suscitó un acalorado debate local y finalmente llegó a un punto crítico cuando MKIF intentó impulsar un plan para aumentar las tarifas casi un 50 por ciento. SMG se resistió; MKIF presentó una demanda ante un tribunal local; y, en mayo de 2013, el tribunal falló a favor de SMG.

²⁴ «Ghana's Sankofa Gas Project — Backed by World Bank— Brings Fiscal Pain», 7 de abril de 2020, en brettonwoodsproject.org.

²⁵ I. Cipirska, «The Lost Billions PFI Scandal», 16 de octubre de 2019, en portsmouth.co.uk.

²⁶ J. Lu, J. Chao y J. Sheppard, «Government Guarantees for Mobilizing Private Investment in Infrastructure», 2019, p. 33, en ppp.worldbank.org.

Esto motivó que tanto MKIF como Hyundai vendieran sus participaciones, por un precio combinado de alrededor de 700 millones de dólares, en octubre de ese año, obteniendo así una considerable ganancia tras esta inversión de ocho años. Por su parte, SMG, furioso porque entidades como MKIF hubiesen estado (según las palabras de un reportero del *Korea Times*) «obteniendo ganancias excesivas sin ningún riesgo», recurrió la incorporación de garantías de ingresos de cara a cualquier concesión que pueda otorgar en el futuro.²⁷

Un ejemplo más conocido es el de las concesiones a largo plazo de infraestructuras de estacionamiento otorgadas por la ciudad de Chicago en la década de 2000. En 2006, el gestor de activos Morgan Stanley Infrastructure Partners (MSIP) pagó 563 millones de dólares por una concesión de noventa y nueve años para gestionar los aparcamientos subterráneos de la ciudad. Dos años después, la ciudad firmó una concesión por setenta y cinco años de su potente sistema de parquímetros de calle, unos 36.000, por el que un consorcio de inversores liderado por MSIP (con una participación del 50,01 por ciento) pagó 1.150 millones de dólares. Según ambos acuerdos, la mayor parte del riesgo fue absorbida por la ciudad, con todo tipo de cláusulas en los contratos de concesión dirigidas a proteger los «intereses» de los inversores. Entre las más significativas, sobresalían, por su importancia, las cláusulas respecto a la «acción adversa» y las de no competencia. Analizaré la primera en relación con la concesión de los parquímetros y la segunda en relación con la concesión de garajes, aunque en realidad ambos tipos de cláusulas estaban incluidas en los dos acuerdos.

Según el acuerdo de gestión de los parquímetros, la ciudad sería responsable de pagar las llamadas sanciones «de regularización» al MSIP y sus socios en caso de que se produjesen «acciones adversas», como la eliminación temporal de cualquier parquímetro y su suspensión del servicio, por ejemplo en caso de que obras en la calle obligasen a cerrarlo. Resultó que las acciones adversas —según lo define el contrato— eran algo bastante más habitual de lo que parece. Solo en 2012, según Stephanie Farmer, el consorcio de inversores cobró a la ciudad 61 millones de dólares en ingresos reales por el uso de plazas de aparcamiento por impago por parte de conductores (por ejemplo, discapacitados) y por cierres de calles debido a obras de construcción, festivales y otros eventos. El total de estas sanciones fue, sorprendentemente, casi tres veces la suma anual (22 millones de dólares) que la ciudad había ganado con el sistema de contadores apenas seis años antes, cuando todavía era de propiedad pública. Desde el punto de vista de la ciudad, el acuerdo de concesión había transformado de un

²⁷ N. Hyun-woo, «Macquarie Pulls Out of Subway Business», *Korea Times*, 24 de octubre de 2013.

plumazo el sistema de parquímetros «de una fuente de ingresos... a un gasto presupuestario anual».²⁸

Mientras tanto, según el acuerdo por los parquímetros, una cláusula de no competencia obligó a la ciudad a proteger los derechos de monopolio y la cuota de mercado del MSIP forzándole a no permitir la apertura de nuevos aparcamientos en amplias zonas alrededor de los garajes cubiertos por la concesión; la cláusula permitía al MSIP obtener una compensación de parte de la ciudad en caso de que esta concediera el permiso. Apenas tres años después de la adjudicación de la concesión, en 2009, el ayuntamiento aprobó un aparcamiento a solo una manzana de uno de los lotes incluidos en la concesión. Como era de esperar, MSIP presentó una demanda. El caso pasó a manos de un arbitraje independiente, quien en 2013 dictaminó que la ciudad había violado el contrato de concesión y tendría que pagar. Los abogados de la ciudad intentaron oponerse a la decisión —recurriendo primero a la corte del condado y posteriormente a la corte estatal— para intentar anular el fallo pero fracasaron. En 2015, cuando Morgan Stanley ya había vendido la concesión a un consorcio de nuevos inversores financieros, la ciudad aceptó el acuerdo, el fallo la condenaba a pagar más de 62 millones de dólares. Son dignas de repetir las palabras del juez James R. Epstein de la Corte de Apelaciones de Illinois. El tribunal dictaminó que no podía emitir una sentencia favorable para el gobierno de la ciudad, «independientemente del desafortunado impacto que este tendría sobre los contribuyentes».²⁹

Los casos de Sussex, Seúl y Chicago (sin mencionar Bayonne y Carlsbad) son importantes e instructivos por todo tipo de razones. Pero puede que, en lo tocante a nuestra comprensión de la economía política de la inversión en activos reales, el elemento más significativo de todo esto es que nos ayuda a enterrar uno de los mitos más generalizados y perniciosos sobre los gestores de activos, y también de hecho, sobre otros inversores importantes en activos «alternativos». Este mito es la creencia generalizada de que, colectivamente, dichos inversores representan una forma prototípica de «capital riesgo», que merece grandes recompensas, específicamente por asumir grandes riesgos que otros inversores no quieren soportar. Necesitamos abandonar este mito. La eliminación del riesgo ampliamente implementada por los gobiernos para convertir a los activos reales en objetos de inversión hace de esta idea misma una broma de mal gusto.

²⁸ S. Farmer, «Cities as Risk Managers: The Impact of Chicago's Parking Meter P3 on Municipal Governance and Transportation Planning», *Environment and Planning A*, núm. 46, 2014, p. 2168.

²⁹ D. Mihalopoulos, «City Hall's \$62 Million Blunder», *Chicago Sunday Times*, 22 de mayo de 2015.

Claramente, existe un riesgo cuando los gestores de activos invierten en activos reales, pero los Estados tienden sistemáticamente a arrogarse ese riesgo *a sí mismos* cuando configuran los activos al gusto de los inversores en cuestión. La realidad es que los gestores de activos se resisten activamente a asumir el riesgo. Curiosamente, no hay nadie que se oponga tan fuertemente a esto como Blackstone, que quizás sea el «capitalista de riesgo» con más fama y peso histórico. En sus memorias, el veterano director ejecutivo de la empresa, Stephen Schwarzman, escribe repetidamente sobre su aversión al riesgo, proporcionando numerosos ejemplos de cómo la empresa lo evita y, en el proceso, traspasa ese riesgo a los demás.³⁰

Terceras partes han corroborado tal aversión. Hablando del dicho de que «se debe arriesgar dinero para ganar dinero» como «regla básica de la inversión», David Carey y John Morris, en su libro sobre Blackstone citan a un exsocio de la firma que afirmaba que a Schwarzman «le costó mucho lidiar» con esta regla. Según la fuente citada, la aversión al riesgo de Schwarzman, un inversor tan exitoso, «era algo realmente extraordinario». ³¹ Pero por lo que hemos podido ver, en realidad este tipo de aversión no es, en absoluto, algo excepcional. La aversión al riesgo y el diseño de métodos que eviten hacerse cargo de dicho riesgo por parte de los gestores de activos, es un elemento totalmente integrado en el muy institucional panorama de la inversión en activos reales.³²

El segundo conjunto importante de implicaciones de la reducción del riesgo de los activos es menos directamente financiero y tiene más que ver con la libertad de movimiento de los gobiernos a la hora de planificar y dar forma al entorno construido de una manera ordenada, coherente y socialmente beneficiosa. La configuración de activos como son las redes de transporte o los sistemas energéticos, de tal manera que se garantice un flujo constante de ingresos para los inversores del sector privado, es siempre una cuestión de reordenación de los recursos físicos y financieros. Después de todo, estos son activos *reales* y su capacidad para generar efectivo puede someterse a todo tipo de especificaciones acerca del uso y la manipulación de sus elementos físicos, desde restringir los derechos de uso y/o paso sobre la tierra utilizada por parques solares o parques eólicos al control del acceso a los peajes, puentes o carreteras. Las manipulaciones físicas necesarias para hacer que un activo determinado, en una ubicación geográfica particular,

³⁰ S. Schwarzman, *What It Takes: Lessons in the Pursuit of Excellence*, Nueva York, Simon & Schuster, 2019.

³¹ D. Carey y J. E. Morris, *King of Capital: The Remarkable Rise, Fall, and Rise Again of Steve Schwarzman and Blackstone*, Nueva York, Crown Business, 2010, pp. 70-71.

³² Véase B. Christophers, «The Risk Myth: Blackstone, Housing, and Rentier Capitalism» en M. Hyötyläinen y R. Beauregard (eds.), *The Political Economy of Land: Rent, Financialization and Resistance*, Nueva York, Routledge, 2022.

sea «financiable», pueden tener potencialmente el mismo impacto en la planificación de infraestructuras por parte del Estado, que la que tienen las manipulaciones financieras discutidas anteriormente o el impacto de las mismas sobre las políticas fiscales en curso. Este es un tipo de «coste» distintivo pero tan significativo como los que ya hemos visto.

El geógrafo Phillip O'Neill ha observado que esto se cumple más a rajatabla en los densos paisajes urbanos, que es donde podría decirse que la planificación conjunta del entorno estructural es más importante, y ahí es sin duda donde tiende a concentrarse más cantidad de inversión en activos reales por parte de los gestores de activos. O'Neill cita la vívida conceptualización que hacen Allen Scott y Michael Storper de las ciudades como «complejos diversos de actividades humanas» y argumenta que aislar un elemento particular de infraestructura urbana como puede ser un aparcamiento, bloque de apartamentos o túnel como si fuese un activo de inversión económicamente sencillo —lo que Graham y Marvin, sin duda, considerarían por excelencia un acto de «fragmentación»— es siempre en sí mismo «un acto fundamental de la planificación urbana». ³³ Esto se debe a que son la vivienda y las diversas redes de infraestructuras las que enmarcan y posibilitan, de manera diferenciada, los innumerables «flujos y ritmos cotidianos» que constituyen la vida social urbana. Por eso se puede afirmar que manipular la primera de cualquier manera sustantiva transforma inevitablemente la segunda: es decir, modela y planifica esos flujos y ritmos.

O'Neill escribe: «Permitir que entren las finanzas privadas en infraestructuras urbana significa necesariamente una negociación acerca de cuáles serán los flujos en los que se invertirá y se verán reproducidos y qué flujos se van a minimizar o paralizar». Fundamentalmente, esta negociación tiene efectos duraderos, porque por supuesto tendrá un impacto en la organización espacial y en la gestión del mismo durante largos periodos de tiempo». ³⁴ Si, digamos, la privatización de un puente de una carretera representa un acto manifiesto de planificación en la actualidad, también da forma a lo que el Estado espera lograr en el futuro a través de dicha planificación. Abre algunas oportunidades al tiempo que restringe otras.

Con sus concesiones de infraestructuras, Chicago representa un ejemplo esclarecedor de esto. Farmer ha demostrado que la oferta de parquímetros, en particular, disminuyó sustancialmente el nivel de capacidad estatal local para poder planificar de manera eficaz. Como ella misma dice, los parquímetros son «nada más y nada menos que uno de los elementos básicos a pie de calle de la interconectada red de transportes de Chicago». ³⁵ Dicha

³³ O'Neill, «Financialisation of Urban Infrastructure...», p. 1321.

³⁴ *Ibidem*.

³⁵ Farmer, «Cities as Risk Managers»..., p. 2168.

interconectividad significa que estos acuerdos contractuales vinculantes y obligaciones relativas a ciertos componentes de la red (como el sistema de parquímetros) necesariamente tendrán implicaciones sobre lo que se puede y no se puede planificar, y lo que se puede lograr en el resto de componentes. El factor limitante clave en el caso del sistema de parquímetros de Chicago, sugiere Farmer, han sido las sanciones por regularización mencionadas anteriormente, que deben pagarse al MSIP y a sus socios inversores en caso de que los contadores existentes se eliminen del sistema y no se proporcionen reemplazos de igual valor en otro lugar.

Considérese el impacto en el tránsito rápido de autobuses (BRT), introducido en 2012 por la Chicago Transit Authority, con el eventual objetivo de gestionar veinte rutas. Los sistemas BRT de la ciudad utilizan carriles de circulación diseñados específicamente para que se embarque en los vehículos desde la acera. Sin embargo, Farmer descubrió que los planificadores de BRT debían esforzarse mucho, «y romperse la cabeza» para evitar las sanciones sobrevenidas. Por ejemplo, planificar las dos primeras rutas requería encontrar plazas de aparcamiento similares para las 116 plazas existentes que había que eliminar. Mientras tanto, otra forma en la que el contrato de concesión generó dolores de cabeza a los planificadores de BRT fue que se limitó la flexibilidad que esta entidad tenía «para realinear rutas incluso temporalmente, durante las horas de más tráfico, como por ejemplo, eliminar temporalmente un carril de estacionamiento con el fin de crear un carril exclusivo para autobuses durante las horas de mayor congestión para acelerar el flujo de tráfico». En resumen, «las preocupaciones por una gestión eficiente del tráfico viario» con respecto al tránsito de autobuses tuvieron que ser repetidamente sacrificadas de cara a la «protección de MSIP frente al riesgo de demanda e ingresos».³⁶

La concesión de los parquímetros también obstaculizó la planificación de la creciente red de carriles bici de la ciudad. Los planificadores necesitaban encontrar plazas de aparcamiento de sustitución comparables para aquellas que debían ser retiradas del sistema para evitar puntos ciegos donde los conductores de automóviles no podían ver a los ciclistas que se acercaban. La eliminación de parquímetros y la identificación de los espacios que reemplazaban a los mismos fue también necesaria por la determinación de la ciudad de proporcionar «corrales» para que los ciclistas pudieran estacionar sus bicicletas (no solo para hacer que sea más fácil el uso de la bicicleta, sino también para proteger el espacio de las aceras para los peatones). «Si no existiese este acuerdo [parquímetros], podrían eliminar las plazas de aparcamiento hoy mismo», le dijo a Farmer uno de los planificadores del sistema de carriles de bicicletas. «Esto es muy fácil de hacer pero tenemos

³⁶ *Ibidem*, p. 2169.

las manos atadas».³⁷ A grandes rasgos, la concesión de los parquímetros forzó decisiones de planificación de la gestión urbana que cada vez van más en contra del interés público. Por un lado, la necesidad recurrente de quitar plazas de aparcamiento existentes del sistema por un motivo u otro llevó a la ciudad a crear un banco de parquímetros de reemplazo al que se puede recurrir cuando sea necesario. Lo hizo mediante la transformación de espacios en las aceras que tenían otros usos asignados, incluyendo, por ejemplo, zonas de carga delante de escaparates entonces vacíos, «a pesar del hecho de que el escaparate pueda alquilarse en el futuro».³⁸ Además, en algunas calles con parquímetros, la ciudad eliminó una prohibición existente sobre estacionamiento en horas punta que se diseñó para permitir que el tráfico fluyese y fuese más rápido en las horas de mayor circulación.

En resumen, concluyó Farmer, el acuerdo con Morgan Stanley creó un estado local cuya capacidad, a corto, medio y largo plazo, para planificar una ciudad vivible estaba sustancialmente paralizada. Esto se debió principalmente a que «las fuertes protecciones frente al riesgo otorgadas a los concesionarios provocaron una pérdida de autonomía sobre el derecho al uso y el paso en la vía pública». Debido a esa pérdida de autonomía, y de las estipulaciones contenidas en el contrato de concesión, las políticas de planificación del transporte en Chicago fueron gradual pero perceptiblemente «reconfiguradas para estar al servicio del valor en bolsa de los inversores financieros, en lugar de priorizar los valores de uso social». O, como dijo concisamente un planificador: «La ciudad renunció a la libertad de futuras opciones de gestión».³⁹

¿Financiarización?

Los gestores de activos invierten en activos de vivienda y otras infraestructuras para ganar dinero para sus socios inversores externos y para ellos mismos. Por supuesto, existen, como vimos en el capítulo 2, una serie de fundamentos específicos para la inversión en activos reales que son peculiares de esta clase de activos, incluida la percepción de la capacidad de los mismos para proporcionar una cobertura contra la inflación y el hecho de que los rendimientos no estén necesariamente correlacionados con los rendimientos de acciones y bonos. Sin embargo, la razón principal por la que los gestores de activos invierten en activos reales es exactamente la misma razón por la que invierten en cualquier otro tipo de activo, para generar retornos de inversión para sus clientes.

³⁷ *Ibidem*, p. 2170.

³⁸ *Ibidem*.

³⁹ *Ibidem*, pp. 2168, 2170.

De hecho, generar retornos de inversión es un motivo aún más poderoso para invertir con gestores de activos alternativos de lo que lo es en el resto de actividades de gestión de activos. La explicación de esto tiene que ver con estructuras de tarifas y modelos de negocio. En la actividad financiera «convencional» de gestión de activos de inversión en efectivo, bonos y deuda pública, las tarifas basadas en el desempeño tienen, por lo general, un papel limitado. O bien no existen tasas de este tipo, como por ejemplo en el caso de los fondos indexados, que han ido incrementando su dominio en los últimos tiempos, o las tarifas tienden a ser relativamente bajas. En cambio, la remuneración del gestor de activos convencional consiste en gran medida en honorarios de gestión, que no se basan en el rendimiento de las inversiones, sino que se suelen calcular sobre el monto de capital que ha sido comprometido por el cliente.

Por supuesto, a un gestor de activos convencional le importa el desempeño de la inversión: si los rendimientos son sistemáticamente menores a lo previsto los clientes acabarán llevándose su dinero a otra parte y los honorarios de gestión se verán afectados. Pero un gestor de activos alternativo se preocupa por el desempeño de la inversión de una manera mucho más inmediata y en un sentido mucho más básico. Esto se debe a que las tarifas de desempeño representan un elemento bastante más significativo para el modelo de negocio de los gestores de activos alternativos y, suponiendo que el modelo se implemente con éxito, representan una proporción mucho mayor del valor de los ingresos totales de dicho administrador. Mientras que los BlackRock, State Street y Vanguard, los «Tres grandes» de los gestores de fondos indexados, son predominantemente inversores pasivos, rara vez cobran tarifas de rendimiento, los fondos de activos reales no cotizados (junto con los fondos de cobertura y los fondos de capital privado) se gestionan todos ellos activamente e, invariablemente, se les suman importantes tarifas de rendimiento.

Comparemos, a modo de ilustración, BlackRock y Blackstone. En BlackRock, para quien los activos alternativos representaban en ese momento menos del 3 por ciento de los activos bajo gestión, los honorarios de desempeño solo generaron el 3 por ciento de los ingresos en 2019.⁴⁰ En Blackstone, para quien los activos alternativos representaron el 100 por ciento de los activos bajo gestión, los honorarios de desempeño generaron el 40 por ciento del total de sus ingresos en el mismo año.⁴¹ Ambos son gestores de activos, pero en realidad operan principalmente en diferentes negocios.

⁴⁰ BlackRock, Inc., *Annual Report for the Fiscal Year Ended December 31 2019*, pp. 2, 20.

⁴¹ Blackstone Group Inc., *Annual Report for the Fiscal Year Ended December 31 2019*, p. 142.

Todo lo cual quiere decir que, para las empresas de cuyos negocios nos estamos ocupando aquí principalmente, las Blackstones, Brookfields y Macquaries, el desempeño de la inversión es primordial, como de hecho, también lo es, por supuesto, para la rama específica de activos reales de BlackRock (a un tamaño proporcionalmente reducido). Maximizar el rendimiento de la inversión es el *sine qua non* absoluto. Sea cual sea el aspecto que queramos tomar en consideración acerca de las operaciones de inversión de los gestores de activos reales, no se debe perder de vista este ineluctable imperativo comercial: los gestores de activos mantienen activos reales para poder obtener ganancias de ellos.

A medida que la propiedad de la vivienda y de diversas infraestructuras indispensables se ha ido acumulando cada vez más en manos de los gestores de activos, especialmente desde la crisis financiera, las críticas a dicha propiedad, quizás como era de esperar, han aumentado. Agrupados bajo las líneas generales de la «financiarización» (aunque actualmente hay una floreciente subliteratura académica sobre financiarización en relación tanto con la vivienda como con las infraestructuras), la esencia de estas críticas se ha basado en que la agenda de maximización brutal de beneficios de los gestores de activos alternativos no es adecuada para la administración de sistemas físicos que desempeñan funciones tan obviamente importantes en la vida social y en los procesos de su reproducción social.

La acusación específica que se hace contra los gestores de activos y otras instituciones financieras es que representan a los propietarios, es decir, a operadores de bienes inmuebles financiarizados. Por ejemplo, en el paradigmático caso de la vivienda, la académica en planificación Martine August ha categorizado a los «fideicomisos de inversión inmobiliaria, fondos de capital privado, sociedades gestoras de activos y fondos de pensiones» como «arrendadores financiarizados», diferenciando así estas instituciones financieras de lo que ella llama propietarios corporativos «no financiarizados».⁴²

La de «arrendador financiarizado» es una etiqueta cada vez más común en la literatura crítica sobre inversión financiero-institucional en propiedad residencial.⁴³

¿A qué se refieren tanto August como el resto de autores cuando dicen que esos gestores de activos y otras instituciones financieras que invierten

⁴² M. August, «The Financialization of Canadian Multi-Family Rental Housing: From Trailer to Tower», *Journal of Urban Affairs*, núm. 42, 2020, p. 976.

⁴³ Véase, entre otros, R. Rolnik, *Urban Warfare: Housing Under the Empire of Finance*, Verso, Londres, 2019; A. Walks y S. Soederberg, «The New Urban Displacements? Finance-Led Capitalism, Austerity, and Rental Housing Dynamics», *Urban Geography*, núm. 42, 2021, pp. 571-582.

en activos reales son actores financiarizados? La literatura existente contiene tanto definiciones relativamente vagas como otras conceptualmente más precisas. En su ataque contra los propietarios financieros con el argumento de que gestionan sus negocios sobre la base de «lógicas, métricas y prioridades financieras», la propia crítica de August es un ejemplo de lo primero.⁴⁴ Según sus propias palabras, «extrae alquileres innecesariamente altos, transfiriendo sistemáticamente los ingresos de los trabajadores a los ricos gestores de fondos y sus inversores».⁴⁵

La definición más precisa es que un operador-propietario financiarizado trata la vivienda o las infraestructuras *como un activo financiero*, por lo tanto, también la «financiariza». Pero, ¿qué implica exactamente tratar una casa o elemento de infraestructura «como» un activo financiero? Aquí entran en juego las venerables categorías político-económicas del valor de cambio y el valor de uso. La singularidad de los activos financieros como tales es que solo tienen valor de cambio y no tienen valor de uso. Por lo tanto, financiarizar (o tratar como financiero) un activo no financiero es negar o ignorar su valor de uso —el valor de una casa como refugio, por ejemplo— subordinando totalmente dicho valor al valor de cambio del activo. En la práctica, sostienen los críticos, esto significa que los gestores de activos y otros propietarios-operadores «financiarizados» puedan tratar la vivienda y la infraestructura como «cualquier otra clase de activo», es decir, precisamente de manera similar a los activos financieros como son las acciones o las obligaciones. Esta afirmación, por ejemplo, se ha hecho explícitamente tanto en los casos de bienes raíces ya construidos como de tierras de cultivo.⁴⁶

Como crítica a los gestores de activos y su creciente conjunto de activos reales, sin embargo, su «financiarización» (al menos así conceptualizada) está, en última instancia, desencaminada y es demasiado burda. Y no porque los gestores de activos no prioricen el valor de cambio o busquen maximizar los beneficios: lo hacen, es obvio. Tampoco implica que tal maximización de ganancias no sea perniciosa para el ámbito de la reproducción social; ciertamente lo es. Tal y como abroncaron los relatores de la ONU a Blackstone (ver capítulo 3), y como Daniela Gabor y Sebastian Kohl han argumentado recientemente, es extremadamente difícil considerar que los «mandatos y los requisitos de riesgo / retorno» de los inversores

⁴⁴ M. August, «Financialization of Canadian Multi-Family Rental Housing...», p. 990.

⁴⁵ M. August, «The Big Debate: Can Landlords Afford to Forgive Rent During the Pandemic?», 28 de abril de 2020, en thestar.com.

⁴⁶ Véase, respectivamente, J. Van Loon y M. Aalbers, «How Real Estate Became “Just Another Asset Class”: The Financialization of the Investment Strategies of Dutch Institutional Investors», *European Planning Studies*, núm. 25 (2), 2017, pp. 221-240; M. Fairbairn, «“Just Another Asset Class”?: Neoliberalism, Finance, and the Construction of Farmland Investment» en S. Wolf y A. Bonanno (eds.), *The Neoliberal Regime in the Agri-Food Sector*, Nueva York, Routledge, 2014, pp. 257-274.

institucionales y sus gestores de activos sean compatibles con «la idea de vivienda como derecho humano».⁴⁷

Más bien, la crítica a la «financiarización» es un fracaso y un obstáculo para nuestros propósitos en tanto traza una distinción infundada entre los gestores de activos (y otras instituciones financieras) por un lado, y otros propietarios de activos reales del sector privado, por otro.

Afirmar que lo particular de los llamados «arrendadores financiarizados» es que privilegian las «lógica, métricas y prioridades financieras» y la consiguiente extracción de «alquileres innecesariamente elevados» es, por definición, sugerir que otros arrendadores, aparentemente «no financiarizados» son actores que *no* están financieramente motivados y que, en términos generales, no buscan ganancias con la misma inclinación a tratar la vivienda como un activo financiero, y con ello maximizar los ingresos por alquiler. Las empresas propietarias como Vonovia de Alemania, el mayor propietario del mundo de propiedades residenciales, no son en absoluto organizaciones benéficas, estas son también instituciones capitalistas, y luchan con uñas y dientes por sus beneficios. De hecho, pese a toda la mitología amable y difusa encarnada por el débil y canoso «casero» de los viejos tiempos, no existe ninguna razón convincente *a priori* para suponer que dicho propietario esté menos centrado en la maximización de las ganancias que Vonovia, o un gestor de activos como Blackstone. Si ser un propietario «financiarizado» realmente implica observar la lógica financiera y la búsqueda del valor de cambio, ¿qué propietario que no tenga carácter filantrópico, sea una obra de caridad o estatal, no está financiarizado?

En la medida en que nuestro interés en este libro es examinar las implicaciones específicas que tiene que los gestores de activos sean propietarios de viviendas y de otras infraestructuras vitales necesarias para la reproducción social, se nos hace acuciante pensar más detenidamente sobre lo que distingue significativamente, si es que hay algo, a los gestores de activos de otros tipos de propietarios privados de tales activos. Después de todo, ya se ha escrito mucho desde una perspectiva crítica sobre la privatización de las infraestructuras y la vivienda, y qué efecto tiene que dichos activos sean de propiedad privada y no pública. Lo último que necesitamos es otra crítica descafeinada de la privatización de viviendas o infraestructuras *per se*. Nada de lo dicho en los párrafos anteriores pretendía sugerir que no existen diferencias significativas entre la propiedad por parte de gestores de activos y otros tipos de propiedad privada. Pero, en la medida en que existe tal diferencia, esta distinción no puede basarse en que se priorice y se apliquen lógicas «financieras» de maximización de beneficios.

⁴⁷ D. Gabor y S. Kohl, «My Home Is an Asset Class: The Financialization of Housing in Europe», enero de 2022, p. 73, en greens-efa.eu.

Sobre las vidas de los fondos de activos reales

La inversión de KKR con la que abrí este capítulo consistió en la adquisición por parte del gestor de activos estadounidense de una concesión por cuarenta años con el fin de gestionar las obras hidráulicas de Bayonne, Nueva Jersey, solo para ser vendida apenas cinco años después. Tras haber sido aplaudido por su «visión a largo plazo» al realizar la inversión, efectivamente cuarenta años es mucho tiempo, la empresa recibió críticas generalizadas por aceptar el dinero y salir corriendo, de manera aparentemente prematura, logrando con ello un beneficio significativo. Sin embargo, la realidad es que, una vez invertido, KKR no tenía muchas opciones. Estrictamente hablando, él, o al menos el fondo que había utilizado para hacer la inversión, no *podía* retener la concesión de Bayonne durante toda su duración.

Ese fondo fue el primer vehículo de infraestructuras especializado de KKR, a saber, KKR Global Infrastructure Investors I, formado en 2011 con aproximadamente 1.000 millones de dólares en compromisos por parte de socios de responsabilidad limitada. Se trataba de un fondo cerrado, lo que significa que tenía una vida útil limitada (diez años), y todos los activos en los que invertía el fondo debían venderse antes de liquidarse y sus ingresos repartidos entre los socios del fondo. En otras palabras, la discusión acerca de la voluntad de los gestores del fondo de mantener la concesión de Bayonne estaba fuera de lugar. Que dicha venta se fuese a hacer en un periodo de pocos años era algo ya predeterminado.⁴⁸ Lo único que no se sabía era cuándo sucedería exactamente, a quién y a qué precio.⁴⁹

A primera vista, resulta desconcertante que los gestores de activos como KKR invirtiesen en sistemas físicos como infraestructuras y viviendas con fondos a plazo fijo y cerrados. Las infraestructuras y la vivienda son los principales ejemplos de lo que los inversores consideran activos «a largo plazo», donde se sabe que se mantendrá la entrada de ingresos de manera predecible hasta bien entrado el futuro (cuarenta años en el caso de la concesión de Bayonne) y quizás incluso a perpetuidad. No solo eso, sino que esta característica temporal particular se cita repetidamente precisamente como una de las razones principales por las que para empezar,

⁴⁸ A veces, la vida de los fondos cerrados se prolonga uno o dos años, alargando así el periodo durante el cual se pueden mantener los activos y explorar la manera de deshacerse de ellos.

⁴⁹ Por supuesto, KKR podría haber conservado el activo utilizando otro de sus fondos para adquirirlo, cuando el vehículo KKR Global Infrastructure Investors I decidió venderlo. Estas transacciones intragrupo entre fondos ocurren, pero son muy excepcionales, sobre todo porque generan problemas extremadamente complejos y potencialmente conflictivos, en torno a los precios de transferencia, con los socios comanditarios en los fondos respectivos, los cuales tienen a este respecto intereses diametralmente opuestos.

los inversores institucionales como los planes de pensiones y las empresas aseguradoras buscan exponerse a activos reales (ver capítulo 2). Es decir, quieren tener activos con un perfil de madurez acorde al de sus pasivos principales (largo plazo).

La paradoja es evidente. Si los inversores invierten en activos como bienes raíces e infraestructuras realmente a largo plazo, ¿por qué lo hacen a través de vehículos de gestión de activos que no solo fomentan, sino que exigen su liquidación a corto plazo o, en la mayoría de los casos, a medio plazo? O, como ha dicho Zak Bentley, tal vez retóricamente: «¿Realmente la mejor manera de maximizar las inversiones en activos a largo plazo son las estructuras a, relativamente, corto plazo [fondo cerrado]?». La respuesta a esta pregunta parece obvia. «¿Por qué», se preguntaba un administrador de fondos a quien Bentley consultó, «crearía usted una estructura que tiene una exposición de vida limitada para una clase de activo que es de larga duración o de naturaleza perpetua?»⁵⁰

Dado este esquema de cosas aparentemente incongruente, puede resultar útil comprender cómo y para qué surgió originalmente. Quizás la palabra clave a este respecto sea *familiaridad*. Cuando los gestores de activos alternativos se propusieron establecer fondos de bienes inmuebles y de infraestructuras en las décadas de 1990 y 2000, y comenzaron a interpelar a sus clientes, inversores institucionales, para asegurar compromisos de capital con estos nuevos fondos, querían que pareciera que no había nada diferente, que estaban haciendo negocios como de costumbre en lugar de dar un paso hacia lo desconocido, querían que se diese una transición suave más que algo abrupta. Lo que básicamente le ofrecieron en ese momento a sus clientes fue inversión de capital privado, y desde entonces el capital privado, con sus distintivas estructuras de fondo cerrado y el modelo de comisión «dos y veinte» (consulte el capítulo 1), se convirtió en el modelo por defecto.

Las estructuras distintivas de fondos y comisiones del capital privado eran algo con lo que sus clientes estaban familiarizados. Un veterano ya presente cuando empezó a surgir la era de la gestión de activos de infraestructuras explicó esta lógica en los siguientes términos: «Lo que intentamos hacer fue que nuestra estructura de fondos fuese, en la medida de lo posible, lo más parecido a la del capital privado con el fin de minimizar cualquier obstáculo de cara a posibles inversores». Y otro lo confirmaba: «Para empezar ya estás intentando hacer algo nuevo, que es recaudar un fondo primerizo. ¿Lo vas a hacer aún más complejo e introducir una estructura diferente a la que la gente está acostumbrada? Probablemente no».⁵¹

⁵⁰ Z. Bentley, «Is It Time to Take a Closer Look at Long—Term Funds?», 2 de abril de 2020, en [infrastructureinvestor.com](https://www.infrastructureinvestor.com).

⁵¹ Citado en *ibídem*.

Curiosamente, algunos inversores institucionales se opusieron: sencillamente, para ellos no tenía sentido invertir en infraestructuras (y bienes inmuebles) a través de fondos cerrados a corto plazo, si lo que buscaban eran retornos a largo plazo. Entre las entidades más significativas que no lo veían estaban los grandes planes de pensiones canadienses mencionados en el capítulo 2, como la Canada Pension Plan Investment Board y la Ontario Municipal Employees Retirement System. Como vimos en ese capítulo estos fondos son famosos por haber sido pioneros a la hora de hacer inversiones directas en infraestructuras (el llamado «modelo canadiense»), eliminando efectivamente al gestor de activos intermediario. El dominio abrumador de las estructuras cerradas entre los nuevos fondos de infraestructuras que lanzaron los gestores de activos en la década de 2000 jugó un papel importante en el pensamiento estratégico técnico.⁵² «Una de las razones por las que los canadienses se pasaron a la inversión directa», ha señalado Thierry Déau del gestor de activos francés Meridiam Infrastructure, «es porque no pudieron encontrar fondos a largo plazo», cuando la inversión a largo plazo era explícitamente su objetivo.⁵³

Sin embargo, los canadienses fueron una minoría a la hora de optar por invertir principalmente de manera directa. A medida que se fueron introduciendo en el patrimonio inmobiliario y las infraestructuras, la mayoría de los inversores institucionales empezaron a sentirse a gusto dentro del familiar modelo cerrado de los gestores, pese a lo incongruente que pareciera su existencia dentro de este contexto nuevo y desconocido.

Hay que señalar que cada vez se oye más hablar a los gestores de activos que invierten extensamente en infraestructuras y vivienda de un cambio de perspectiva en los últimos años. Cuando uno lee la prensa financiera o comercial contemporánea, es imposible no encontrarse con ejemplos de gestores de activos que ensalzan los fondos abiertos de bienes inmuebles o infraestructuras recientemente lanzados, que se adaptan más explícitamente a la consecución de objetivos de inversión a largo plazo. Estos fondos, sin una esperanza de vida determinada, se denominan normalmente vehículos de capital «permanentes» o «perpetuos», y tienden a estar asociados con la defensa del llamado «núcleo», en contraposición a la estrategia de inversión «oportunista» (ver capítulo 1). Su introducción representa, al menos en parte, una respuesta del sector de gestión de activos reales a la acusación de que los fondos cerrados a plazo fijo reflejan y refuerzan una mentalidad inversora cortoplacista, incluso mercenaria.

⁵² M. Torrance, «The Power of Governance in Financial Relationships: Governing Tensions in Exotic Infrastructure Territory», *Growth and Change*, núm. 38, 2007, p. 682.

⁵³ Citado en Bentley, «Is It Time to Take a Closer Look...».

Consideremos, por ejemplo, las bellas palabras del gestor de un gran fondo abierto de infraestructura en 2021:

El poder de nuestro modelo de capital permanente es que podemos pensar acerca de las cosas de una manera mucho más parecida a como lo haría un inversor estratégico, que a como lo haría un financiero. Esto nos permite mantenernos en compromisos de alto nivel, pensar realmente en lo que podría llegar a ser un negocio en 10, 15, 20 años a partir de ahora *versus* exactamente qué será durante los próximos tres años o cinco años. Esa es, sencillamente, una mentalidad muy diferente y una manera muy distinta de mirar.⁵⁴

El gestor en este caso resultó ser Sean Klimczak, responsable mundial de infraestructuras en Blackstone. Pero su evocación de una mentalidad diferente, estratégica y a largo plazo, bien podría haberlas dicho cualquiera de las muchas otras empresas de gestión de activos que últimamente se han subido al carro del «capital fijo».

Si aquí dejamos caer una nota de escepticismo ciertamente no es para sugerir que tales vehículos de capital permanente ya no existen. Existen y muchos de ellos son muy sustanciales. A principios de 2018, por ejemplo, la propia Blackstone comenzó a recaudar capital para su primer fondo de infraestructuras de capital fijo, Blackstone Infrastructure Partners, y a mediados de 2019 había atraído unos 14.000 millones de dólares de alrededor de ochenta inversores. A finales de 2022, los compromisos totales con el fondo habían aumentado hasta los 31.000 millones de dólares.

No obstante, en todo el amplio panorama de la inversión en infraestructuras y vivienda por parte de los gestores de activos la realidad es que las estructuras de fondos a plazo fijo y cerrados siguen siendo la norma. De los 1.720 fondos no cotizados que invierten exclusiva o principalmente en propiedades residenciales que estuvieron activos a nivel mundial en 2021, por ejemplo, solo 163 (el 9 por ciento del total) fueron de vehículos de duración abierta.⁵⁵ Mientras tanto, utilizando datos de Preqin, Aleksandar Andonov *et al.* han identificado 5.649 compromisos de inversores institucionales a fondos de infraestructura no cotizados entre 1990 y 2020, la gran mayoría de los cuales nacieron después de 2007. De estos compromisos, el 92 por ciento (5.189) fueron fondos cerrados en lugar de fondos de duración indefinida, siendo el total de estos fondos separados con los que se contrajeron los compromisos 538 (cerrados) y 46 (abiertos).

⁵⁴ Z. Bentley y B. Alves, «Blackstone: “Permanent Capital Allows Us to Think Like a Strategic”», 1 de septiembre de 2021, en infrastructureinvestor.com.

⁵⁵ Gabor y Kohl, «My Home Is an Asset Class: The Financialization of Housing in Europe», 2021, versión prepublicación.

Conscientes de que la relación entre el número de compromisos puede que no refleje el ratio de dólares comprometidos, los autores del estudio en cuestión intentaron analizar también esto último. Esto resultó imposible en el caso de los inversores institucionales privados (de los cuales «apenas existían» datos disponibles sobre compromisos en dólares), pero en términos generales fue factible en el caso de inversores públicos de EEUU y Reino Unido, en cuyos casos se obtuvieron «casi completamente» los datos relevantes. Para los inversores públicos estadounidenses, el valor de los compromisos totales con los fondos de infraestructuras cerrados fueron aproximadamente ocho veces mayores que los comprometidos a fondos de duración indefinida (77.000 millones de dólares frente a 10.000 millones de dólares). En el caso de los inversores públicos en Reino Unido, la proporción fue dieciocho veces mayor (18.000 millones de dólares *versus* 1.000 millones de dólares).⁵⁶

Identificar por qué los fondos a plazo fijo y cerrados siguen siendo dominantes en infraestructuras y bienes raíces residenciales es más difícil que identificar dicho dominio. Se podría esperar que los fondos abiertos hubiesen logrado mayores avances a día de hoy: además de una mejor adecuación del vencimiento de activos y pasivos para las inversiones, normalmente cobran tarifas más bajas que los fondos cerrados. Hay varios factores que parecen jugar un papel determinante a la hora de sostener la hegemonía del modelo cerrado.⁵⁷ Pese a la existencia de mecanismos bien establecidos para el cálculo de las tasas de desempeño de este tipo de fondos (es decir, intereses devengados basados en ganancias realizadas), los mecanismos para calcular las tarifas de desempeño de los fondos de duración indefinida tienden a ser más variables (generalmente se basan en estimaciones del valor neto de los activos), y muchas veces más opacos. Esto inquieta a algunos inversores y puede dificultar también que los gestores de activos atraigan y retengan personal experimentado.

Además, dado que los gestores de activos suelen tener una rotación de personal relativamente alta, a veces los inversores pueden mostrarse reacios a comprometer capital a largo plazo, ya que la probabilidad de que el equipo al que originalmente se le había confiado su capital permanezca en el puesto disminuye progresivamente a medida que pasan los meses y los años. De hecho, esta es una de las razones por las que algunos inversores institucionales en realidad prohíben la asignación de capital a fondos de activos alternativos sin una duración determinada. Por último, pero no menos importante, incluso los inversores más orientados al largo plazo

⁵⁶ A. Andonov, R. Kräussl y J. Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing: Internet Appendix», 20 de abril de 2021, p. 3, en oup.com.

⁵⁷ Probitas Partners, «Infrastructure Investing: The Closed-End Fund Market», marzo de 2018, p. 15.

puede que en ocasiones necesiten acceder a su capital, y no siempre es sencillo salir de un fondo inmobiliario de tipo abierto o de infraestructuras, incluso después de que los periodos iniciales de bloqueo hayan expirado. Habitualmente la liquidez no se genera vendiendo activos, sino atrayendo capital de nuevos inversores para reemplazar el de esos otros que están saliendo, y este proceso (y el precio al que se puede conseguir nuevo capital) es notoriamente sensible a las condiciones de mercado.

Pero cualquiera que sea la razón exacta, el punto clave es que continúa produciéndose inversión en activos reales por parte de los gestores de activos principalmente a través del modelo de financiación cerrada. Como resultado, el cortoplacismo está completamente institucionalizado: incluso antes de comprar un activo, el administrador de un fondo cerrado sabe que tendrá que venderlo dentro de unos años; y cuanto más tiempo se mantenga el activo, más arde en la conciencia del gestor la certeza de la necesidad de una disposición inminente, moldeando inevitablemente todo lo que tiene que ver con el manejo de ese activo, la agresividad con la que se generan los ingresos a partir de él, y el cuidado con el que se invierte dinero en su operación, mantenimiento y renovación. Y, por supuesto, solo porque los gestores de activos *puedan* aguantar activos a largo plazo en fondos abiertos, eso no significa que siempre lo hagan. Para la estructura de fondos abiertos resulta muy fácil servir de cobertura, por así decirlo, a una estrategia de inversión tan cortoplacista como la que caracteriza a los fondos cerrados. La diferencia simplemente es que, mientras que la estructura del primer fondo simplemente permite el cortoplacismo (en la medida en que no lo evita), la otra estructura de fondos obliga al cortoplacismo.

Este es, por ende, el rasgo distintivo de la propiedad de vivienda y de otras infraestructuras cruciales por parte de los gestores de activos. A diferencia de la mayoría del resto de propietarios del sector privado, el gestor del fondo cerrado de activos reales está —debe estarlo— enfocado singularmente, tanto estratégica como financieramente, a maximizar el valor de los activos de la cartera no tanto de cara a los accionistas existentes como de cara a los posibles compradores de esos activos. Tan pronto como se adquiere un activo, la preocupación acuciante se convierte necesariamente en: ¿cómo se puede preparar mejor el activo para su venta rentable? Tan pronto «entra» por la puerta empieza explícitamente su fuga.

El alborotado mundo de los activos

Las implicaciones de todo esto son legión. El panorama de la gestión de activos reales se caracteriza por una intensa agitación, ya que los gestores compran activos residenciales o de infraestructuras de distinto tipo solo

para ponerlos en el escaparate y venderlos un puñado de años más tarde, a menudo a otros gestores de activos, que reinician el mismo ciclo.

Señalé un ejemplo sorprendente de esta incesante rotación en el capítulo 2, específicamente en el sector de cuidados a domicilio. Tenía que ver con la cadena de residencias de ancianos Four Seasons en Reino Unido. Fundada por el empresario escocés Robert Kilgour en 1988, Four Seasons se mantuvo como una operación discreta y de escala relativamente pequeña hasta finales de la década de 1990. Pero en 1999 esto cambió irrevocablemente. En ese año, la cadena, con treinta y seis viviendas, fue comprada por el gestor de activos Alchemy Partners. Cinco años después, Alchemy vendió la cadena, que para entonces era el mayor operador privado del Reino Unido, con unas 300 residencias de ancianos y aproximadamente 14.600 camas, a otro gestor de activos, Allianz Capital Partners. Pero Allianz mantuvo la inversión aún menos tiempo que Alchemy: en 2006, después de solo dos años de propiedad, vendió Four Seasons (que había ampliado hasta las 415 residencias sanitarias y 19.000 camas) a un tercer gestor de activos, el Three Delta, con respaldo cataní.

Fue entonces cuando surgieron por primera vez graves problemas financieros: Three Delta había financiado el acuerdo principalmente con deuda y el aumento de las dificultades para realizar pagos de intereses hicieron que el negocio pasase a manos de sus acreedores en 2009. Pero eso no fue para nada el final de la historia, y menos aún en términos de implicación de los gestores de activos. En 2012, tras haber estabilizado el negocio, los acreedores de Four Seasons lo vendieron a otro (cuarto) gestor de activos, Terra Firma, en otro acuerdo altamente apalancado. Sin embargo, el acuerdo terminó de nuevo en fracaso. En la década de 2010, cada vez más acorralado por los crecientes costes y recortes en la atención de las autoridades locales, Four Seasons comenzó a vender las residencias, pero ni con eso fue suficiente para evitar otro impago de deuda, y en 2017 Terra Firma cedió el control a uno de los principales acreedores de la empresa. Se trataba de H/2 Capital Partners, un gestor de activos con sede en EEUU, que se convirtió en el quinto que ha controlado el negocio en menos de dos décadas. En 2019, Four Seasons fue intervenido. Ahora, en el momento de escribir este libro, con menos de 200 residencias de ancianos, sigue intervenido. La historia de Four Seasons es una historia de la reiteración del oportunismo cortoplacista de los gestores de activos.

Un ejemplo diferente, pero no menos revelador, es el del aeropuerto de Copenhague. En 2005, el gestor de activos australiano Macquarie compró una participación mayoritaria en el aeropuerto a través de uno de sus fondos cotizados, Macquarie Airports (MAP). En 2008, aproximadamente la mitad de su capital se transfirió a un nuevo vehículo cerrado a diez años de Macquarie, su European Infrastructure Fund III (MEIF3); MAP vendió su

participación restante en 2011. A principios de 2017, MEIF3, a pesar de su inminente liquidación, permaneció en el aeropuerto. Sin embargo con el reloj marcando la cuenta atrás, el fondo Macquarie lanzó una «revisión estratégica de sus participaciones en el aeropuerto» (ampliamente interpretada como un paso previo a la venta) en mayo de 2017, lo que llevó al gobierno danés a decir que consideraría «fortalecer el régimen regulatorio para garantizar que los futuros propietarios se centren en la naturaleza a largo plazo del activo».⁵⁸

En septiembre de 2017, MEIF3 vendió definitivamente su holding aeroportuario. Los legisladores no estaban contentos: la percepción del cortoplacismo de Macquarie, combinada con la inversión histórica de Goldman Sachs en la empresa nacional de energía Ørsted (que representó la primera etapa en la privatización de esa empresa), impulsó que, dos años más tarde, tres partidos de la oposición pidiesen la prohibición de la propiedad de inversores extranjeros en «infraestructuras críticas» danesas. De hecho, tal prohibición no se materializó, pero en 2021 Dinamarca introdujo un nuevo régimen regulatorio por el que todas las inversiones extranjeras en infraestructuras críticas tenían que someterse a un examen previo. La ironía, por supuesto, era que los nueve años, según los estándares de los gestores de activos alternativos, de inversión de MEIF3 en el aeropuerto de Copenhague *era* una inversión a largo plazo.

Un lugar histórico-geográfico particularmente notable de agitación de activos reales por parte de los gestores de activos —y del disgusto que tal agitación suele provocar entre los afectados— ha sido el panorama de las APP del Reino Unido. Como hemos visto, en los contratos otorgados en el marco del programa de APP de larga duración del Reino Unido, el contrato PFI tenía por lo general términos de veinticinco años o más. Pero eso no detuvo a los inversores de capital en vehículos PFI, liderados por gestores de activos como Amber Infrastructure, Innisfree, Infrared Capital Partners y Semperian PPP Investment Partners, que desarrollaron, a partir de principios de la década de 2000, un animado mercado secundario en el que controlar intereses en esos vehículos que podían ser comercializados activamente, en gran medida entre los mismos gestores de activos. Después de todo, los veinticinco años sobrepasan con mucho el horizonte de inversión estándar de dichas empresas y sus gestores de fondos cerrados.

Un estudio encontró que hasta 622 participaciones de PFI con un valor conjunto de 3.880 millones de libras cambió de manos entre 1998 y 2010.⁵⁹ En un caso, el del Calderdale Royal Hospital en Halifax,

⁵⁸ Z. Bentley, «MEIF3's Copenhagen Exit Prompts Danish Regulatory Review», 16 de junio de 2017, en infrastructureinvestor.com.

⁵⁹ «Secondary Market? It's First for Profit», 7 de noviembre de 2012, en infrastructureinvestor.com.

Inglaterra, el capital social del proyecto cambió de manos nada menos que nueve veces entre 1998 y 2012.⁶⁰ Como ha dicho recientemente un comentarista, una de las principales razones por las que el modelo de APP ha caído últimamente en un relativa desgracia en Reino Unido ha sido precisamente por la «frustración entre las autoridades y el público en general por la práctica de los propietarios de concesiones de vender activos a mitad de su término, embolsándose además, según algunas percepciones, ganancias desproporcionadas de capital en el proceso».⁶¹ El modelo PFI es muy parecido al aeropuerto de Copenhague o la Four Seasons, pero bajo una forma más genérica e institucionalizada.

Lo que resulta tan instructivo de la dinámica de rápida rotación de activos incrustada en el modelo de fondo cerrado es la luz que arroja sobre la manera exacta en la que dichos fondos generan principalmente retornos de inversión. Pese a toda la omnipresente retórica de los gestores de activos e inversores institucionales de que los activos reales son una clase de activos específicamente diseñada por los flujos de ingresos estables y predecibles que generan, en última instancia dichos flujos —y quizás paradójicamente— no son la vía principal mediante la que la mayoría de fondos de vivienda e infraestructuras generan dinero. ¿Cómo podrían serlo si los activos solo se mantienen durante unos pocos años (y, en algunos casos, incluso solo unos meses)?

Esto no quiere decir que estos flujos de ingresos carezcan de importancia. Todo lo contrario, son indispensables. Pero, en esencia, su importancia radica menos en su substancia como beneficios reales del fondo, que en la señal que envían al mercado. Son, en definitiva, un medio para un fin más que un fin en sí mismos. Volveremos a los medios en la siguiente sección. Pero el fin está claro y es crucial: maximizar la contraprestación por la venta.

La riqueza que, por ejemplo, crean los alquileres de viviendas o los peajes para un gestor de fondos cerrado y sus socios comanditarios durante el tiempo en el que la vivienda o la carretera está bajo el control del administrador es, en gran medida, incidental. La realidad es que los flujos de ingresos generados por una cartera de activos crea fundamentalmente esa riqueza para los inversores *de forma indirecta*, específicamente, persuadiendo a terceros de que vale la pena comprar el activo y hacerlo a un precio superior. Esta realidad está arraigada estructuralmente en el modelo cerrado.

La incesante rotación de activos alimenta y constituye la base de esta realidad. Y también lo hace la información. Andonov y sus coautores, por ejemplo, formularon expresamente la pregunta: ¿qué impulsa

⁶⁰ D. Whitfield, «PPP Wealth Machine: UK and Global Trends in Trading Project Ownership», diciembre, 2012, p. 30, en european-services-strategy.org.uk.

⁶¹ Bentley, «Is It Time to Take a Closer Look...».

principalmente las devoluciones generadas por fondos de infraestructuras cerrados: los rendimientos de dividendos o la venta de activos? La respuesta fue la venta de activos. De hecho, la absoluta trivialidad de los rendimientos (es decir, los ingresos recurrentes), en calidad de *rendimientos* quedó remarcada por el análisis que hicieron los autores de la importancia que tiene la velocidad de salida del fondo de las inversiones. Encontraron pruebas sólidas de que, cuanto más rápida sea la salida, más beneficioso es el impacto en la rentabilidad de los fondos, la relación positiva entre el desempeño y las tasas de salida está impulsada principalmente «por salidas relativamente rápidas dentro de los primeros cinco años después del comienzo de la inversión».⁶²

Que los gestores de activos suelen salir de las inversiones con lo que parece ser una prisa indecorosa, y mucho antes de que se disuelva un fondo, se interpreta con frecuencia como un fenómeno en gran medida performativo. Como señalé en el capítulo 1, las tasas internas de rendimiento (TIR) de los fondos podría decirse que componen la métrica clave con la que compiten los gestores de activos entre sí, y una disposición más temprana de activos genera una TIR más alta.

Así, según esta línea argumental, la hegemonía de la medida TIR conforma activamente las prácticas de inversión, motivando precisamente el tipo de rápida rotación de activos que hemos estado viendo.

Claramente, este aspecto performativo es significativo; crea una necesidad percibida de velocidad. Pero el elemento fascinante y vital del estudio de Andonov y sus colegas es que encontraron que las salidas de inversiones más rápidas se asociaron con niveles de desempeño superiores del fondo no solo según las TIR, sino también de acuerdo con medidas de retorno de la inversión no influenciadas por la temporalidad de los flujos de efectivo. En otras palabras, en fondos de infraestructuras cerrados, las salidas más rápidas *mejoran* el retorno.

En definitiva, estos son los rendimientos de dividendos estables a largo plazo que los gestores de activos reales invocan descaradamente. Lo que muestran los datos de rendimiento, tanto frente a nuestros ojos como según los datos de rendimiento del fondo, es que realmente mantener el activo —y mucho menos administrarlo— no es de lo que realmente trata el negocio. Los gestores de fondos cerrados son esencialmente comerciantes glorificados. Su negocio es comprar (bajo) y vender (alto), y cuanto más corta sea la brecha entre los eventos anteriores y posteriores, mejor. De ahí que la máxima que guía la orientación estratégica de los gestores de activos reales se pueda resumir así: entra y sal lo más rápido posible.

⁶² A. Andonov, R. Kräussl y J. Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing», *Review of Financial Studies*, núm. 34, 2021, pp. 3883, 3902.

Las reglas de oro de la sociedad de gestión de activos

Entonces ¿cuáles son los medios para que el gestor de activos logre su objetivo de maximizar los beneficios derivados de la contraprestación —tal y como se hace en general— de la enajenación de los activos? ¿Qué hacen los gestores de activos para aumentar en poco tiempo los potenciales ingresos de venta? Hay tres reglas de oro.

Reglas uno y dos

La primera y más obvia es simplemente maximizar los ingresos. Si un gestor de activos ha adquirido suelo agrícola, un bloque de apartamentos o un parque eólico, siempre se esforzará en capturar tantos ingresos como sea posible y lo antes posible: sin alterar ningún otro rasgo, manteniendo las mismas condiciones, cuanto más efectivo genera un activo, mayor será su valor de mercado. Con lo que ya sean las tareas de mantenimiento del sistema de aguas de Bayonne, Nueva Jersey, o de la Línea 9 del metro en Seúl, el imperativo del gestor de activos es, cuando sea posible, aumentar rápidamente las tarifas.

Otra de las lecciones sorprendentes de la concesión del estacionamiento de Chicago examinada anteriormente ha sido que esta pulsión de maximizar los ingresos a menudo puede tener efectos nocivos que se disparan más allá del impacto inmediato que tiene en quienes pagan por utilizar un activo. En el acuerdo firmado por la ciudad en 2008 para la concesión de parquímetros con el inversor liderado por el consorcio MSIP, el aumento de las tarifas de aparcamiento que siguió al acuerdo ya fue bastante malo: antes del acuerdo, cuando la ciudad gestionaba la concesión, ingresó alrededor de 20 millones de dólares por año del sistema de parquímetros, los enormes aumentos de tarifas hicieron que los ingresos anuales de los medidores se dispararan a más de 80 millones de dólares en 2011, momento en el que Chicago se convirtió en la ciudad más cara del país para estacionar en la vía pública.⁶³ Pero para los usuarios, este aumento de costes se vio agravado por las condiciones contractuales que la ciudad aceptó con el fin de garantizar que MSIP pudiera hacer efectivos esos aumentos de tarifas. En concreto, el acuerdo forzaba a que la ciudad «utilizase la inmovilización de vehículos» (los costosos «cepos») y suspensiones de licencia para conductores que no pagasen repetidamente las tarifas de estacionamiento, además de que las multas fijaran el montante «necesario para disuadir las violaciones de estacionamiento». De este modo, las multas y las retiradas de permisos de conducir aumentaron drásticamente después del acuerdo, y

⁶³ Farmer, «Cities as Risk Managers...», p. 2165.

esto tuvo «un impacto desproporcionado en los conductores individuales, en los minoristas y en las personas trabajadoras con bajos ingresos, muchos de los cuales fueron a la quiebra debido a su incapacidad para pagar».⁶⁴

También suele haber importantes efectos nocivos asociados con la implementación de la segunda regla de oro de la gestión de activos reales. Para preparar un activo adquirido y que su enajenación sea rentable, es tan importante que un gestor de activos minimice los costes de operar ese activo como lo es maximizar los ingresos derivados de su funcionamiento. El mercado valora los activos sobre la base de los flujos de efectivo, y estos representan una medida neta más que un montante en bruto. Los gastos operativos deben reducirse rápidamente, a menos que hacerlo ponga en peligro la generación de ingresos; de hecho, la maximización de ingresos solo se persigue si no genera un incremento en los costes compensatorios.

El imperativo de reducir los costes operativos afecta generalmente a dos grupos de interés. El primero son los usuarios de los activos. Si el apartamento en el que vives, el terreno que cultivas, el distribuidor que abastece de agua tu hogar o el hospital al que te llevan para hacerte una cirugía acaba en manos de un gestor de activos, y si ese gestor busca tras dicha adquisición reducir el coste de mantenimiento de su nuevo activo, lo más probable es que los usuarios sufran las consecuencias. El segundo grupo de interés son los trabajadores empleados para realizar el mantenimiento de los activos. Como vimos en el capítulo, no son los especialistas en inversión de Blackstone, Brookfield o Macquarie quienes limpian los suelos de hospitales, manipulan las cabinas de peaje, responden a las comunicaciones entre inquilinos y residentes, y atienden las quejas sobre grifos que gotean. Todas esas tareas se subcontratan por medio de contratos de servicios. Los cheques de los trabajadores asalariados sufren proporcionalmente a lo que el gestor de activos logre implementar con el fin de reducir los costes laborales. La inversión ampliamente analizada de Blackstone en viviendas unifamiliares de EEUU tras la crisis financiera mundial representa una especie de caso de estudio en la rápida implementación de la doble agenda de maximización de ingresos del gestor de activos alternativo y de reducción de costes, así como en las implicaciones de dicha implementación para los actores clave. El vehículo principal que Blackstone utilizó para realizar esta inversión fue Blackstone Real Estate Partners (BREP) VII, un fondo cerrado a diez años que lanzó en 2011. BREP VII y otros fondos afiliados controlaban la empresa, Invitation Homes, que Blackstone estableció en 2012 para comprar y alquilar viviendas.

⁶⁴ P. Ashton, M. Doussard y R. Weber, «Sale of the Century: Chicago's Infrastructure Deals and the Privatization State», 24 de noviembre de 2020, en metropolitics.org.

Durante 2012 y 2013, Invitation Homes se centró principalmente en la compra: a finales de dicho año se habían adquirido unas 40.000 viviendas. Pero entonces la atención se centró decisivamente en hacer que Invitación Homes fuese lo más comercializable posible de cara a terceros inversores. Por un lado, se aumentaron los alquileres. El alquiler promedio mensual de una vivienda de Invitation Homes que era de 1.424 dólares en 2014 aumentó a 1.600 en los nueve meses que finalizaron el 30 de septiembre de 2016. Al mismo tiempo, Blackstone implementó a hachazos, como si dijéramos, los recortes en los costes de la empresa. El monto promedio anualizado que Invitation Homes invirtió en las reparaciones y mantenimiento generales, y en la preparación de viviendas para volver a alquilar después de que los inquilinos se mudaran, disminuyó de los 1.362 por hogar en 2014 a los 1.146 en los nueve meses que finalizaban el 30 septiembre del 2016. En definitiva, la empresa fue disminuyendo progresivamente lo que pagaba a su «personal de mantenimiento»: es decir, a las personas que utilizaba sobre el terreno para mantener habitables sus viviendas de alquiler.⁶⁵

De forma predecible esto tuvo dos tipos de consecuencias. Primero, efectivamente, Invitation Homes se volvió rápidamente muy comercializable de cara a posibles inversores. Con ingresos al alza y costes a la baja, su margen de beneficio operativo saltó del 51,8 por ciento en 2014 al 61,4 por ciento durante los nueve meses que finalizaron el 30 de septiembre de 2016.⁶⁶ En ese momento, Blackstone consideró que era la época madura para iniciar el proceso de salida de su inversión, solo cuatro años después de haber establecido Invitation Homes —cuya cartera ahora contenía aproximadamente 48.000 hogares, y cinco años antes de que se liquidara BREP VII—. En una oferta pública inicial de enero de 2017, se realizó una exitosa venta de 77 millones de acciones al mercado, generando ingresos de unos 1.500 millones de dólares. Además, los fondos de Blackstone continuaron controlando la empresa, al retener aproximadamente el 73 por ciento de las acciones de Invitation Homes después de la IPO.

En segundo lugar, la insatisfacción de los inquilinos aumentó ante el aumento de los alquileres y el decrecimiento de la inversión en reparaciones y mantenimiento: los mismos cambios que hicieron que Invitation Homes fuera más valioso de cara a su salida al mercado como propuesta de inversión lo hizo menos tolerable para los inquilinos como proveedor de alojamientos. Un periodista reflejó las generalizadas acusaciones que hacían los inquilinos acerca del comportamiento «explotador» de la

⁶⁵ Invitation Homes Inc., «Form S-11», 6 de enero de 2017, p. 17.

⁶⁶ *Ibidem*.

empresa.⁶⁷ Otro, señalando que el Better Business Bureau había recibido más de 600 quejas sobre Invitation Homes en el transcurso de solo tres años, citó declaraciones de inquilinos que describieron la empresa como «el peor propietario con el que me he encontrado jamás».⁶⁸

Para ser claros, tal insatisfacción por parte de los inquilinos no era algo exclusivo de Invitation Homes, sino una crítica habitual a los operadores de alquiler residencial estadounidenses controlados por gestores de activos. Los inquilinos de Pretium Partners, respaldados por Progress Residential, también se han quejado de los «injustos aumentos de alquileres, mantenimiento de mala calidad y tarifas excesivas»: un contrato de arrendamiento al que tuvo acceso *The Washington Post* mostraba tarifas estipuladas como «10 por ciento del alquiler si el pago tiene más de cinco días de retraso; 7,95 dólares mensuales a pagar a una empresa elegida por Progress para cobrar pagos de servicios públicos; 9,5 dólares al mes por no comprar el seguro del arrendatario; y una “tarifa de conveniencia” de 35 dólares cada vez que el alquiler se pague con una tarjeta de crédito» —sin mencionar una tarifa de 200 dólares de “administración” en caso de que Progress presente una solicitud de desalojo—. ⁶⁹ Recientemente han salido a la luz situaciones similares en relación con las operaciones de alquiler de Greystar Investment Management.⁷⁰

De hecho, estas preocupaciones alcanzaron una nueva cota durante la pandemia del coronavirus. No menos de tres comités parlamentarios diferentes llevaron a cabo investigaciones sobre las prácticas empresariales desarrolladas durante la pandemia por parte de propietarios residenciales corporativos estadounidenses, centrándose en particular en sus prácticas de desalojo y en los arrendadores controlados por gestores de activos como Amherst Group, Cerberus Capital Management y Pretium (antes mencionado) se vieron directamente en el punto de mira.⁷¹ Las moratorias de desalojo introducidas por los gobiernos locales y federal durante la pandemia no impidieron evidentemente que los propietarios pidiesen y ejecutasen desalojos, que además se concentraron en comunidades de color.

⁶⁷ M. Conlin, «Spiders, Sewage and a Flurry of Fees — The Other Side of Renting a House from Wall Street», 27 de julio de 2018, en reuters.com.

⁶⁸ J. Kraus, «Former Tenants Share Horror Stories of Renting from Real Estate Investment Firm Invitation Homes», 4 de febrero de 2019, en newschannel5.com

⁶⁹ P. Whoriskey, S. Woodman y M. Gibbs, «This Block Used to Be for First-Time Homebuyers. Then Global Investors Bought In», *Washington Post*, 15 de diciembre de 2021.

⁷⁰ H. Vogell, «When Private Equity Becomes Your Landlord», 7 de febrero de 2022, en propublica.org.

⁷¹ Las comisiones en cuestión fueron la Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, la House Committee on Financial Services y la House Select Subcommittee on the Coronavirus Crisis.

«Están dispuestos a destruir las vidas de la gente», comentó la académica especialista en planificación Elora Lee Raymond, cuando declaró como perito en una audiencia celebrada por uno de los comités del Congreso a petición de dicho comité.⁷²

En el caso de Invitation Homes, durante su existencia como entidad controlada por Blackstone, las tensiones fueron especialmente altas en California, el segundo mercado regional más importante de la compañía después de Florida. Allí, los inquilinos de Invitation Homes irrumpieron en las oficinas de Blackstone en tres ocasiones distintas en protesta por las subidas de los alquileres y el supuesto abandono de la propiedad. En octubre de 2017, «más de tres docenas de inquilinos de casas de todo Los Ángeles irrumpieron por la puerta principal de la sede de Blackstone en Santa Mónica, agitando carracas, tocando sirenas y coreando a través de los megáfonos: “Hey, Blackstone, eres una desgracia”, “buitres”, y “Blackstone, te vamos a desalojar”. Los ejecutivos de Blackstone huyeron del edificio a toda prisa por las salidas de emergencia y la puerta trasera».⁷³

¿Cuál fue la respuesta corporativa ante esta aparente indignidad? Cuando, el año siguiente, los californianos votaron una propuesta para mejorar la capacidad de los municipios californianos para controlar los alquileres (específicamente revocando la Costa-Hawkins Rental Housing Act de 1995, que limita sustancialmente esa capacidad), Blackstone-Invitation Homes donó 6,8 millones de dólares a la campaña que se lanzó contra la propuesta y que acabó ganando.⁷⁴ La mirada de Blackstone se mantuvo firmemente puesta en las siguientes enajenaciones de parte del stock de Invitation Homes y la maximización de beneficios que buscaba en este proceso siguió siendo su objetivo básico. En 2019, cuando solo quedaban dos años hasta la terminación de BREP VII, Blackstone vendió sus últimas acciones en Invitation Homes. Se estima que durante el séptimo año de inversión los fondos obtuvieron un total de 3.500 millones de dólares de beneficios.⁷⁵

Se podrían citar muchos otros ejemplos de cómo el imperativo del gestor de activos a la hora de diseñar de manera rápida y rentable las salidas de sus inversiones tiene consecuencias nocivas para sus usuarios. Pero quizás el impacto más sorprendente ha sido la creciente participación en las últimas dos décadas de los gestores de activos en el sector de la atención

⁷² Citado en E. Rios, «Four Corporate US Landlords Deceived and Evicted Thousands during Covid, Report Reveals», *The Guardian*, 4 de agosto de 2022.

⁷³ Conlin, «Spiders, Sewage and a Flurry of Fees...».

⁷⁴ D. Sirota y A. Perez, «How California Public Employees Fund AntiRent Control Fight Unwittingly», *The Guardian*, 23 de octubre de 2018.

⁷⁵ R. Dezember, «Blackstone Moves Out of Rental-Home Wager with a Big Gain», *Wall Street Journal*, 21 de noviembre de 2019.

domiciliaria de EEUU.⁷⁶ Un estudio reciente de Atul Gupta y sus colegas arroja bastante luz sobre este tema. Estudiaron la adquisición por parte de gestores de activos de 1.674 residencias, en 128 acuerdos separados, entre 2000 y 2017, comparando los efectos que ha tenido la propiedad por parte de estos gestores de activos en relación con los efectos vividos cuando se encontraban en manos de otros propietarios con ánimo de lucro más convencionales. Como en el caso de Blackstone y la vivienda unifamiliar, vemos la familiar combinación de una presión inmediata por aumentar los ingresos y la presión a la baja sobre los costes operativos. Así, por un lado, el importe facturado por la residencia de ancianos —y pagado principalmente por los contribuyentes, a través de Medicare— costaba un 11 por ciento más en el caso de viviendas propiedad de gestores de activos.⁷⁷ Al mismo tiempo, disminuyó el gasto en atención al paciente. En particular, el número de horas por paciente-día suministradas por las auxiliares de enfermería que efectúan la atención primaria disminuyeron un 3 por ciento.⁷⁸

Dado que se sabe que la disponibilidad de enfermeras es el factor más importante de la calidad de la atención de las residencias sanitarias — las enfermeras de atención primaria «proporcionan la gran mayoría de las horas de cuidado y desempeñan servicios cruciales para el bienestar de sus pacientes, como la asistencia a la movilidad, la interacción personal y limpieza para minimizar el riesgo de infección y garantizar las condiciones sanitarias»— Gupta y sus colegas sugirieron que la menor disponibilidad de este recurso vital en las residencias sanitarias propiedad de los gestores de activos probablemente fue la responsable del hallazgo más preocupante: una mayor mortalidad. Acudir a una residencia de ancianos propiedad de gestores de activos aumentó la probabilidad de muerte (comparadas con los resultados de otras residencias con ánimo de lucro pero con otros propietarios) en aproximadamente un 10 por ciento, en el caso de los pacientes de corta duración sujetos al Medicare, lo que implica que, en Estados Unidos entre 2004 y 2016, se perdieron unas 20.150 vidas debido específicamente a que los gestores de activos eran los propietarios de dichas residencias de ancianos.⁷⁹ Al parecer, en algunas circunstancias, la sociedad de gestores de activos mata.

⁷⁶ Un ejemplo especialmente inquietante ha sido relatado en profundidad por Y. Rafiei, «When Private Equity Takes Over a Nursing Home», *New Yorker*, 25 de agosto de 2022.

⁷⁷ A. Gupta, S. Howell y C. Yannelis, «Does Private Equity Investment in Healthcare Benefit Patients? Evidence from Nursing Homes», NBER Working Paper 28474, febrero de 2021, p. 3. En particular, Tong Liu ha descubierto un resultado idéntico en el caso de adquisiciones por parte de los gestores de activos de hospitales estadounidenses, lo que para los asegurados privados ha supuesto un aumento total del 11 por ciento de gasto sanitario. Véase T. Liu, «Bargaining with Private Equity: Implications for Hospital Prices and Patient Welfare», julio de 2021, en ssrn.com.

⁷⁸ Gupta, Howell, Yannelis y Gupta, «Private Equity Investment in Healthcare...», p. 4.

⁷⁹ *Ibidem*, p. 3.

Regla tres

Si ya se incentiva a los gestores de activos que administran fondos cerrados para que expresen los gastos operativos asociados con el activo real, las inversiones tienen un incentivo aún mayor para evitar gastos de capital, es decir, gastos que se espera que proporcionen utilidad más allá del muy corto plazo. Después de todo, si el objetivo imperioso es salir dentro de, digamos, tres a cinco años de inversión, no habría razón para gastar dinero cuyos rendimientos se obtendrían total o principalmente más allá de ese horizonte de tiempo limitado. Hacerlo sería económicamente irracional; y cuanto más cerca esté la fecha de salida del gestor de activos, no hace falta decirlo, el incentivo por invertir a largo plazo será aún menor.

Y así llegamos a la tercera y última regla de oro del gestor de activos reales: evitar, en términos generales, cualquier gasto de capital. Por supuesto, esto sería problemático en cualquier contexto: independientemente de lo «presentista» que pueda llegar a ser cualquier orientación, todas las operaciones comerciales requieren cierto grado de inversión a largo plazo, ya sea en la formación de los empleados o en la mejora de las tecnologías de los sistemas de información, o en cualquier otro recurso. Pero sería difícil pensar en un contexto en el que exista un sesgo inherente contra el gasto de capital más problemático que la propiedad y la administración de activos reales como vivienda e infraestructuras. Esos activos se diferencian de otros activos en los que invierte el sector privado precisamente por su naturaleza a largo plazo: incluso los simples gastos cosméticos en mantenimiento o las mejoras reales de activos físicos generan beneficios que se extienden en el tiempo. El gasto de capital es la sangre que lo mantiene vivo. En la medida en que los gestores de activos cerrados forzados por su cortoplacismo intrínseco desincentivan que los fondos cubran dichos gastos, se puede afirmar que posiblemente son, de todos los propietarios concebibles, los menos adecuados para poseer activos de vivienda e infraestructuras. Como suelen argumentar los defensores de los fondos con estructuras abiertas «tener que salir de un activo simplemente porque se acaba la vida útil del fondo es contraproducente para el crecimiento a largo plazo de las empresas».⁸⁰

Esto no quiere decir que los fondos cerrados nunca toleren gastos significativos de capital; a veces lo hacen. Pero normalmente, solo lo hacen en circunstancias especiales y, principalmente, de dos tipos.

La primera es cuando se ven obligados externamente a realizar dicho gasto de capital. En este caso lo más común es que haya condiciones en el momento en el que los gestores de activos adquieren activos reales

⁸⁰ Bentley, «Is It Time to Take a Closer Look...».

regulados que hacen que durante el proceso de adquirirlos, los gestores se comprometen a realizar ciertos tipos y niveles de inversión de capital.

Esta obligación, según Paul Finch, ha sido el consuelo —quizás el único— de la lamentable historia de los contratos PFI en el Reino Unido. Como escribía en un artículo de 2019 en *The Sunday Times*, en el que se detallaba el déficit sustancial de gasto en reparación y mantenimiento en los principales hospitales del Reino Unido operados y de propiedad pública, a la vez que sugería que lo mismo ocurría con las infraestructuras educativas gestionadas según el mismo modelo, Finch señalaba que por el contrario este «era uno de los atributos más útiles [de PFI]: el requisito de que los consorcios deben mantener los edificios en condiciones adecuadas durante el periodo que está bajo su propiedad (hasta 30 años). Cuando se devuelven los edificios al sector público, tienen que estar en un estado comparable a la condición en la que se encontraban tras su adquisición en el segundo año de su funcionamiento». Finch admitió: «Pagas un precio por esto y los críticos dicen que el precio es demasiado alto».⁸¹ También se podría añadir que el mercado líquido secundario de acciones de PFI descrito anteriormente seguramente habrá alentado a algunos propietarios para que escatimasen en mantenimiento mientras tenían temporalmente el control de los activos PFI. Sin embargo, es bastante acertada la visión más global que muestra Finch: en algunas circunstancias existen mecanismos para requerir gasto de capital a los gestores de activos.

El segundo conjunto de circunstancias bajo las cuales los cortoplacistas gestores de activos realizan importantes inversiones de capital en activos de bienes reales es en aquellos casos en los que existe una alta probabilidad de que puedan monetizar los rendimientos futuros de dicha inversión a su salida de la misma, incorporando activamente el coste de capital (más un extra de beneficio) al precio de la enajenación. Normalmente, esto solo es posible en situaciones en las que el gasto del capital permite al propietario del activo subir inmediatamente las tarifas gravadas a los usuarios de ese activo, al menos en una cantidad proporcional a una tasa de rendimiento aceptable.

Imagine un hipotético gestor de activos propietario de una red de telecomunicaciones de fibra óptica. Si el gasto de 1.000 millones de dólares invertidos en mejorar esa red no permitiese cobrar tarifas más altas a las empresas que la utilizan para prestar servicios de datos, dicha inversión será muy difícil de racionalizar. Si permite aumentar las tarifas anuales en un total de 20 millones de dólares, la lógica seguirá siendo débil, ya que la recuperación del capital llevará cincuenta años (una eternidad para un gestor de activos), antes incluso de tener en cuenta el tiempo-coste del

⁸¹ P. Finch, «Dismiss PFI If You Will, at Least the Repairs Get Done», 12 de febrero de 2019, en architectsjournal.co.uk.

dinero. Pero si se pueden elevar inmediatamente las tasas anuales en 50 millones de dólares o incluso en 100 millones de dólares, la inversión tiene potencialmente más sentido. Fundamentalmente, esto no se debe tanto a que sea necesariamente el propio gestor el que coseche los frutos a partir de los próximos cinco, diez o más años; este, normalmente, no será el caso. Sino porque el mercado podrá comprobar inmediatamente que la inversión ofrece rendimientos positivos, permitiendo así que el gestor de activos venda la red de forma rentable y con las prisas necesarias. De nuevo: las tarifas infladas son un medio para lograr un fin, no el fin en sí.

El programa de inversión en vivienda de Blackstone en el periodo iniciado con la crisis financiera mundial vuelve a proporcionar un ejemplo de manual, aunque esta vez sea en Suecia y no en Estados Unidos. En diciembre de 2016, dos fondos cerrados de Blackstone combinaron sus fuerzas para adquirir una participación del 46 por ciento y del 65 por ciento de las participaciones en D. Carnegie & Co., el propietario de más de 16.000 apartamentos suecos, de los cuales alrededor de 10.000 estaban principalmente ubicados en los suburbios del Gran Estocolmo. A finales de 2018, momento en el que Carnegie pasó a llamarse Hembla y que poseía más de 21.000 apartamentos, Blackstone había aumentado su participación en la propiedad hasta el 61 por ciento.

Gran parte del parque de viviendas de Hembla no había sido sustancialmente mejorado desde su construcción en los años sesenta y setenta. ¿Debería Blackstone invertir en dicha mejora? El sistema sueco de control «suave» de alquileres permite a los propietarios aumentar los alquileres si se comprometen a realizar renovaciones que mejoran la condición física y la calidad de una unidad. Por lo tanto, la pregunta a la que se enfrentó Blackstone fue: si llevase a cabo renovaciones, ¿podría asegurarse un aumento inmediato del alquiler de manera que: a) demostrase a otros potenciales inversores que el gasto había generado rendimientos adecuados y, por tanto, los animara a compensar a Blackstone por dicho gasto en el caso de que Blackstone decidiese vender Hembla, pero también (b) no afectará negativamente a la ocupación?

Blackstone apostó a que podía, y tuvo razón. En 2018, por ejemplo, gastó 903 millones de coronas suecas (SEK) en la renovación de 1.626 apartamentos. Logró aumentar inmediatamente el alquiler medio anualizado de estos apartamentos en 491 SEK/m² (de 1.021 a 1.512).⁸² Si asumimos que el tamaño medio de los apartamentos renovados coincidía con el tamaño medio de todos los apartamentos de Hembla en aquella época (79 m²), esto representaba un aumento anualizado combinado del alquiler de 63 millones de coronas. Y su impacto en la ocupación fue

⁸² Hembla, *Annual report 2018...*, pp. 59-60.

aparentemente insignificante: las tasas de desocupación en el conjunto total de la cartera de Hembla aumentaron solo marginalmente en 2018, de un 1,3 al 1,5 por ciento.⁸³

El mercado valoró efectivamente la inversión de Blackstone. En septiembre de 2019, menos de tres años después de haber tomado el control, Blackstone cedió su participación mayoritaria en Hembla a la alemana Vonovia por 12.200 mil millones de coronas suecas (alrededor de 1.100 millones de euros), la salida tuvo un beneficio declarado de aproximadamente 6.000 millones de coronas suecas.⁸⁴

Durante ese tiempo, también un gran número de inquilinos de Hembla estaban «saliendo», aunque por lo general no lo hacían de forma voluntaria. Incapaces de soportar los aumentos de los alquileres, con un promedio de subida de alrededor del 50 por ciento, muchos inquilinos de apartamentos renovados se mudaron no porque quisiesen, sino porque tuvieron que hacerlo. Hembla es uno de los terratenientes que ha estado en el centro de la creciente tormenta política en Suecia, en torno a las prácticas del llamado «renodesahucio», es decir, el desahucio de inquilinos de sus viviendas como consecuencia de las renovaciones, ya sea porque el «desahucio» fuese iniciado por el propietario o por parte de la asediada inquilina.

Hay circunstancias así en las que los fondos cerrados realizan importantes gastos de capital sobre activos reales en sus carteras. Pero esto generalmente es solo cuando se ven obligados, o cuando lo que podría parecer una inversión a largo plazo puede monetizarse a corto plazo. De lo contrario, el incentivo para el gasto está intrínsecamente ausente. La implicación de esto debería ser evidente: los activos de vivienda e infraestructuras cuando están en manos de este tipo de propietarios no reciben normalmente la inversión de capital que necesitan y por eso se deterioran físicamente.

El sistema de servicios públicos privatizado de Reino Unido, en el que desde el cambio de milenio los gestores de activos han sido inversores cada vez más activos (ver capítulo 2), representa un ejemplo importante de este fenómeno, lo que comprende desde el agua hasta la electricidad, pasando por el gas y las telecomunicaciones. Los expertos del *Financial Times* han señalado repetidas veces las cuestiones pertinentes. En 2018, por ejemplo, Jonathan Ford llamó la atención específicamente sobre el «desfase temporal» discutido antes: «Los fondos de compra tienen una vida útil limitada de 7 a 10 años tras la cual liquidan y distribuyen los beneficios, mientras que es posible que las inversiones de capital que realicen las empresas de

⁸³ *Ibidem*, p. 83.

⁸⁴ S. Thór, «Blackstones Vinst på Hembla-affären Cirka 6 Miljarder», 23 de septiembre de 2019, en fastighetsnytt.se.

servicios públicos solo den sus frutos décadas después. Eso significa que el propietario puede verse tentado a escatimar en inversiones».⁸⁵

Luego está el hecho de que la mayoría de las empresas de servicios públicos son monopolios naturales. ¿Por qué incurrir en el gasto de mejorar físicamente, pongamos por caso, una red de distribución de gas si los clientes insatisfechos no pueden cambiarse a una red diferente? Ya en 2008, Martin Wolf, colega de Ford había declarado «roto» el modelo de servicios públicos privatizado de Gran Bretaña, precisamente porque el poder monopólico de los propietarios privados había servido como obstáculo «a la inversión [de capital]»; mimados por las condiciones de monopolio, los propietarios habían estado exprimiendo sus activos de infraestructuras en lugar de gastar dinero en mejorarlos.⁸⁶ Lo más importante es que entre esos subinversores se encontraban gestores de activos, un hecho que condujo a Ford, una década después, a una sólida conclusión. Tal vez, escribió, los gestores de fondos cerrados «tengan un papel que desempeñar en la financiación [de empresas de servicios públicos] que operan en mercados competitivos, en concesiones a corto plazo, o bien en bienes que están obligados contractualmente a mantener en buen estado. Pero las empresas con licencias permanentes y los clientes cautivos son un asunto diferente».⁸⁷

En el Anexo A de la fulminante crítica de Ford a los gestores de activos, las empresas de servicios públicos y la sistemática subinversión en infraestructuras, se encontraba Macquarie, sobre todo en lo relacionado con su propiedad de Thames Water. Como vimos en el capítulo 2, Macquarie se hizo con el control de Thames, la mayor empresa de aguas y aguas residuales de Reino Unido, en 2006. Y lo hizo utilizando fondos cerrados.

Relativamente poco después de que Macquarie se hiciera con la empresa, empezaron a surgir las preocupaciones por la inversión insuficiente en las infraestructuras de Thames Water. En 2013, sin embargo, se convirtió en noticia de primera plana cuando Ofwat, el regulador industrial, cuestionó la propuesta de Thames de aumentar las tarifas a los clientes en un 8 por ciento, acusando a la empresa de haber «infrafinanciado históricamente el drenaje de alcantarillado y el tratamiento de aguas residuales, y que no había mantenido adecuadamente parte de su red de tratamiento de aguas residuales».⁸⁸ Aún así, el desafío no pareció provocar ningún cambio significativo en su comportamiento. Los críticos continuaron señalando las repetidas y constantes fugas de aguas residuales como evidencia de una

⁸⁵ J. Ford, «Private Equity and Utilities Don't Mix», *Financial Times*, 18 de junio de 2018.

⁸⁶ M. Wolf, «Britain's Utility Model Is Broken», *Financial Times*, 12 de junio de 2008.

⁸⁷ Ford, «Private Equity and Utilities Don't Mix...».

⁸⁸ L. Tobin, «Ofwat Threat to Pull Plug on Thames Water Bills Rise», *Independent*, 13 de septiembre de 2013.

inversión crónicamente insuficiente. Debido a unas fugas que provocaron una gran contaminación del Támesis y otros ríos al filtrarse en ellas aguas residuales sin tratar entre 2012 y 2014, la empresa finalmente fue procesada por la Agencia de Medio Ambiente, y en marzo de 2017 fue multada con 20 millones de libras, el juez del caso castigó a la empresa por «una inversión inadecuada, su infernal mantenimiento y su pésima gestión».⁸⁹

En 2016-2017, Thames Water logró pasar por alto el objetivo de reducción de la fuga fijado por Ofwat en 47 millones de *litros diarios*.⁹⁰ Como señaló Ford, esto significaba claramente que los clientes «no estaban obteniendo el servicio por el que pagaban y sin embargo, estaban más expuestos, por ejemplo, a una interrupción en el suministro».⁹¹ A principios de 2018, en medio una oleada de clima frío, roturas de tuberías y fugas dejaron a 12.000 de los hogares del Thames sin agua.⁹² A Ofwat finalmente se le agotó la paciencia, y en junio de ese año multó a Thames con una cantidad récord de 120 millones de libras por su deficiente y duradero desempeño con respecto a los problemas de fugas. Pero Macquarie no tenía por qué preocuparse. Había vendido sus últimas acciones en Thames Water (a un plan de pensiones canadiense y a la Kuwait Investment Authority) el año anterior, justo a tiempo para liquidar los fondos a través de los cuales había invertido. Macquarie, como comentó caústicamente Ford, «había desaparecido, dejando que otros se llevaran la bofetada».⁹³

Si, durante la década en la que Macquarie había tenido el control de Thames Water, no gastó el dinero en infraestructuras que los clientes, los tribunales y los reguladores esperaban que gastara, hay que decir que, de hecho, gastó de forma extravagante en otra cosa: en los dividendos pagados a los accionistas. Entre los cuales el más destacado es el propio Macquarie. Durante los dos años (2016 y 2017) en los que fracasó colosalmente en lograr sus objetivos de reducción de fugas Thames pagó, por ejemplo, dividendos de 239 millones de libras. En un análisis realizado para la BBC, Martin Blaiklock, un experto de renombre mundial en finanzas de infraestructuras, estimaba que los rendimientos obtenidos por los fondos de Macquarie de su inversión en Thames Water le reportó un promedio entre el 15,5 y el 19 por ciento anual. Estos retornos, comentó Blaiklock, fueron «el doble de lo que normalmente se esperaría».⁹⁴

⁸⁹ M. Robinson, «How Macquarie Bank Left Thames Water with Extra £2bn Debt», 5 de septiembre de 2017, en bbc.com.

⁹⁰ «Thames Water Fined £8.55m for Failing to Stop Leaks», 14 de junio de 2017, en bbc.com.

⁹¹ Ford, «Private Equity and Utilities Don't Mix...».

⁹² G. Plimmer, «Water Companies Criticised after Thousands of UK Homes Lose Supply», *Financial Times*, 5 de marzo de 2018.

⁹³ Ford, «Private Equity and Utilities Don't Mix...».

⁹⁴ M. Robinson, «How Macquarie Bank Left Thames Water with Extra £2bn Debt...».

En otras palabras, mientras que algunos sufren los costes de la sociedad de gestión de activos, otros se apropian de las ganancias financieras, a menudo extravagantes. Esas ganancias y su distribución son el tema del capítulo 5.

Un trágico horizonte

Dada la expectativa de que los eventos climáticos extremos y los peligros ambientales asociados, como las inundaciones, irán aumentando en frecuencia e intensidad a medida que avance el cambio climático durante las próximas décadas, es muy posible que el histórico caso de Macquarie y Thames Water —engranados como estaban con el clima, el agua y los residuos— represente un presagio de lo que vendrá.

Además, pese a que parecía personificar «el desfase temporal» señalado por Ford —la discrepancia entre los horizontes a corto plazo de gestores de activos y el plazo más largo durante el cual los gastos de capital normalmente se reembolsan solos— este ejemplo puede resultar instructivo en un sentido mucho más fundamental y preocupante. Quizás más que cualquier otro acontecimiento en la historia de la humanidad, el cambio climático exige una perspectiva a largo plazo y al mismo tiempo de forma perversa se convence a la gente de que los grandes cambios no son posibles aún y, por lo tanto, no es necesario tomar medidas correctivas importantes ya mismo. Con lo que nuestros horizontes se ven, repetida y desastrosamente, asfixiados.

En 2015, Mark Carney, en calidad de gobernador del Banco de Inglaterra y presidente del Financial Stability Board [Consejo de Estabilidad Financiera], ofreció una influyente conferencia acerca del cambio climático y este particular desajuste temporal. El cambio climático representa nada menos que, en palabras suyas, un «trágico horizonte». Porque «los impactos catastróficos del cambio climático se sentirán más allá de los horizontes tradicionales de la mayoría de los actores», con lo que estos actores tienen pocos incentivos directos para hacer algo al respecto. Los principales grupos de interés para Carney en ese momento eran los bancos centrales; Carney señaló que el horizonte de la política monetaria solo «se extiende a 2-3 años».⁹⁵ Pero podría igualmente haberse referido a los gestores de activos, cuyo horizonte, como hemos visto, suele estar igualmente restringido. ¿Por qué invertir en un futuro que no verás?

Volveré a tratar con más detalle la sociedad de gestión de activos en la era de la crisis climática en el capítulo 6. Pero vale la pena señalar aquí

⁹⁵ M. Carney, «Breaking the Tragedy of the Horizon - Climate Change and Financial Stability», 29 de septiembre de 2015, en bankofengland.co.uk.

que los gestores de activos ya se están estableciendo y aumentando ampliamente su capital en inversiones explícitamente etiquetadas como fondos de inversión en «clima» o de «transición». Entre esa plétora de fondos, se lanzó uno en 2021 que destacó entre la multitud. El Brookfield Asset Management's Global Transition Fund cuyo objetivo era reunir 12.500 millones de dólares para invertir en activos que «catalizarían la transformación de empresas con uso intensivo de carbono» y «acelerar la transición global hacia una economía con un consumo neto de carbono cero».⁹⁶ Dos cosas en este fondo lo hicieron inmediatamente sorprendente.

La primera de ellas fue el horizonte temporal del fondo. En lugar de promover el tipo de estructura abierta «perpetua» tan promocionada recientemente por la industria, y que podría parecer apropiado para el problema a largo plazo que supone el cambio climático, el fondo Brookfield era el típico vehículo cerrado a doce años, una metáfora perfecta, si se quiere, que muestra la incongruencia estructural de la gestión de activos reales en la época de la crisis climática.

La otra característica notable del nuevo fondo fue la primera persona en ser seleccionada para convertirse en uno de los cinco profesionales de inversiones encargados de su gestión. En una ironía casi atemorizante por su belleza, fue el mismísimo Mark Carney, que se había incorporado a Brookfield como vicepresidente y jefe de inversiones para la transición el año anterior, directamente procedente del Banco de Inglaterra. De su mentado trágico horizonte ya no se volvió a oír nada.

⁹⁶ J. Stutts, «Brookfield's Transition Fund Targets 10% Returns», 18 de noviembre de 2021, en newprivatemarkets.com. Al final, Brookfield recaudó unos 15.000 millones de dólares para este fondo, procedentes de más de 100 inversores diferentes.

V ¿QUIÉN SALE GANANDO?

Los líderes

Originario de Pensilvania y nacido en 1947, Stephen Schwarzman ha sido financiero toda su vida profesional. Al graduarse en Yale en 1969, se incorporó a Donaldson, Lufkin & Jenrette, un banco de inversión. Lo dejó para cursar un MBA (Harvard) y regresó a Wall Street y la banca. Su empleador en esta ocasión fue Lehman Brothers. Allí Schwarzman conoció a Peter Peterson, presidente y director ejecutivo de Lehman. En 1985, los dos hombres dejaron Lehman para crear el Blackstone Group. Tenía 38 años y Schwarzman, ya multimillonario, se instaló como director ejecutivo de Blackstone. Sigue siendo director ejecutivo treinta y siete años después. En el momento de escribir este artículo, se estima que su patrimonio neto supera los 40.000 millones de dólares.

Bruce Flatt es mucho más joven que Schwarzman. Canadiense, nacido en 1965, Flatt comenzó su carrera como contable en Ernst & Young. En 1990, a los veinticinco años, se incorporó a Brascan, un conglomerado en expansión con raíces históricas en la construcción y operación de infraestructuras eléctricas y de transporte, solo para que su nuevo empleador casi implosionara durante la recesión de principios de los años noventa. Los activos de recursos cíclicos se vendieron y la empresa resurgió de la crisis como una empresa más magra y ágil, más enfocada a los bienes inmobiliarios, los sistemas energéticos y la gestión de activos. También era una empresa en la cual Flatt iba ascendiendo rápidamente dentro de sus filas ejecutivas. En 2002, se convirtió en director ejecutivo; en 2005, Brascan pasó a llamarse Brookfield Asset Management. Flatt sigue siendo director ejecutivo diecisiete años después. Se estima que su patrimonio neto asciende a los 3.000 millones de dólares.

Martin Stanley nació en Reino Unido en 1963. Comenzó su carrera en 1986 en Manweb plc., el operador de la red de distribución eléctrica para Cheshire, Merseyside y el norte de Gales. Posteriormente se unió a TXU Europe Group, una empresa de servicios energéticos involucrada en la

generación, suministro y comercialización de electricidad y gas. En 2004, a la edad de cuarenta y un años, Stanley se unió al australiano Macquarie Group y ayudó a establecer el primer fondo de infraestructuras europeas de Macquarie, dirigiendo una serie de históricos acuerdos iniciales, entre los que se incluía la adquisición de Thames Water, en 2006 (ver capítulo 4). Durante más de una década, Stanley ha dirigido los negocios de inversión en activos reales de Macquarie, primero como director global de Macquarie Infrastructure and Real Assets (2010-2018) y luego como director (2018-2021) y posteriormente como presidente (a partir de 2021) de Macquarie Asset Management. Aunque no hay estimaciones disponibles públicamente del patrimonio neto de Stanley, sabemos que claramente le ha ido bien: en el año transcurrido hasta el 31 de marzo del 2021, por ejemplo, recibió una remuneración total de 20 millones de dólares australianos.¹

«Maestros, enfermeras y bomberos»

Como era de esperar, estas riquezas no son de lo que se oye hablar cuando los gestores de activos reales, y aquellos que apoyan su modelo de negocio, explican qué hacen y, más importante aún, por qué. La narrativa preferida es ciertamente la que solo habla de los beneficios económicos. Lo que pasa es que esta narrativa obvia cuáles son en sí los beneficios de los que disfrutan los gestores de activos. En cambio, se dice que la gestión de activos en realidad lo que busca es producir retornos financieros a determinados grupos o circunscripciones sociales y que, a no ser que se esté mal de la cabeza, nadie puede desestimar su importancia y menos aún cuestionar su dignidad.

El discurso se resume en una línea, utilizada por Blackstone al presentar una visión general de su negocio en su informe anual. «En la medida en que nuestros fondos funcionen bien», explica la empresa, «podemos dar apoyo para que decenas de millones de pensionistas, incluidos profesores, enfermeras y bomberos obtengan una pensión mejor».² En la medida en que el dinero que invierte Blackstone es dinero de profesores, enfermeras y bomberos, ellos son los que se benefician cuando sus fondos generan retornos significativos. ¿Cómo podrías estar contra esto?

Sería difícil exagerar el poder tan crudo y brutal que tiene este discurso a la hora de configurar los resultados económicos. Si sirve hoy para legitimar las prácticas de inversión de los gestores de activos que compran vivienda e infraestructuras es porque es una narrativa que se ha extendido y se ha hecho circular como justificación para la gestión de activos en general, y

¹ Macquarie Group, *Annual Report for the Year Ended 31 March, 2021*, p. 122.

² The Blackstone Group Inc., *Annual Report for the Fiscal Year Ended December 31, 2020*, p. 7.

especialmente para las prácticas de gestión de activos que muchos analistas consideran problemáticas. El capital privado, tan a menudo asociado por los críticos con la pérdida de empleo y la «liquidación de activos» de las empresas adquiridas, junto con la exorbitante remuneración de los gestores de fondos, es un buen ejemplo de ello. Considérese la respuesta de los defensores de la industria, por ejemplo, cuando en 2008 la Service Employees International Union presentó una iniciativa ciudadana ante la legislatura de Washington para limitar la inversión en fondos de capital privado por parte del State Investment Board (SIB), que gestionaba 62.000 millones de dólares de dinero en pensiones públicas. El capital riesgo, defendió el director ejecutivo de SIB, Joe Dear, protestando frente a dicha iniciativa, era la clase de activos con mayor rendimiento. Si no podían seguir invirtiendo en capital riesgo, los perdedores, dijo, serán los pensionistas del sindicato en general ya que dependían de esos rendimientos para sus ingresos de jubilación.³

En el contexto de los activos reales, uno de los defensores más contundentes del argumento de que las empresas de gestión de activos proporcionan un servicio público beneficioso generando ingresos ordinarios a los ahorradores de cara a las pensiones es la Global Infrastructure Investor Association (GIIA), organismo comercial líder para gestores de activos e inversores institucionales especializados en activos de infraestructuras. Sus miembros, subraya la GIIA, invierten «en beneficio de los ciudadanos a los que representan», por lo que, según esto, realizan un servicio cívico. Según explica una entusiasmada GIIA tanto los «maestros y trabajadores municipales como los bomberos y trabajadores de fábricas», suman entre todos ellos «millones de personas» que se están beneficiando directamente de la producción de beneficios por parte de los fondos de inversión capitalizados por sus miembros. De hecho, dado que gran parte del capital para inversiones en infraestructuras «proviene de los ahorros acumulados de millones de pensiones individuales», esos mismos trabajadores municipales y fabriles no solo se benefician de la inversión en infraestructuras sino que la habilitan, «mejorando —según ellos— la infraestructura global y apoyando la economía local y nacional».⁴ Es, en todos los sentidos del término, un círculo virtuoso, que pivota y se desarrolla sobre un actor histórico (aunque mítico): el «ciudadano inversor» corriente.

Es importante que veamos en profundidad qué elementos conforman realmente el núcleo de este discurso. Como vimos en el capítulo anterior, los críticos de la «financiarización» de la vivienda, las tierras de cultivo y las infraestructuras con frecuencia argumentan que la propiedad de dichos

³ «Pounding Private Equity», *Wall Street Journal*, 23 de agosto de 2008.

⁴ Global Infrastructure Investor Association, «Closing the Gap: How Private Capital Can Help Deliver Our Future Infrastructure Needs», marzo de 2019, pp. 4, 14, en giia.net.

activos por parte de las instituciones financieras, como son los gestores de activos, es categóricamente más problemática que cuando son propiedad de actores corporativos «no financiarizados»: estas críticas implican que es preferible que la vivienda sea propiedad de empresas inmobiliarias, las redes eléctricas lo sean de empresas energéticas, y las plazas y sistemas de aparcamientos estén en manos de empresas especializadas en sistemas de estacionamiento, etc. Sin embargo, los gestores de activos y sus partidarios afirman exactamente lo contrario. Según ellos, no solo no es peor sino que es mejor que la propiedad esté «financiarizada».

Esto, argumentan, se debe a que tal modelo de propiedad implica una alineación de intereses simple, directa y transparente entre el gestor de activos y, detrás del mismo, todos esos profesores y trabajadores de fábricas a los que obedientemente representan. A la hora de desarrollar la gestión de su negocio, los ejecutivos de empresas inmobiliarias, empresas energéticas y de las empresas de aparcamiento deben tener en cuenta todas las diferencias existentes entre todas las distintas partes interesadas, desde comunidades locales hasta empleados, de clientes a accionistas. Incluso si privilegian al cuarto de estos grupos en esta época contemporánea de loas al «valor accionarial», los ejecutivos corporativos juran una y otra vez que defienden los intereses de los otros tres grupos, creando una combinación confusa de prioridades estratégicas.

Los gestores de activos tienen una mentalidad más decidida. Su trabajo es hacer dinero para aquellos cuyo capital administran, punto. De hecho Schwarzman, de Blackstone, provocó un escalofrío generalizado cuando, en 2015, ocho años después de la oferta pública inicial de la empresa, insistió en que la empresa asumiese una responsabilidad fiduciaria solo ante sus socios comanditarios (es decir, inversores en sus fondos) pero *no* frente a sus accionistas (es decir, los inversores en el capital riesgo propio de la empresa).⁵ En el caso de la gestión de activos, decía Schwarzman, se da un alineamiento libre de intereses entre el gestor y el «gestionado». Y el particular específico en cuyo nombre los gestores de activos suelen afirmar que trabajan son, por supuesto, los ahorros ordinarios para la jubilación. Si uno se preocupa por las perspectivas de dichos individuos, entonces, según esta lógica, debería celebrar, no despreciar, la labor del gestor de activos.

Un ejemplo de este discurso puesto en práctica con éxito al servicio de un resultado económico y político específico llegó en 2019 en Reino Unido. Una de las propuestas más importantes del Partido Laborista, entonces en la oposición, durante el periodo previo a las elecciones generales de ese año, fue la propuesta de renacionalizar los servicios energéticos,

⁵ S. Willmer, «Blackstone's Schwarzman Says Duty Isn't to Public Shareholders», 1 de febrero de 2015, en bloomberg.com.

de tratamiento de aguas y otras infraestructuras de servicios públicos clave. Estas infraestructuras, como hemos visto, han proporcionado un terreno fértil de inversión a las empresas internacionales de gestión de activos durante las últimas dos décadas. Además, los laboristas no solo propusieron expropiar a los propietarios privados de las infraestructuras, sino que proponían hacerlo a los precios fijados por el Parlamento, es decir, precios que podrían estar por debajo de los precios de mercado.

Mientras que la propuesta laborista pareció al principio popular entre la opinión pública, dicho punto de vista se volvió rápidamente amargo, a medida que los organismos industriales, entre ellos la misma GIIA, desplegaron toda una andanada de duros y repetidos ataques. Como era de esperar, estos ataques se realizaban aparentemente en defensa del público en general del Reino Unido. Si se compensa por debajo del valor de mercado, dijo Water UK, el organismo comercial del sector tendrá miedo de efectuar futuras inversiones en infraestructuras «de las que depende la gente corriente». Afirmaron que el efecto sería también perjudicial para los ahorros para la jubilación de la gente: «Esto pone en riesgo los fondos de pensiones, que sustentan las vidas de millones de pensionistas del Reino Unido», entonó el responsable de la Energy Networks Association, un organismo comercial homólogo.⁶ Los laboristas, por supuesto, perdieron las elecciones.

A primera vista, tiene cierto mérito que lanzaran una tesis así, con tal desfachatez, afirmando que es la «gente ordinaria», en su calidad de pensionistas ya sea actuales o futuros, los que se benefician de las exitosas prácticas de la gestión de activos reales, y que, en consecuencia, los gestores de activos deberían ser respetados e, incluso, elogiados. Después de todo, los planes de pensiones siempre han constituido la categoría individualizada más grande de contribuyentes de capital a los fondos gestionados por gestores de activos; y eso no es diferente en el caso de los fondos «alternativos», fondos de cobertura, capital riesgo, infraestructuras e inmuebles que en relación con los bonos tradicionales y los fondos de capital público. La base de datos Preqin, por ejemplo, identifica un total de 5.189 compromisos de inversores institucionales diferenciados a nivel mundial para fondos de infraestructuras cerrados entre 1990 y 2020, de los cuales alrededor del 62 por ciento (3.217) eran compromisos hecho por planes de pensiones.⁷ Indiscutiblemente, muchos millones de personas han recibido de hecho, un incremento en sus ahorros de jubilación cuando los diversos fondos de infraestructuras, en los que se separan esos 3.217 compromisos de capital, generan grandes retornos.

⁶ Citados ambos en J. Ford y G. Plimmer, «Investors Attack Labour's Renationalisation Plans», *Financial Times*, 29 de mayo de 2019.

⁷ A. Andonov, R. Kräussl y J. Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing», *Review of Financial Studies*, núm. 34, 2021, p. 3888.

Sin embargo, no debemos tomar al pie de la letra estas afirmaciones de que el objetivo de los gestores de activos reales y sus partidarios es el servicio público y sus métodos altruistas. Por un lado, existen costes indudables que deben ser sopesados frente a los supuestos beneficios. Un enfoque estratégico singular que priorice los intereses de los contribuyentes de capital de inversión, considerando que este sea realmente el enfoque de los gestores de activos significa, demasiado a menudo, una degradación de otros intereses, entre ellos los de los usuarios de viviendas e infraestructuras en las que los gestores de activos invierten. Es decir, cualquier ganancia que «la gente» (como pueden ser aquellos que ahorran para sus pensiones) obtenga a partir de la gestión de activos reales puede que, en verdad, acabe no compensando debido los costes en los que incurren como resultado de dicha gestión (ver capítulo 4).

Digámoslo claramente, la realidad es que estas afirmaciones que se repiten periódicamente con respecto a las supuestas ganancias para el ahorrador ordinario, simplemente no son ciertas. En cuanto se rasca un poco, aparece bajo la superficie una imagen muy diferente, que muestra quién gana exactamente, y en qué proporciones, cuando los fondos son establecidos por empresas como Blackstone, Brookfield y Macquarie, y estas proceden a invertir el capital de sus clientes en activos de vivienda e infraestructuras. Cuanto más se entiende la mecánica y la estructura de la gestión de activos reales más claramente vemos lo engañoso de la fachada mostrada por la GIIA y su imagen de dulce protector, cuya virtuosa labor pone en el centro al humilde maestro o al trabajador fabril.

Lo que sigue en este capítulo es un profundo examen de dichas estructuras y mecánica. Lejos de ser una especie de una fuerza centrífuga benéfica que democratiza la riqueza distribuyéndola liberalmente hacia afuera y hacia abajo, es decir dándosela a las masas, la imagen que emerge a partir de los resultados del sector de gestión de activos es más bien la imagen de una fuerza claramente centrípeta, que absorbe las ganancias de las inversiones en activo reales y cuya fuerza hace que se concentren para una posterior distribución hacia el interior de los mismos fondos y hacia arriba; por lo tanto, reforzando la riqueza de una élite global cada vez más encarnada en los propios ejecutivos de las empresas de gestión de activos.

¿Compartiendo el botín?

Para permitirnos analizar quién obtiene las ganancias generadas por los gestores de fondos de activos reales, comencemos con un ejemplo hipotético, muy simplificado, de un fondo de este tipo. Pongamos que reúne 300 millones de dólares para invertir y puede invertir en viviendas,

infraestructuras o en ambas; de hecho, en qué invierte es irrelevante para nuestro propósito. Como la mayoría de los fondos inmobiliarios y de infraestructuras que no cotizan en bolsa está diseñado como un vehículo cerrado, en este caso con una vida útil de diez años. El gestor del activo en sí no aporta capital al fondo. Llegados a este punto presuponemos que los socios comanditarios del fondo son planes de pensiones, lo que claramente no es una suposición muy realista, si bien a medida que vayamos avanzando en este capítulo se irá haciendo más flexible. En cualquier caso, esta será útil por ahora con fines ilustrativos. El fondo invierte la totalidad de su capital comprometido a través de una serie de activos. No se pagan dividendos ni al fondo ni a sus socios durante la vida del mismo. Todos los activos adquiridos son enajenados exitosamente antes de la terminación del fondo. Lo que haremos a continuación será examinar la cantidad y distribución de los ingresos del fondo bajo dos escenarios posibles: uno en el que el fondo obtiene buenos resultados y otro en el que no.

Escenario uno

En el escenario «exitoso», asumimos que los activos adquiridos se venden por un total de 690 millones de dólares, obteniendo una ganancia de 390 millones de dólares. Así, el fondo ha conseguido un múltiplo total del capital invertido (MOIC) una medida de rendimiento general comúnmente utilizada en la industria de gestión de activos del 2,3, es decir, 690 millones de dólares dividido por 300 millones de dólares.

Pero el ahorrador individual cuyo fondo de pensiones ha sido invertido por el fondo no obtiene un múltiplo del rendimiento total del 2,3. ¿Por qué no? La razón es que estas cifras representan rendimientos brutos, es decir, los rendimientos generados por el fondo, no los recibidos por sus respectivos socios institucionales, y menos aún por aquellos cuyo dinero han aportado dichos socios. Entonces, ¿cómo podemos hacer que el retorno del fondo se traduzca en un retorno al ahorrador de pensiones?

La primera distinción crucial que hay que hacer es entre rendimientos brutos y netos entregados por el propio fondo. Si sus rendimientos brutos son los identificados anteriormente (el llamado «MOIC bruto»), sus rendimientos netos son los que se acumulan después de que se hayan deducido del fondo los honorarios de gestión y los honorarios de desempeño. Como vimos en el capítulo 1, los honorarios típicos de gestión de los fondos de activos reales representan el 2 por ciento del capital comprometido por año, mientras que los honorarios por desempeño habituales comportan una tarifa, una participación efectiva en las ganancias, del 20 por ciento. Si nosotros utilizamos estos porcentajes de tarifas estándar y asumimos además que los gastos de ese fondo ascienden al 4 por ciento del capital comprometido

en total a lo largo de la vida del fondo, obtenemos las siguientes cifras para nuestro hipotético fondo: 60 millones de dólares en honorarios de gestión (2 por ciento \times 10 años \times 300 millones de dólares), 78 millones de dólares en intereses devengados (20 por ciento \times 390 millones de dólares de ganancias) y 12 millones de dólares en gastos (4 por ciento \times 300 millones de dólares). Esto nos da un total de 150 millones de dólares en honorarios y gastos. Deduciéndolos de los ingresos brutos por ventas de 690 millones de dólares, vemos que el fondo ha entregado ingresos netos a los socios comanditarios de (LP) de 540 millones de dólares, lo que equivale a un MOIC neto de 1,8.

Aquí es útil tener en cuenta dos puntos de referencia del mundo real. En primer lugar, las investigaciones realizadas por Ludovic Phalippou demuestran que en el mundo del capital privado, cuyas estructuras de tarifas son el modelo en el que se han basado durante mucho tiempo las estructuras de comisiones de los fondos cerrados de infraestructura y los fondos inmobiliarios, tanto el promedio bruto como neto del MOIC históricamente se han situado alrededor del 2,3 y 1,7, respectivamente.⁸ Es decir, la estimación en nuestro hipotético ejemplo de que se «absorben» 0,5 puntos de rendimiento bruto en concepto de gastos y honorarios del gestor del fondo, una diferencia entre 2,3 y 1,8, no es descabellada; en todo caso, subestima la extensión real de los gastos y honorarios habituales. En segundo lugar, el MOIC neto medio de los fondos de infraestructuras e inmobiliarios cerrados recaudados en el periodo 2002-2018 fue aproximadamente del 1,3.⁹ Así, nuestro hipotético fondo de activos reales, con un rendimiento neto para sus socios comanditarios del 1,8 en este primer escenario, representaría, de hecho, un gran éxito para un fondo de este tipo, mucho más exitoso que la media.

De todas maneras este 1,8 de retorno de la inversión no representa un retorno individual para el ahorrador de pensiones, ya que hay que hacer una segunda distinción crucial entre el rendimiento obtenido por el plan de pensiones (en este caso, el obtenido mediante su compromiso de capital con el fondo de activos reales) y lo que ganan los miembros del plan de pensiones. No son solo los gestores de activos los que cobran comisiones, obviamente los planes de pensiones también lo hacen.

La mayoría de estos planes imponen cargos que se calculan como una proporción de contribuciones al plan o (más comúnmente) al valor de mercado de los activos de un miembro.¹⁰ En nuestro ejemplo hipotético,

⁸ L. Phalippou, «An Evaluation of the Potential for GPFG to Achieve Above Average Returns from Investments in Private Equity and Recommendations Regarding Benchmarking», enero de 2011, pp. 25-26, en ssrn.com.

⁹ Andonov, Kräussl y Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing...», p. 3897.

¹⁰ Esto se aplica a los planes de pensiones de aportación definida, que son los más comunes; las comisiones o gravámenes aplicados a los planes de prestación definida funcionan de forma algo diferente.

asumiremos un cargo anual sobre esto último sobre una base del 1 por ciento; como punto de referencia, el promedio del Reino Unido en 2019 fue del 1,09 por ciento.¹¹ Si el valor de mercado del capital de ahorro invertido en nuestro fondo real se mantiene constante a lo largo de la vida del fondo, los honorarios totales durante el periodo de vida del fondo obtenidos por los gestores del plan de pensiones con respecto a ese capital serían de 30 millones de dólares (1 por ciento \times 10 años \times 300 millones de dólares). En realidad, sin embargo, el valor de mercado del capital invertido en el fondo se revisaría cada año, en este caso, dado el éxito del fondo, se revisaría al alza inflando con ello la tarifa anual. Supongamos, por tanto, que los honorarios totales del gestor de pensiones son de 40 millones de dólares (lo que implica un valor de mercado promedio del capital de ahorro durante los diez años de 400 millones de dólares). Esto significaría que, en lugar de crecer de 300 millones de dólares (la cantidad invertida originalmente) hasta los 540 millones de dólares (los ingresos netos del fondo tras pagar a los socios comanditarios los honorarios y gastos del gestor de activos), el capital total del fondo de pensiones al final de los diez años habría aumentado a 500 millones de dólares. El rendimiento del ahorro de pensiones sobre el capital invertido, por lo tanto, sería 1,6 (500 millones de dólares \div 300 millones de dólares) ni un 1,8 y menos aún un 2,3.

Pero esta medida, aunque reveladora, no logra captar las disparidades que existen en la distribución de retornos de los fondos exitosos. Examinemos ahora las cosas de otra manera. Como vimos, el fondo recaudó e invirtió 300 millones de dólares de capital de socios comanditarios (ahorradores) y obtuvimos ganancias en nuestro primer escenario de 390 millones de dólares, aunque en la práctica, dada la vida útil del fondo de diez años, el valor de este beneficio se ve algo erosionado por la inflación. ¿En qué proporciones se obtuvieron estas ganancias?

Las personas cuyos ahorros para la jubilación se invirtieron en el fondo obtuvieron 200 millones de dólares en ganancias y pusieron 300 millones de dólares que aumentaron hasta los 500 millones al finalizar. El gestor del plan de pensiones captura 40 millones de dólares de ganancias: no ha aportado dinero propio, pero ha logrado 40 millones de dólares en honorarios. Mientras tanto, el gestor de activos obtiene unas ganancias de las tarifas y gastos que les carga nuevamente sin aportación de capital, de 150 millones de dólares.

Se podría pensar que este es un buen resultado para los ahorradores: de los tres son los que han obtenido la porción de beneficios mayor. Pero, tanto en el caso del gestor de activos como del gestor del plan de pensiones,

¹¹ J. Gray, «Large Majority Unaware of Annual Pension Charges», 27 de noviembre de 2019, en pensionsage.com.

los millones de dólares ganados se reparten solo entre un número tan reducido de individuos, que casi se pueden contar con los dedos de las manos. Esto se aplica particularmente en lo relativo al interés acumulado por el gestor de activos que alcanzó los 78 millones de dólares. Normalmente, solo los más altos ejecutivos de una empresa de gestión de activos, junto con aquellos profesionales de la inversión que participan activamente al gestionar un fondo en particular y sus inversiones de cartera, obtendrán parte de lo devengado. En otras palabras, entender esto es empezar a darnos cuenta de las razones por las que actualmente el empleado promedio de Blackstone gana más de dos millones de dólares al año, además de permitirnos entender cómo es posible que Martin Stanley de Macquarie ganase 20 millones hace algunos años, y cómo a su vez el patrimonio de Bruce Flatt y Stephen Schwarzman de Brookfield y Blackstone es de 3.000 y 40.000 millones de dólares, respectivamente.¹²

En el caso de los que ahorran para la jubilación, por el contrario, los millones ganados en virtud de la inversión en nuestro hipotético fondo exitoso se compartirán seguro entre cientos de miles de individuos y, potencialmente entre millones de ellos. Una buena manera de abordar la cuestión de cuántos ahorradores normalmente son los que «respaldan» los compromisos de 300 millones de dólares del plan de pensiones a un fondo de activos reales (según nuestro caso hipotético) sería preguntarnos qué tipos de planes de pensiones tienen la costumbre de hacer compromisos de capital únicos a tal escala con este tipo de fondos individuales.

La respuesta a esta pregunta es: los grandes planes de pensiones públicas estadounidenses como, por ejemplo, el Pennsylvania Public School Employees' Retirement (con alrededor de 500.000 miembros) o el California Public Employees' Retirement System (con más de 2 millones). Si por ejemplo, el primero de estos dos planes hubiese proporcionado por sí mismo los 300 millones de dólares de nuestro caso, los 200 millones de dólares en ganancias para los ahorradores generados por el fondo representaría, en promedio, unos 400 dólares añadidos al fondo de pensiones de cada miembro, o 40 dólares extra por año. No hay nada que objetar a esto; pero, huelga decirlo, está lejísimos del nivel de beneficios obtenidos por Schwarzman.

Escenario dos

En nuestro segundo escenario, las inversiones que realiza el fondo no tienen éxito. De hecho, son un completo fracaso, y los ingresos acumulados

¹² Respecto a la remuneración media de los empleados de Blackstone, véase A. Gara, «Pay at Private Equity Firms “Dwarfs” Sums on Offer to Investment Bankers», *Financial Times*, 15 de febrero de 2022.

por la venta del mismo suman 210 millones de dólares, lo que representa 90 millones de dólares de pérdidas. ¿Cómo se distribuyen los ingresos del fondo en este escenario menos halagüeño?

En términos de gastos de fondos y honorarios de gestión, solo hay una diferencia con el primer escenario: no hay intereses devengados porque no hay ganancias por inversión. Las tarifas de gestión y los gastos de fondos siguen siendo los mismos que en el primer caso, y ascienden a 72 millones de dólares. El resultado es que solo 138 millones de dólares de los 210 millones de dólares en ingresos brutos del fondo se devengan a los socios comanditarios, que por lo tanto han «ganado» un MOIC neto inferior a 0,5 (138 millones de dólares ÷ 300 millones de dólares), y que se enfrentan a una pérdida del monto invertido en el fondo menos el monto obtenido en su terminación de 162 millones de dólares.

Lo primero que hay que señalar respecto a este segundo escenario hipotético es que tales desastres ocurren. Pese a toda la minimización de riesgos, una protección que cubre extensamente la actividad de los gestores de activos reales (ver capítulo 4), algunos fondos resultan en fracaso, lo que tiene consecuencias muy dañinas, sobre todo para los planes de pensiones invertidos. Pensemos en las experiencias del Pennsylvania Public School Employees' Retirement System (PSERS) antes mencionado. Desde principios de la década de 2000 hasta mediados de la misma, PSERS comenzó a aumentar agresivamente las asignaciones a ciertas clases de activos alternativos, incluidos activos reales. Debido a que los cargos por honorarios sobre fondos de activos reales son mucho más altos que los cargos sobre bonos tradicionales o fondos de capital público, los pagos que realizó PSERS a los gestores de activos se dispararon: en 2019, dichos pagos habían aumentado hasta más de 700 millones de dólares *cada año*. Solo dos de los aproximadamente setenta y cinco planes de pensiones públicos estadounidenses seguidos por Pew Charitable Trusts pagaba tarifas más altas en relación con los activos bajo gestión.¹³

El PSERS acabó perdiendo grandes cantidades del dinero que comprometió en fondos de activos reales. Este también fue claramente el caso de otros fondos inmobiliarios lanzados en 2006 y 2007, poco antes de la crisis financiera mundial que golpeó y provocó un colapso generalizado de los valores inmobiliarios, en los que PSERS había comprometido sumas significativas. Vamos a ver cuatro ejemplos de esto: perdió 65 millones de dólares de los 180 millones de dólares que había invertido en el gestor de activos inmobiliarios Beacon Capital's Strategic Partners V Fund (lanzado en 2007); otros 223 millones de dólares de los 291 millones de

¹³ J. DiStefano, «Why PSERS Investment Strategy Has Failed to Pay Off for Pa. Taxpayers and School Employees», *Philadelphia Inquirer*, 8 de agosto de 2021.

dólares que había invertido en dos fondos de bienes inmuebles lanzados por Broadway Partners (2006 y 2007); 67 millones de dólares de los 281 millones de dólares que había puesto en Europe Real Estate Partners III, un fondo de Carlyle (2007); y 446 millones de los 654 millones de dólares que había invertido en dos fondos inmobiliarios de Morgan Stanley (ambos de 2006).¹⁴ No se puede definir estas pérdidas más que como catastróficas.

Si todas las partes se beneficiaran de la actividad inversora ilustrada en nuestro hipotético primer escenario (aunque en grados muy variables), ¿cómo se reparten las pérdidas del fondo en este segundo escenario hipotético? Podemos abordar esta cuestión, en primer lugar, desde la perspectiva del gestor de activos. No pierde nada: no aportó nada de capital propio al fondo. Es cierto que sus honorarios totales son mucho más bajos en este escenario que en el primero, puesto que no obtiene ningún beneficio devengado. Pero también es cierto que el hecho de que los honorarios anuales de gestión estén garantizados proporciona una forma de seguro frente al fracaso del fondo: se cobran independientemente del desempeño del fondo.

Por supuesto, como hemos visto, los gestores de activos alternativos sí suelen comprometer parte de su propio capital en los fondos que gestionan. Pero la proporción suele ser pequeña, tal vez con un promedio del 2 por ciento del total de compromisos de capital. En nuestro segundo e hipotético caso, por tanto, el 2 por ciento equivaldría a 6 millones de dólares invertidos por parte del gestor de activos y aproximadamente la mitad de esa cantidad en pérdidas. Dichas pérdidas no son más que una minucia, eclipsada por los 72 millones de dólares recibidos en concepto de honorarios de gestión y gastos del fondo.

Podría decirse que la única pérdida sustancial que potencialmente pueden sufrir los gestores de activos, cuando sus fondos fracasan, sería una pérdida de posibles negocios futuros. Si no proporcionan el nivel de rentabilidad esperado por sus clientes, o al menos si dicho fallo se produce a una escala suficiente o con suficiente frecuencia, los gestores de activos pueden esperar que sus clientes se lleven sus negocios a otra parte. Las acciones históricas del PSERS parecen confirmar esto. Aunque, tras la debacle de sus compromisos en fondos patrimoniales durante 2006-2007 PSERS siguió comprometiendo capital a varios fondos inmobiliarios de Carlyle durante la siguiente década, sus registros indican que no invirtió más en fondos de Beacon Capital, Broadway Partners o fondos inmobiliarios de Morgan Stanley.

No obstante, el hecho fundamental sigue siendo el siguiente: el gestor de activos evita participar en cualquiera de las pérdidas monetarias sufridas

¹⁴ «PSERS Real Estate Data as of 9/30/2019», en psers.pa.gov.

por nuestro fondo hipotético en este segundo escenario. Las pérdidas deben ser absorbidas por otros eslabones de la cadena de inversión. Para que nos acordemos de estas pérdidas recordemos que, después de deducir los honorarios y los gastos de gestión, solo se le devuelven a los socios comanditarios 138 millones de dólares de los 300 millones de dólares originalmente invertidos en el fondo.

Cuando tales fracasos ocurren en el mundo real, los inversores institucionales cuyo capital se ha visto erosionado, suelen lanzar críticas mordaces respecto al gestor de activos responsable de las pérdidas. David Carey y John Morris narran un colorido ejemplo en su libro sobre Blackstone. En 1989, la empresa, todavía joven, hizo su tercera inversión de capital privado, pagando 330 millones de dólares por la Edgcomb Metals Company, con sede en Pensilvania. Como era costumbre el acuerdo estuvo altamente apalancado, pero aún así, se invirtieron unos 38,9 millones de dólares de capital riesgo de socios comanditarios.

Casi de inmediato, la adquisición resultó en desastre. Justo un año después, Edgcomb, casi en quiebra, fue vendido con un descuento substancial. Las SL (Sociedad Limitada) de Blackstone perdieron 32,5 millones de dólares (el 84 por ciento) de su capital, incluso antes de contabilizar los honorarios a pagar por la gestión de fondos. En una conversación telefónica, el director de inversiones de Presidential Life Insurance, una de las SL que perdieron dinero, sin pelos en la lengua, llamó supuestamente a Stephen Schwarzman «un auténtico idiota», antes de agregar: «¡No debí haberte dado nunca ni un centavo!».¹⁵

Este tipo de críticas dan la impresión de que entre los que absorben sustancialmente las pérdidas cuando fracasan los fondos de los gestores de activos están los inversores institucionales, los socios comanditarios de los fondos mismos. En el caso concreto de Presidential, una compañía de seguros de vida, esa impresión sería realmente acertada. Cuando estas empresas invierten capital, ya sea directamente o a través de gestores de activos, en general se trata de su propio capital. Es cierto que el capital deriva de las primas de los clientes, pero solo en algunos casos la empresa aseguradora invierte directamente en nombre de los accionistas, en el sentido de que las prestaciones previstas por fallecimiento de estos últimos están explícitamente vinculadas al desempeño de la inversión. Lo más habitual es que la compañía aseguradora invierta por cuenta propia: cogiendo las primas de los accionistas e invirtiéndolas con la esperanza de aumentar las ganancias generadas por su negocio principal de suscripción. Es posible, por supuesto, que el comentario acerca la «absoluta idiotez» en

¹⁵ D. Carey y J. E. Morris, *King of Capital: The Remarkable Rise, Fall, and Rise Again of Steve Schwarzman and Blackstone*, Crown Business, Nueva York, 2010, p. 75.

el caso de Presidential estuviese en parte motivado por la preocupación por los clientes vinculados a las políticas de rendimiento. Sin embargo, el escenario más probable es que el individuo que arremetió contra Schwarzman estuviese más preocupado por el impacto que podían tener las pérdidas de Edgcomb en el propio balance de Presidential y en la tasa de rentabilidad de la corporación.

Sin embargo, en el caso de nuestro fondo hipotético, las SL no son compañías de seguros, sino planes de pensiones, lo que es más importante aún, porque se trata de exactamente las mismas SL a las que invoca Blackstone cuando explica que sus actividades apoyan a profesores, enfermeras y bomberos. Y cuando se llega a la cuestión de dónde y quién dentro de la cadena de inversión absorbe las pérdidas de los fondos de inversión fallidos, los planes de pensiones y sus gestores funcionan de manera diferente a las compañías de seguros de vida como Presidential. El dinero que invierten es el dinero de sus miembros. Por lo tanto, incluso si un gestor de un plan de pensiones recibe significativamente menos ingresos de un fondo de activos reales que el originalmente invertido en ese fondo, en sí mismo, no incurre directamente en pérdidas. El capital invertido *es* totalmente capital de los ahorradores. El gestor del plan de pensiones, como el propio gestor de activos (al menos en nuestro caso hipotético), no pone «la carne en el asador», si no que se limita a ser un puro intermediario. Además, y nuevamente como el gestor de activos, el gestor del plan de pensiones gana de forma fiable honorarios de gestión cada año, independientemente del desempeño de la inversión.

Esto no significa simplemente que a los gestores de planes de pensiones no les importe el desempeño de las inversiones: les preocupa y mucho, pero no tanto porque sus tarifas se basen en el valor de mercado de los activos invertidos por sus miembros, sino porque el mal desempeño se traduce en menores ingresos anuales y honorarios de gestión. Pero como lo que está en juego no es su propio pellejo y como rara vez cobran ellos mismos tarifas de desempeño, es probable que los gestores de planes de pensiones se preocupen mucho menos del desempeño de la inversión o, caso de que se preocupen, lo hagan de una manera mucho menos visceral que las SL que invierten seguros de vida (o incluso que los gestores de activos, por no mencionar a aquellos cuyos ahorros para la jubilación se están invirtiendo). En un sentido comercial, hay menos en juego. Este es exactamente el caso de los gestores de planes como PSERS, que se enfrentan a un riesgo básicamente nulo de pérdida de clientes, en la medida en que sus miembros no pueden cambiar a proveedores de planes alternativos si están insatisfechos: si trabajas para una escuela pública en Pensilvania, el PSERS gestiona tu pensión, te guste o no.

Por tanto, todas las pérdidas derivadas de la inversión de nuestro fondo hipotético de activos reales en el segundo escenario, desastrosas en última instancia, recaen individualmente sobre los hombros de los ahorros de jubilación. Y no solo eso, las pérdidas que esos ahorradores sufren colectivamente son, por supuesto, mayores que la cifra de 162 millones indicada anteriormente. Los 138 millones de dólares que se devuelven a las SL tras la terminación del fondo es el neto tras el pago de los gastos y honorarios del gestor del fondo, aunque el monto del retorno a los ahorradores es aún menor, se le debe restar una cantidad proporcional equivalente a los honorarios acumulados propios del gestor del plan de pensiones cobrados durante el transcurso de los diez años de vida del fondo. Supongamos que, en este segundo escenario, en el que se ha producido una caída en el valor de mercado de los activos del fondo, las pérdidas solo ascienden a 20 millones de dólares en total en comparación con los 40 millones de dólares en el primer escenario. Esto reduce los ingresos netos retornados a los miembros del plan a solo 118 millones de dólares, lo que representa una pérdida total de 182 millones de dólares y un lamentable MOIC neto del 0,4.

No es de extrañar, por tanto, que quienes se enfaden más y muestren mayor ira cuando se da una deficiencia importante en los rendimientos de los fondos de activos reales, no sean tanto las SL como Presidential o PSERS, como los auténticos perdedores de todo esto, los que de verdad sufren las consecuencias, los individuos que ahorran, sin éxito, para su jubilación. Por ejemplo, después de años de ver cómo su plan de pensiones genera de manera consistente retornos por debajo del índice de referencia, los profesores de las escuelas públicas de Pensilvania perdieron finalmente la paciencia cuando, a la luz de sus desafortunadas asignaciones en activos alternativos, a mediados del 2021, el PSERS anunció que había un gran número de miembros del plan que a partir de aquel momento pagarían una media de 240 dólares adicionales en sus contribuciones anuales a las pensiones, precisamente para compensar el impacto provocado por el fracaso en la inversión del plan de pensiones. En junio de ese año, en la Philadelphia Common Pleas Court [Tribunal civil de apelaciones de Filadelfia], los abogados presentaron una demanda relativa a los fracasos del PSERS, inicialmente en nombre de Kevin Steinke, un maestro de escuela secundaria del condado de Delaware, pero planteándola como una demanda colectiva en nombre también de los aproximadamente más de 100.000 empleados escolares contratados desde 2011.¹⁶

Teniendo en cuenta lo que sabemos ahora sobre la posición de privilegio estructural que disfrutaban los gestores de activos y los gestores de los planes de pensiones a la hora de poder evitar las pérdidas sufridas por la

¹⁶ J. DiStefano, «Delco Teacher Sues Over PSERS Moves», *Philadelphia Inquirer*, 24 de junio de 2021.

inversión en los fondos, es interesante observar quién exactamente estaba siendo demandado en el caso PSERS. No se demandó al gestor de activos que había usado PSERS. Ni siquiera el demandado era el propio PSERS: al ser una rama del gobierno estatal, generalmente está protegido frente a la responsabilidad por parte de la ley estatal Sovereign Immunity Act. En cambio, los abogados tuvieron que contentarse con demandar a dos consultores de PSERS, alegando que habían sido «gravemente negligentes» a la hora de lidiar con el plan de pensiones y que sus consejos habían dado lugar a «pérdidas significativas y rastreables» de los vehículos de inversión alternativos en los que PSERS había comprometido grandes sumas de capital.

Entonces, ¿qué nos dicen nuestros dos escenarios sobre quién gana dentro de la sociedad de gestión de activos? Nos dicen que, cuando se realizan inversiones si se hacen bien, todos en la cadena de inversión ganan, incluidos aquellos cuyos ahorros para la jubilación se invierten cada vez más en fondos de activos de bienes reales; pero, proporcionalmente hablando, el gestor de activos es de largo, el mayor triunfador de todos. Nuestros escenarios también nos dicen, sin embargo, que cuando las inversiones funcionan mal, solo hay un perdedor, y este no es el gestor del plan de pensiones, y menos aún el gestor de activos. Los prospectos publicitarios de los gestores de activos deberían ir encabezados con el siguiente lema: «Cara gano yo, cruz pierdes tú».

¿De quién es el capital?

¿De quién son los ahorros para la jubilación?

En octubre de 2009, la gestora de activos Vision Brazil Investments, con sede en Brasil cerró a nuevos inversores su primer vehículo inmobiliario, el Brazil Real State Opportunities Fund I. En total, había amasado 210 millones de dólares, que se invertirían por completo en la economía doméstica, algunos en propiedad comercial y otros en propiedad residencial, incluyendo siete proyectos de vivienda asequible en Río de Janeiro y en São Paulo. Geográficamente, el capital recaudado por el fondo tenía una composición muy diferente a la de los activos que iba a adquirir. Quince inversores institucionales habían comprometido capital, y todos eran de Europa y América del Norte. Estos quince incluían planes de pensiones tanto públicos como privados.¹⁷ Uno de ellos, por ejemplo, era el plan de pensiones municipal de la ciudad de Wolverhampton, en Reino Unido.¹⁸

¹⁷ Z. Hughes, «Vision Closes Debut Real Estate Fund on \$210m», *Private Equity Real Estate News*, 21 de octubre de 2009.

¹⁸ City of Wolverhampton Council, «Response to Request for Information: Reference FOI 001870», 15 de enero de 2018, en wolverhampton.gov.uk.

La razón por la que nos fijamos en este fondo en particular es la siguiente. Cuando organizaciones como la GIAA adulan a los gestores de activos por el hecho de que invierten en beneficio de los «ciudadanos» y para mejorar los ahorros para la jubilación de estos, rara vez, o nunca, se especifica exactamente quiénes son esos «ciudadanos». Más bien parece que el «ciudadano» es un significante que flota libremente, sin estar amarrado a ninguna ubicación geográfica y aislado también, por definición, de cualquier estructura social. Aparentemente, este ciudadano somos, por así decirlo, todos nosotros. Pero, por supuesto, la realidad es que el ciudadano en cuestión *no* somos todos nosotros.

En la medida en que los gestores de activos inviertan en beneficio de dichos fondos de pensiones, generando ganancias de capital para ellos, lo hacen con un beneficio mayor para algunas personas que para otras. Las ganancias disfrutadas por los «ciudadanos» en virtud de la inversión de los gestores de activos del capital de los planes de pensiones se distribuyen, de hecho, de manera muy desigual. Esta desigualdad es social: dentro de un país determinado, los patrimonios derivados de las pensiones están relativamente concentrados entre grupos específicos. La desigualdad también es geográfica: algunos países y ciudadanos nacionales disfrutan de ahorros sustanciales para la jubilación; algunos no tienen casi ninguno. Y, como ilustra claramente el ejemplo de Vision Brazil, a menudo hay una clara disyuntiva espacial entre dónde capturan las ganancias de capital los gestores de activos y a qué parte del mundo se asignan los beneficiarios del ahorro.

Podemos empezar por el aspecto geográfico de esta cuestión. Como hemos visto en el capítulo 3, la gran mayoría del capital comprometido en los fondos inmobiliarios y de infraestructuras provienen de inversores institucionales con sede en Norteamérica, Europa y en menor medida en la región de Asia y el Pacífico. En lo que respecta a los planes de pensiones, en particular, el centro de gravedad geográfico está aún más firmemente establecido en Europa y América del Norte: con excepción de Australia, cuyos planes de jubilación son importantes contribuyentes a los fondos de gestores de activos, la mayor parte del capital institucional del área Asia-Pacífico que se invierte a través de gestores de activos no proviene de planes de pensiones sino de fondos soberanos, bancos y compañías de seguros (de los que hablamos más a continuación). En lo que se refiere al capital proveniente de planes de ahorro para la jubilación, invertido en el Brazil Real Estate Opportunities Fund I mencionado anteriormente, en cuanto que dicho capital provenía de Europa y América del Norte, este fondo nos vale como guía para ver el patrón más amplio que sigue toda esta industria.

Las cifras de activos de pensiones por país lo confirman. La OCDE ha estimado que, de los 56 billones de dólares de los fondos de jubilación globales en 2020, unos 54 billones se quedaron en países miembros de la

OCDE, teniendo en cuenta que América del Norte y Reino Unido conforman ya casi el 80 por ciento del total de la OCDE. Como porcentaje del PIB, los activos totales en planes de ahorro para la jubilación superaron considerablemente el 100 por cien en países como Australia, Canadá, Dinamarca, Países Bajos, Reino Unido y Estados Unidos; en el otro extremo del espectro, dichos activos representaban menos del 1 por ciento de la producción económica en países entre los que se incluyen Albania, Grecia y Serbia.¹⁹ En resumen, cuando los gestores de activos invierten los ahorros para la jubilación, por definición, lo que están invirtiendo abrumadoramente son los ahorros de los ciudadanos del Norte global. Por lo que es tremendamente necesario para los ciudadanos del Norte global que cualquier ganancia restante después de la deducción de los honorarios de los gestores de activo y de los planes de pensiones se acumule, independientemente de si esas ganancias acaban emanando de viviendas e inquilinos en Brasil o de las autopistas de peaje y los conductores en Boston.

Luego está la dimensión social. Al afirmar que sus fondos ayudan a aumentar los ahorros para la jubilación de «maestros, enfermeras y bomberos», Blackstone supone que son los ahorradores comunes y corrientes quienes se benefician del éxito de sus fondos. Sencillamente esto no es así o, al menos, de lo que no hay duda es de que los principales beneficiarios entre dichos ahorradores no son esas personas. En cada país en el que existen planes de pensiones para la jubilación en los que los gestores de planes de pensiones invierten en parte a través de fondos de activos reales, estos ahorros están distribuidos de manera desigual entre la población. Cualquier ganancia entregada por parte de los gestores de activos de fondos de activos reales beneficiará inevitablemente en mayor medida a quienes tienen mayores ahorros, que a quienes tienen menos.

Tomemos como ejemplo Estados Unidos, seguramente el territorio más importante en este sentido, dado que más de la mitad de todos los ahorros recogidos en planes de pensiones son planes de pensiones radicados en Estados Unidos y representan 36 billones de dólares de un total de 56 en 2020. Un estudio de Teresa Ghilarducci y otros colegas ha demostrado lo desigualmente repartidos que están esos ahorros en Estados Unidos.²⁰ En 2010, la riqueza media del plan de jubilación entre los trabajadores estadounidenses de entre cincuenta y uno y cincuenta y seis años de edad, era de 67.000 dólares; pero esta cifra promedio enmascaraba las enormes diferencias entre las diferentes clases socio económicas. La riqueza media del quintil con mayores ganancias a lo largo de la vida fue de 294.700 dólares (dentro del mismo el quintil, el patrimonio de jubilación del percentil más

¹⁹ OECD, «Pension Markets in Focus 2021», 2021, pp. 8-11, en [oecd.org](https://www.oecd.org)

²⁰ T. Ghilarducci, S. Radpour y A. Webb, «Retirement Plan Wealth Inequality: Measurement and Trends», *Journal of Pension Economics and Finance*, núm. 21: 1, 2022, pp. 119-139.

rico ascendió a los 837.800 dólares). Mientras tanto, el beneficio repartido entre aquellos que pertenecían al quintil de ingresos más bajo era cero: el 51 por ciento de personas en ese quintil no tenía ningún tipo de ahorros para la jubilación, y como descubrieron los autores del estudio, en la mayoría de los casos esto era así porque su empleador no había promocionado ningún plan de jubilación y no tanto porque los trabajadores optasen por no participar en dichos planes. El resultado fue que, en el mismo año (2010), el quintil que había obtenido mayores ganancias durante su vida, poseía la mitad de todos los ahorros para la jubilación de Estados Unidos, mientras que el quintil de ganancias más bajo poseía solo el 1 por ciento. Y las cosas se han vuelto cada vez más desiguales: en términos de participación en el ahorro total para la jubilación, al primer quintil le fue mejor en 2010 que en 1992, mientras que al quintil inferior le fue peor.

Todo lo cual quiere decir que el «ciudadano» genérico que tanto GIIA como otros defensores de la gestión de activos occidentales identifican como beneficiario primordial de las operaciones del sector, tiene de hecho tanto una ubicación social como una ubicación geográfica predominantes. Los fondos de ahorro para la jubilación suelen estar radicados casi siempre en América del Norte o Europa y, en general, suelen ser de personas con altos ingresos. Ciertamente, empresas como Blackstone invierten los ahorros de jubilación de algunos profesores, enfermeras y bomberos, como por ejemplo nos ha mostrado con sus desproporcionadas asignaciones a fondos de activos reales el Pennsylvania Public School Employees' Retirement System. Pero en comparación con el universo del resto de trabajadores en general, estos trabajadores no tienen ahorros significativos para la jubilación. Y por la manera y el lugar donde generan los gestores de activos las ganancias de capital para los miembros de los planes de pensiones, los beneficios son en realidad capturados de manera desproporcionada por banqueros, abogados y consultores, y no por profesores, enfermeras y bomberos.

Más allá de las pensiones

Como vimos en el capítulo 4, el equipo de infraestructuras de Blackstone empleó gran parte de 2018 y 2019 en recaudar capital para un nuevo fondo abierto, Blackstone Infrastructure Partners, en el que, a mediados del último año, unos ochenta inversores habían comprometido un total de casi 14 mil millones de dólares. Entre este gran elenco de clientes, destacaba un nombre: el Public Investment Fund (PIF) de Arabia Saudí, el fondo soberano de ese país. Para empezar, este destacaba por la magnitud de su compromiso: el PIF había invertido nada menos que 7.000 millones de dólares en el nuevo vehículo de Blackstone. Esta aportación, se filtró, iba de la mano de un acuerdo que PIF había hecho con el gestor de activos

con sede en EEUU en mayo de 2017, mediante el que igualaría el total acumulado de compromisos realizados por todo el resto de inversores con el fondo, hasta un máximo de 20.000 millones de dólares.

En los ilustrativos escenarios explorados en la sección anterior de este capítulo asumimos que todos los inversores externos en nuestros hipotéticos fondos de activos reales eran planes de pensiones. Sin embargo, claramente, esta no fue una suposición realista. Si el 62 por ciento de los aproximadamente 5.000 compromisos separados de inversores institucionales a nivel mundial en fondos de infraestructuras cerrados entre 1990 y 2020 fueron compromisos realizados por fondos de pensiones, de ello se deduce que casi el 40 por ciento de las inversiones se realizaron sin utilizar planes de pensiones.

La narrativa clave acerca de qué es lo que hacen los gestores de activos afirma, como hemos visto, que, en último término, dichas empresas a quienes harán ganar dinero es a los ciudadanos comunes y corrientes a quienes están ayudando a ahorrar de cara a la jubilación, los mentados «maestros, enfermeras y bomberos» de Blackstone. Ya hemos establecido que, de hecho, son los propios ejecutivos de dichas empresas de inversión los que se benefician desproporcionadamente de las inversiones y no los ahorradores para la jubilación, cuyos beneficios son insignificantes en relación con los de los primeros, al tiempo que los ahorradores (junto con otros proveedores del capital que invierten los gestores de activos) son los que esencialmente asumen todo el riesgo del bajo rendimiento de la inversión. A esta crítica debemos añadir otra. A saber: Blackstone y otros gestores de activos que invierten en vivienda e infraestructura a menudo reciben capital, y por lo tanto buscan generarles retornos de inversión, de agentes económicos sobre los cuales sería considerablemente más difícil elaborar un relato que realmente convenciese al público.

¿Quiénes o qué son estos otros actores? Peter Whoriskey y sus colegas de *The Washington Post* destacaron un importante grupo de presión en un informe reciente acerca de la inversión en vivienda por parte del gestor de activos Pretium Partners, con sede en Nueva York. Para lograr fondos para Progress Residential, su vehículo de inversión habitacional, Pretium se había acercado, entre otros, a individuos de alto valor neto, «personas lo suficientemente ricas como para aportar al menos dos millones de dólares». Los periodistas descubrieron que, en particular, dos personas de las que habían comprometido fondos a la empresa fueron, por ejemplo, Vikrant Bhargava, quien hizo su fortuna con los juegos de azar en red y Stephen Bronfman, el heredero canadiense de la dinastía de bebidas alcohólicas Seagram, quien lo hizo través de un fideicomiso en las Islas Caimán.²¹

²¹ P. Whoriskey, S. Woodman y M. Gibbs, «This Block Used to Be for First-Time Homebuyers. Then Global Investors Bought In», *Washington Post*, 15 de diciembre de 2021.

Junto con los individuos de alto valor neto, las tres otras categorías más importantes de inversores en fondos de activos reales (aparte de los planes de pensiones) son todos actores institucionales. Las compañías aseguradoras son uno, los bancos son otro y, de hecho, estos dos tipos de inversores, que invierten a través de gestores de activos principalmente para aumentar las ganancias y los rendimientos para los accionistas, contabilizan entre ambos, casi el 20 por ciento de los aproximadamente 5.000 compromisos antes mencionados en fondos cerrados de infraestructuras.²² La tercera categoría, que nos lleva de nuevo al ejemplo de Blackstone Infrastructure Partners, son los fondos soberanos.

Pensemos en el PIF de Arabia Saudí. ¿Blackstone actúa con un papel socialmente beneficioso al invertir en provecho de esta entidad? Difícilmente. Sería espurio sugerir que PIF, uno de los fondos soberanos más grandes del mundo existe para beneficiar a los ciudadanos sauditas comunes y corrientes. Mientras el país atravesaba una de sus peores crisis económicas en décadas, a principios de 2020, por ejemplo, y el gobierno triplicaba el impuesto al valor agregado y recortaba el gasto interno, el PIF estaba ocupado comprando participaciones en diversas empresas internacionales de Boeing a Facebook. Como señala Anuj Chopra, su oleada de gastos en el extranjero ocultaba las «profundas e impopulares medidas de austeridad» domésticas. Un observador se preguntaba en voz alta «qué pensarían los ciudadanos sauditas al ver cómo se gastan sus ahorros en los mercados de capital internacionales en un momento de crisis económica nacional». ¿Por qué, se preguntó Chopra, los vastos recursos del PIF —sus activos estaban valorados en alrededor de 500.000 millones de dólares en 2021— «no se usaban mejor para apoyar a las pequeñas y medianas empresas en dificultades y ahogadas por la pandemia?».²³

A pesar de la persistencia de importantes problemas socioeconómicos internos como el alto desempleo juvenil, ha ganado terreno la idea de que el PIF de Arabia Saudí es un instrumento político, un vehículo utilizado por el gobierno para proyectar su influencia y control a nivel mundial. Esta idea parece haber sido respaldada por la adquisición, por parte del PIF, en 2021 del club de fútbol Newcastle United del Reino Unido, una compra descrita por Amnistía Internacional como «un ejemplo descarado de *sportswashing*, blanqueo deportivo, del régimen saudí».²⁴

²² Andonov, Kräussl y Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing...», p. 3888.

²³ A. Chopra, «Saudi Wealth Fund “Shopping Spree” Belies Economic Pain», Agence France-Presse, 12 de junio de 2020.

²⁴ P. Wintour, «Saudi Crown Prince Asked Boris Johnson to Intervene in Newcastle United Bid», *The Guardian*, 15 de abril de 2021.

El ejemplo del PIF y el Newcastle United es quizás extremo. Sin embargo, la literatura académica sobre los fondos soberanos en general —es decir, más allá de las fronteras de Arabia Saudí y Oriente Medio donde tienen su sede dos adicionales e importantes fondos soberanos, a saber las autoridades en inversiones de Abu Dhabi y Kuwait— sigue cada vez más esta misma línea: en palabras de Manda Shemirani, los Estados «inversores usan sus fondos soberanos para ejercer poder político e influir», incluyendo, pero no solo, «sobre el Estado receptor».²⁵

Se suele subestimar la importancia que tienen los distintos inversores de los planes de pensiones de cara a la recaudación de fondos por parte de los gestores de activos y, por lo tanto, para su modelo de negocio en general. Una razón clave de ello es que los analistas tienden a centrarse, como he hecho yo hasta ahora, en el número de inversiones que realizan los diferentes tipos de inversores en los fondos de los gestores de activos. Esta métrica puede ser muy engañosa, por la sencilla razón de que no todas esas inversiones tienen el mismo valor monetario, como deja bien claro el ejemplo anterior acerca del fondo de infraestructura abierto de PIF y Blackstone. Para hacernos una idea de su importancia relativa en términos monetarios (que, para el gestor de activos, son los únicos que importan), es importante tener en cuenta, hasta donde se pueda, los tipos de porcentajes diferenciados de capital comprometido por los inversores. Solo entonces se podrá determinar para quién hacen realmente dinero los gestores de activos cuando no lo están haciendo solo para sí mismos.

En relación a esto, Aleksandar Andonov y sus colegas han proporcionado estadísticas descriptivas respecto a los distintos tamaños de los diferentes modelos de inversionista institucional en fondos de infraestructuras a nivel mundial durante el periodo 1990-2020. Cuantificado en términos de activos bajo gestión promedio, esta métrica osciló de los 163.000 millones de dólares en un extremo (los fondos soberanos) a los 3.000 millones de dólares (de dotaciones y financiaciones). Es de reseñar que los bancos y las compañías de seguros estaban mucho más cercanos al primer extremo del espectro de tamaño, con un promedio de activos bajo gestión de 158.000 millones de dólares, mientras que los planes de pensiones estaban mucho más cerca del último tramo, con un montante de 25.000 millones de dólares en el caso de los planes públicos y 11.000 millones de dólares para planes privados.²⁶

²⁵ M. Shemirani, *Sovereign Wealth Funds and International Political Economy*, Nueva York, Routledge, 2016, p. 7.

²⁶ Andonov, Kräussl y Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing...», p. 3890.

Por supuesto, el hecho de que un inversor en particular sea grande no significa necesariamente que cada una de sus inversiones en fondos de un gestor de activos deba ser proporcional a su tamaño. Los grandes fondos soberanos a veces asumen compromisos individuales más pequeños; en ocasiones, pequeñas fundaciones asumen compromisos relativamente grandes. Sin embargo, en general, los inversores más grandes suelen realizar, de media, compromisos de capital de mayor tamaño. Esto es lógico. Para los grandes inversores resulta ineficiente asumir un gran número de pequeños compromisos, ya que es necesario investigar, negociar y monitorizar cada uno de ellos de forma independiente. Del mismo modo, los pequeños inversores, como todos los inversores, intentan diversificar el riesgo de inversión, lo que impide que pongan todos sus huevos de capital en una única cesta o en unas pocas cestas o fondos.

Debido a que el tamaño medio del compromiso en los fondos de activos reales de los gestores de activos varía entre las diferentes categorías de inversores, las participaciones aportadas al capital total del fondo por esos diferentes tipos de inversionistas pueden diferir sustancialmente de sus respectivas participaciones en el número de compromisos de inversión. Desafortunadamente, no hay datos disponibles públicamente que muestren las participaciones de capital aportado por cada uno de los principales tipos de inversor, ni en el caso de los fondos de infraestructuras ni en el de los fondos inmobiliarios. Pero ciertos datos proporcionados a Preqin por fondos de capital privado —un indicador razonable de los fondos de activos reales, por razones que ya hemos establecido— puede ayudarnos a substanciar la cuestión clave de que ni el número de compromisos por inversores de diferentes categorías, ni siquiera el número de inversores dentro de cada una de estas categorías necesariamente nos dice mucho acerca de cuánto capital invierten los distintos tipos de inversores.

En concreto vamos a fijarnos nuevamente en el ejemplo de los fondos soberanos. En 2018, los fondos de capital privado gestionaron globalmente 2,97 billones de dólares en capital de inversores. Más de la mitad, unos 1,54 billones, procedían de solo 359 inversores, a los que Preqin se refiere como el «club de los milmillonarios»,²⁷ lo que significa que cada uno de esos inversores tenía al menos 1.000 millones de dólares en capital privado invertido. Del total de inversores institucionales, de todos los tamaños y a nivel mundial, con inversiones en capital privado, solo el 1 por ciento eran fondos soberanos. Pero cuando se centró en el subconjunto más exclusivo de capital privado «de los milmillonarios», Preqin vio que la proporción de participación de los fondos soberanos era mayor: un 4 por ciento de

²⁷ En el original habla del «*Billion Dollar Club*». Hemos optado por la cifra que en castellano refiere un *billion* en inglés: mil millones. [N. de la T.]

los miembros del club eran fondos soberanos. Y la participación de fondos soberanos en el capital invertido —la medida que realmente importa— era aún mucho mayor.

No menos del 14 por ciento —215.000 millones de dólares— de los 1,5 billones de dólares de participación en capital privado combinada por parte de miembros del club provenía de catorce fondos soberanos.²⁸ En otras palabras, realmente no deberíamos dar demasiada importancia a las declaraciones de los gestores de activos alternativos de que los planes de pensiones —y, en particular, los ahorros para la jubilación de profesores, enfermeras y bomberos— son los grupos a los que representan. Es cierto que los planes de pensiones son importantes clientes de activos reales (y de capital privado). Pero también lo son los bancos, las compañías de seguros y los fondos soberanos, los cuales son mucho más importantes que lo que dicen los propios gestores o, de hecho, de lo que incluso puede hacerlos creer gran parte del análisis independiente existente sobre el sector de gestión de activos alternativos. Solo uno de cada cincuenta compromisos históricos con fondos de infraestructuras a nivel mundial han sido cerrados por fondos soberanos como el PIF de Arabia Saudí.²⁹ Y pese a ello, de lo que podemos estar seguros es de que la participación de los fondos soberanos en el capital comprometido e invertido por esos fondos de infraestructuras, y por tanto de los rendimientos que tales fondos han generado, han sido muchísimo más elevados.

La sociedad de gestión de activos no es más que un retoño del mundo moderno, un mundo dividido por desigualdades de riqueza y poder. Los gestores de activos cogen esas desigualdades como lo que son —desigualdades encarnadas por el propio capital comprometido en sus fondos de inversión— y las reproducen activamente. Lo que no van a hacer nunca es desafiar o aliviar tales desigualdades. De hecho, podría decirse que la lección más importante del acuerdo de Blackstone de 2017 con el PIF es que, si los gestores de activos como Blackstone realmente tienen un inversor prototípico a cuyos intereses sirven fielmente, no es el humilde maestro de escuela de Pensilvania o el bombero de California, sino más bien personas como Yasir Al-Rumayyan, presidente de una de las empresas más rentables del mundo, Aramco, el gigante petrolero saudí; del club de fútbol más popular del noreste de Inglaterra, el Newcastle United; y del fondo soberano más notorio del mundo, que es, por supuesto, el Public Investment Fund de Arabia Saudí.

²⁸ Prequin, «The \$1bn Club: Largest Investors in Private Equity», junio de 2018, en prequin.com.

²⁹ Andonov, Kräussl y Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing...», p. 3888.

Retornos desiguales

En términos estrictamente financieros, el compromiso con el nuevo fondo de infraestructuras de Blackstone, que tomó el PIF de Arabia Saudí en 2017, destacó no solo por su tamaño sino también por las condiciones preferentes garantizadas que obtuvo. A lo largo de este libro, incluso en mi examen de un fondo hipotético al principio de este capítulo, he asumido las tarifas más o menos estándar —el modelo «dos y veinte», al menos para fondos cerrados—, dando por supuesto que todos los inversores en los mismos fondos pagan las mismas tarifas. Sin embargo, en realidad los inversores no siempre pagan las mismas tarifas. Los términos varían tanto entre fondos como dentro de ellos: son negociables.

Quizás no resulte sorprendente que la mayor fuente de nivelación en las negociaciones de las tarifas con gestores de activos como Blackstone sea la escala: ¿cuánto capital aporta potencialmente un inversor? Como ha reconocido Blackstone, «reducciones de tarifas son habituales en toda la industria para los inversores de cierta envergadura». Como acabamos de ver, los inversores de mayor envergadura son los fondos soberanos como el PIF. Así, en una demostración inequívoca de su poder, habitualmente consiguen las mejores condiciones. Y, como argumentó un gestor de activos, si hay algún compromiso que justifique un trato preferencial, desde luego la inversión del PIF en Blackstone Infrastructure Partners, lo era. Al fin y al cabo, se trataba de la inversión de la década, es decir, 10 veces mayor que cualquier compromiso en un fondo que haya habido en la historia de la empresa.³⁰

En conjunto, había dos dimensiones de los términos preferenciales del PIF. En primer lugar, sus tarifas básicas eran más bajas que las de otros inversores. En segundo lugar, cada año a partir del tercer año de vida del fondo, los costes para el PIF se reducirían en una cantidad equivalente al 15 por ciento del total de ingresos por tarifas anuales que generase Blackstone a otros inversores del fondo, en esencia, esto fue un acuerdo de reparto de beneficios. Curiosamente, *Bloomberg*, al informar sobre el acuerdo entre Blackstone y el PIF, comparó los términos de esas tarifas con las del Pennsylvania Public School Employees' Retirement System (PSERS), de cuyas inversiones históricas en fondos inmobiliarios hablé antes.³¹ El PSERS había comprometido 500 millones de dólares en Blackstone Infrastructure Partners. Pagaría un 0,75 por ciento de honorarios de gestión durante los dos primeros años y un 0,9 por ciento posteriormente; su comisión de desempeño era del 12,5 por ciento; como hemos visto, las comisiones cobradas por los fondos de tipo abierto, como este, son inferiores a las que

³⁰ Citado en G. Tan, «How Blackstone Landed \$20 Billion from Saudis for New Fund», *Bloomberg*, 21 de octubre de 2018.

³¹ *Ibidem*.

cobran los fondos cerrados. La comisión de gestión del PIF fue del 0,75 por ciento sobre su primer compromiso de 10.000 millones de dólares y del 0,65 por ciento sobre cualquier inversión adicional. Los intereses devengados se cobrarían al 10 por ciento. Y luego, por supuesto, estaba su participación de los ingresos.

Como hemos visto, los diferentes participantes ocupan diferentes posiciones en la cadena de inversión en la gestión de activos, se enfrentan a diferentes riesgos y disfrutan de niveles de recompensa financiera marcadamente distintas. En el caso explorado en nuestros dos escenarios hipotéticos, había tres de estos participantes: el gestor de activos en sí, los planes de pensiones que comprometían capital en el fondo del gestor de activos (es decir, los socios comanditarios del fondo) y los miembros individuales de dichos planes de pensiones. El hecho de que existan diferentes condiciones de las comisiones en función de los diferentes socios comanditarios nos muestra otra cuestión clave. Incluso si invirtieran y salieran del mismo fondo en el mismo momento, es poco probable que todos los inversores de un fondo en particular obtuviesen el mismo retorno de la inversión después de pagar las comisiones. El múltiplo neto de capital invertido (MOIC) para el PIF en su compromiso con la Blackstone Infrastructure Partners será inevitablemente diferente y superior que el neto MOIC obtenido por PSERS en su compromiso con el mismo fondo. Esto lleva a que uno se pregunte: ¿qué SL dan, en general, mejores resultados? ¿Cuáles peores? Y qué implicaciones tiene esto para la pregunta más amplia sobre la sociedad de gestión de activos de la que se ocupa este capítulo: ¿quién sale ganando?

Que el informe de *Bloomberg* comparase los términos de las tarifas del PIF con Blackstone Infrastructure Partners con los términos negociados con PSERS fue fortuito; pero también resultó muy apropiado. Las investigaciones han demostrado repetidamente que las inversiones institucionales públicas como PSERS obtienen consistentemente menores rendimientos de sus inversiones con gestores de activos alternativos, como son las empresas de capital riesgo, que en general el resto de los inversores institucionales. Esto se debe en parte a que sus acuerdos sobre las comisiones son sistemáticamente desfavorables, pero también a que el PSERS no pudo negociar con Blackstone (al menos en comparación con el PIF).³² Sin embargo, las tarifas más altas, al parecer, no son la única explicación para los inferiores rendimientos. Otras explicaciones propuestas incluyen «las politizadas estructuras de gobierno» de los inversores públicos, su «incapacidad para compensar y atraer miembros de personal con talento» y su «falta de habilidad para seleccionar o acceder a gestores de activos con mejores resultados».³³

³² J. Begenau y E. Siriwardane, «How Do Private Equity Fees Vary Across Public Pensions?», febrero de 2020, en ssrn.com.

³³ Andonov, Kräussl y Rauh, «Institutional Investors and Infrastructure Investing...», pp. 3884-3885.

La investigación antes mencionada que ha expuesto los rendimientos más bajos de las inversiones públicas en general no se centra específicamente en la inversión en fondos de activos reales. Pero un estudio reciente ha demostrado que el bajo rendimiento de inversores como los planes de pensiones públicos (que representan a los trabajadores del sector público) es, en ese contexto específico, una realidad. En su análisis de los rendimientos netos de los fondos de infraestructuras cerrados en los que los inversores institucionales comprometieron capital entre 1990 y 2020, el estudio encontró que los inversores públicos recibieron una TIR de 1,81 puntos porcentuales menos que el recibido por inversores privados, y que el múltiplo del capital invertido fue un 0,038 inferior.³⁴ A primera vista, estas no parecen cifras elevadas. Pero, como señalaron los autores del estudio, la brecha es de hecho sustancial si en vez de considerarla de forma aislada, se la toma en referencia a los rendimientos absolutos esperados. Un TIR de 1,8 puntos porcentuales inferior de los inversores públicos representa un rendimiento inferior al 30 por ciento del rendimiento anual real esperado de la infraestructura cuando se supone que este debe rondar (siguiendo los patrones de la reciente historia de la industria) el 5 por ciento. No hace falta decir que esta no es para nada una cifra pequeña.

En el discurso que protege y refuerza la sociedad de gestión de activos, los empleados del sector público, como hemos visto, disfrutaban invariablemente de un lugar de honor. Se dice que los gestores de activos ganan dinero para ellos. Pero, en realidad, esos empleados —el bombero, la enfermera, el profesor— son elementos completamente periféricos en el libro de beneficios. No solo tienen un proporción muy limitada del vasto capital de pensiones que invierten los gestores de activos sino que, por supuesto, su proporción del capital invertido total en todas las fuentes institucionales es aún menor. Además, debido a esos escasos recursos, también sufren la indignidad de lograr tasas de rendimiento inferiores por el capital gestionado.

Gestión de activos y extractivismo fiscal

Extractivismo versus mutualismo

La historia reciente de la estrategia de inversión de AP3 —el tercero de los cinco principales fondos públicos de pensiones de Suecia— se parece mucho a la de los principales planes públicos de pensiones en otros territorios del Norte global, y con consecuencias comparables para la evolución de su cartera de inversiones. Hasta fecha tan reciente como 2005, menos del 5 por ciento del capital de AP3 estaba asignado a clases alternativas de

³⁴ *Ibidem*, p. 3884.

activos como capital privado, bienes inmuebles e infraestructuras: la mayor parte se invertía en acciones que cotizan en bolsa. En 2020, sin embargo, la proporción asignada a alternativas había aumentado un 25 por ciento, con los bienes raíces a la cabeza.³⁵

Es un ejercicio revelador examinar en qué han consistido las nuevas alternativas recientemente favorecidas. Por ejemplo, uno de los activos reales que no cotizan en bolsa en los que AP3 invirtió en 2020 de forma significativa (poseía casi el 20 por ciento) fue el PFI Secondary Fund II del gestor de activos británico Innisfree.³⁶ Indagando en las inversiones realizadas por ese fondo cerrado, podemos encontrar que en lo más alto de la lista hay un contrato de concesión de treinta años con el North Lanarkshire Council en Escocia para construir (con un coste de capital de 158 millones de libras), financiar y operar veinticuatro escuelas de primaria y secundaria. En otras palabras, los ahorros para la jubilación de los maestros suecos, entre otros, han financiado más o menos directamente la construcción y mantenimiento de una cartera de escuelas escocesas.

Sería fácil ver esto como un fenómeno relativamente novedoso, es decir que el capital ahorrado socialmente se use explícitamente para financiar principalmente infraestructuras de uso público, incluso allende las fronteras nacionales. De hecho, básicamente este fue el eje de la narrativa que relaté en el capítulo 2. En tanto, desde los años sesenta hasta los ochenta, se arrogaban reservas de capital cada vez más importantes, los planes de pensiones y otros inversores institucionales importantes invirtieron —el sueco AP3 seguía haciéndolo hasta hace poco— casi exclusivamente en ciertas clases de activos «tradicionales», especialmente en empresas que cotizan en bolsa, y no ha sido hasta finales del siglo XX que han empezado a fijarse y a recurrir a los activos alternativos en general, y a los activos reales en particular.

Esta narrativa se mantiene. Pero si hiciésemos retroceder el reloj hasta *antes* de la década de 1960, veríamos que este fenómeno de que el capital de ahorro público financie explícitamente infraestructuras de uso público no es, en absoluto, un hecho novedoso. Esta era en gran medida una forma común de hacer las cosas, por ejemplo, en Estados Unidos en la primera mitad del siglo XX. Los gobiernos locales recaudaban dinero para la construcción de infraestructuras como carreteras, redes de alcantarillado y escuelas principalmente mediante la emisión de bonos, y entre los principales compradores de esos bonos se encontraban los planes de pensiones públicos, que en aquella época estaban restringidos en la mayoría de los estados a invertir en deuda recaudada por organismos públicos. En 1942, los bonos municipales seguían aportando aproximadamente el

³⁵ AP3, *Annual Report 2020...*, p. 26.

³⁶ *Ibidem*, p. 74.

70 por ciento de todas las inversiones de las pensiones públicas estadounidenses.³⁷ En la medida en que los rendimientos de dichos bonos eran inferiores a los rendimientos de los activos financieros con perfiles de riesgo equivalentes, los planes de ahorro público para la jubilación subvencionaron indirectamente la construcción de infraestructuras de uso público. Solo después de la Segunda Guerra Mundial, cuando las normas sobre inversión en pensiones públicas por parte de los planes de pensiones se fueron relajando progresivamente y los gestores de los planes salieron a buscar mayores rendimientos en bonos y acciones corporativas, empezó a disminuir la aportación de los bonos municipales a las pensiones públicas estadounidenses, cayendo por debajo del 20 por ciento en 1957, y por debajo del 1 por ciento en 1972, momento en el que, en el capítulo 2, retomamos esta historia.

El objetivo de repasar esta parte de la historia aquí es que acentúa a modo de contraste una característica clave, e históricamente específica, del esquema actual de las cosas. Hoy, al comprar fondos de infraestructuras, los planes públicos de pensiones, entre otros, vuelven a verse apoyando explícitamente la construcción de infraestructuras de uso público: solo hay que echar un vistazo a AP3 y el sistema escolar de North Lanarkshire. Pero el intermediario que controla, canaliza y se beneficia de dicho apoyo tiene, de hecho, una naturaleza radicalmente diferente.

En el contexto estadounidense previo a la guerra, el propietario de las infraestructuras físicas y emisor de los activos financieros que permitía la circulación de capital hacia y a través del entorno construido era el estado local. Michael Glass y Sean Vanatta han logrado conceptualizar muy útilmente esta particular constelación político-económica previa a la guerra en términos de «mutualismo fiscal», una especie de círculo virtuoso que redundaba en beneficio del Estado (núcleo central del círculo) y de los contribuyentes.³⁸

Hoy, por el contrario, los propietarios de las infraestructuras y los emisores de activos financieros relevantes no son los estados locales, sino cada vez más, un gestor de activos extra-local del sector privado. Por lo que, si el acuerdo antes descrito por Glass y Vanatta representaba el mutualismo fiscal, puede que la mejor manera de definir el paisaje que tenemos ahora a nuestro alrededor sea considerarlo como una forma de extractivismo fiscal. De nuevo, el capital público se moviliza para financiar infraestructuras de uso público. Sin embargo, el eje básico del actual ciclo de inversión es un actor del sector privado que extrae activamente un tributo de tipo fiscal.

³⁷ M. R. Glass y S. H. Vanatta, «The Frail Bonds of Liberalism: Pensions, Schools, and the Unraveling of Fiscal Mutualism in Postwar New York», *Capitalism: A Journal of History and Economics*, núm. 2, 2021, pp. 427-472.

³⁸ *Ibidem*.

Extractivismo fiscal y préstamos de los accionistas

Que la expresión extractivismo fiscal es una conceptualización apropiada de la sociedad de gestión de activos es algo que remarca y se ve sustentado por toda una serie de importantes cuestiones fiscales. Casualmente podemos analizar este planteamiento mediante otro ejemplo, y sus pertinentes conexiones entre el gestor de activos británico Innisfree y Suecia. En este caso, sin embargo, el ejemplo involucra a Innisfree, que invierte en Suecia en lugar de atraer capital de socios comanditarios *desde* Suecia.

En 2010, se creó en Suecia la primera asociación público-privada (APP) del sector sanitario, e Innisfree lideró un consorcio, denominado Swedish Hospital Partners (SHP), para conseguir un contrato de construcción y para operar (hasta 2040) el nuevo hospital Karolinska Solna en Estocolmo. Su socio en el consorcio era la empresa sueca de construcción Skanska. Como suele ser el caso con este tipo de APP (de hecho, con las inversiones lideradas por gestores de activos en general), gran parte de la financiación del vehículo del consorcio y, por tanto, del proyecto se recaudó en deuda, e inicialmente se informó de que esta ascendía a alrededor de 5.000 millones de coronas suecas (SEK).³⁹

Hasta ahora, no hay nada destacable ni fuera de lo común. En 2014, sin embargo, ciertos elementos que comportan una gran importancia fiscal salieron a la luz cuando el International Consortium of Investigative Journalists reveló información hasta entonces oculta acerca de los pactos fiscales acordados en Luxemburgo por PricewaterhouseCoopers para varios de sus clientes, incluyendo Innisfree. Resultó que entre los prestamistas de SHP había dos fondos Innisfree con sede en Luxemburgo, que habían prestado al consorcio más de 500 millones de coronas suecas sometiendo el préstamo a una fuerte tasa de interés del 9 por ciento. Los periodistas que investigaron este acuerdo para Sveriges Television (SVT) calcularon que, durante el transcurso de la vida útil del contrato de APP, SHP pagaría alrededor de 1.300 millones de coronas suecas en intereses a Innisfree, su copropietario.⁴⁰

Aquí hay en juego una serie de cuestiones superpuestas. Una son las implicaciones fiscales del apalancamiento *per se*. Las entidades comerciales gravables pagan impuestos sobre las ganancias obtenidas tras cubrir, y no antes, los gastos de financiación de la deuda. Esto tiene consecuencias importantes en la sociedad de gestión de activos, en la medida en que este *modus operandi* de los gestores de activos alternativos como hemos visto,

³⁹ «Karolinska Hospital PPP Financial Close», Project Finance, 21 de junio de 2010.

⁴⁰ S. Bergman y J. Dyfvermark, «New Karolinska Advanced Tax Scheme in Luxembourg», 26 de noviembre de 2014, en svt.se.

tiene como objetivo específico nivelar la cartera de inversión (ver capítulo 1). La consecuencia de que los gestores de activos carguen la deuda sobre empresas de cartera utilizadas para mantener las infraestructuras o las viviendas adquiridas es que les traspasan a estas el pago de los intereses en curso, lo que provoca la eliminación de los beneficios sujetos a impuestos. Con frecuencia, la deuda es de tal magnitud que o no se pagan impuestos o lo que se paga es mínimo, incluso cuando la rentabilidad operativa subyacente sí tiene cierto peso. Bajo su muy criticado mandato, por ejemplo, Martin Stanley de Macquarie, sumó una deuda de alrededor de 2.000 millones de libras al balance contable de Thames Water, gracias a lo cual este último acabó pagando casi cero en impuesto de sociedades en el Reino Unido durante una década. Volviendo a Estocolmo, podemos ver que parte de la preocupación en Suecia por el volumen de deuda asumida por el SHP controlado por Innisfree ha estado directamente relacionada con esta misma dinámica: este apalancamiento, señala el informe de SVT, «reduciría los beneficios imponibles [de SHP] en Suecia».

La segunda característica clave del caso de SHP y el hospital de Solna era, por supuesto, la identidad específica del destinatario de estos pagos de intereses y su condonación de impuestos, esto es, el propio Innisfree. Esencialmente, la razón por la que el Estado no obtendría beneficios (en la forma de los ingresos fiscales) en este caso era porque estos los recibía el gestor de activos: esta es la clave del extractivismo fiscal. A lo largo de la relativamente breve historia de la sociedad de gestión de activos, el tipo específico de préstamo adelantado por Innisfree a SHP, ha representado de hecho, un vehículo habitual para este tipo de extractivismo. El llamado préstamo de accionistas, implica el préstamo de dinero de uno o más accionistas a la empresa en la que se agrupa el capital (ver capítulo 1). Cuanto mayor sea la tasa de interés, mayor será el pago de intereses al accionista, y por tanto menor el pago de impuestos al gobierno.

Abundan este tipo de ejemplos que involucran inversiones en activos reales por parte de gestores de activos. En 2017, Jonathan Ford informó sobre dos casos en el Reino Unido, y ambos involucraban a Macquarie. Uno estaba relacionado con la empresa Arqiva, que controla elementos vitales de las infraestructuras de telecomunicaciones de Reino Unido, y en la que Macquarie e IFM Investors (otro gestor de activos) son el segundo y el tercer miembro en importancia del consorcio de inversores que lo controla. En los tres años pasados hasta mediados de 2016, Arqiva ganó 822 millones de libras de beneficios operativos acumulados, aunque la ganancia quedó, como si dijésemos, anulada por los cargos en intereses de aproximadamente 1.500 millones de libras, de los cuales aproximadamente la mitad estaban al servicio de los préstamos realizados por los accionistas y que devengaban intereses a un atractivo 13-14 por ciento. Las tasas de interés

eran aún más altas en el segundo ejemplo de Ford, la red de distribución de gas Wales and West, que poseía un consorcio liderado por Macquarie entre 2005 y 2012, y financiado con préstamos de accionistas a unos tipos de interés del 15-21 por ciento.⁴¹

Mientras tanto, Jason Ward recoge un instructivo ejemplo que se dio en Australia. Al comprar la cadena de residencias Allity a Lend Lease Group en 2013, utilizando su quinto fondo de compra, el gestor de activos Archer Capital proporcionó a Allity un préstamo que debía devolver (a Archer) con un interés del 15 por ciento. A pesar de declarar posteriormente ganancias de alrededor de 300 millones de dólares australianos, antes de intereses, tanto en 2014-2015 como en 2015-2016, Allity declaró un total de cero ingresos imponibles cada uno de estos años. En palabras de Ward se puede decir que «había pocas dudas de que el único propósito de este préstamo, realizado por parte de los accionistas con un interés del 15 %, era reducir los impuestos a los ingresos por ganancias».⁴²

Mecanismos alternativos de extractivismo fiscal

Antes de regresar por última vez a Solna y SHP-Innisfree, es importante señalar que los préstamos a los accionistas no son el único mecanismo que las empresas de gestión de activos reales utilizan para extraer una fuente de ingresos de lo que normalmente se espera que fluya en dirección al Estado en forma de ingresos fiscales.

Algunos de estos mecanismos alternativos incluyen, perversamente, mecanismos diseñados y ofrecidos por el propio Estado. Muchos gobiernos occidentales, por ejemplo, permiten a las empresas que generan la mayor parte de sus ingresos por el arrendamiento de bienes inmuebles que los incorporen a sus propias estructuras como fideicomisos de inversión inmobiliarios (REIT). Al hacerlo, las empresas pueden proteger la mayor parte de sus beneficios de los impuestos sobre los beneficios, y distribuir dichos beneficios en forma de dividendos a los accionistas. No es casualidad que, cuando las disposiciones nacionales lo permiten, los gestores de activos utilicen casi siempre estructuras REIT para sus carteras inmobiliarias, incluidas sus carteras de vivienda. En el caso de Blackstone, por ejemplo, para Invitation Homes —su primera operación estadounidense de alquiler de viviendas unifamiliares—, dicho mecanismo consistió, como sigue siendo hoy, en un REIT; también lo son las diversas empresas a través

⁴¹ J. Ford, «Lax Regulation Has Turned Britain into a Rentier's Paradise», *Financial Times*, 1 de octubre de 2017.

⁴² J. Ward, «Tax Avoidance by For-Profit Aged Care Companies: Profit Shifting on Public Funds», mayo de 2018, p. 26, en cictar.org.

de las cuales Blackstone posee la mayoría de sus activos de propiedad residencial española, siendo Fidere Patrimonio SOCIMI uno de los fondos más grandes. Este posee miles de unidades de alquiler ubicadas principalmente en Madrid, y del cual los fondos de Blackstone poseen alrededor del 99 por ciento de las acciones.

Otros mecanismos extractivistas disponibles tienden a ser creaciones de los propios gestores de activos. Por ejemplo en 2021, Macquarie invirtió 43 millones de euros en una planta de 50 MW de energía solar en España, pese a ello, Macquarie no poseía capital social en la planta ni antes ni después de esta inversión. ¿Cómo podemos explicar esto? La explicación es que se trataba de una inversión de deuda realizada no por uno de los numerosos fondos de capital de Macquarie, sino por uno del creciente número de fondos de deuda privada, en este caso Green Energy Debt Fund. Al anunciar la inversión, Macquarie reveló que, durante la década anterior, sus fondos de deuda privada habían invertido un total de aproximadamente 2.700 millones de euros en todo el mundo en alrededor de cuarenta proyectos de energías renovables.⁴³

También se denomina fondos privados de crédito a los fondos de deuda privada de los gestores de activos. Estos operan de manera muy similar a los fondos de renta variable con los que estamos más familiarizados. Recaudan dinero de inversores externos (sus socios comanditarios) y sus socios ganan honorarios administrando e invirtiendo el capital de ese cliente. Pero en lugar de utilizar el capital comprometido para comprar acciones y adquirir la propiedad y el control de los activos (la operación básica de la sociedad de gestión de activos), los fondos de deuda privados invierten en préstamos a largo plazo, que constituyen deuda «privada» en la medida en que no se emite ni negocia en un mercado abierto; dichos fondos generan ingresos en forma de pagos de intereses, diferenciados de los dividendos y de las ganancias de capital. Aunque esos fondos existen desde hace décadas, se han vuelto más prominentes desde la crisis financiera mundial. A medida que los bancos se retiraban cada vez más de lo que consideraban préstamos «de riesgo», los gestores de activos entraron en la brecha. El capital total de los clientes gestionado por fondos de deuda privados aumentó de los casi de 200.000 millones de dólares en 2007 a más de 800.000 millones de dólares en 2019.⁴⁴ Un año después, esa cifra había alcanzado el billón de dólares.⁴⁵

⁴³ «Macquarie Closes €43 Million Debt Investment in Spanish Concentrated Solar Power Plant Sponsored by Q-Energy», 23 de septiembre de 2021, en macquarie.com.

⁴⁴ «Private Debt», en preqin.com.

⁴⁵ BCG, «The \$100 Trillion Machine», julio de 2021, p. 2, en bcg.com.

Aunque sigue siendo relativamente marginal dentro del firmamento más amplio del negocio de gestión de activos, ciertos aspectos de este fenómeno de los fondos de deuda privada resultan particularmente significativos para nuestro propósito. Por un lado, gran parte de la deuda que dichos fondos proporciona sirve precisamente para ayudar a financiar la adquisición de activos reales por parte de otros fondos de capital riesgo del gestor de activos. En otras palabras, cuando un gestor de activos compra una infraestructura o un activo de bienes inmuebles sobre una base apalancada, lo hace cada vez con mayor frecuencia haciendo uso de la deuda proporcionada no por un banco, como por otro gestor de activos.

Mientras que algunos gestores de activos, como Oaktree Capital Management, son fondos de crédito especializados, la mayoría de las empresas con presencia significativa en la gestión de activos de deuda privada son las mismas empresas que dominan la gestión de activos basados en activos alternativos. Por lo tanto, son los fondos de deuda administrados por una de esas empresas los que suelen generar préstamos también a empresas adquiridas o propiedad de los fondos de capital de un competidor directo. «Grandes firmas como son Ares, Apollo y Blackstone pueden competir por una adquisición», señala un informe en el *Financial Times*, «y tras ello acabar siendo socios en la financiación de la deuda».⁴⁶ La planta solar española en la que Macquarie hizo su inversión de deuda en 2021, por ejemplo, era propiedad de un gestor de activos rival, Q-Energy, con sede en Madrid.

Y más relevante si cabe, los fondos de deuda privados son los instrumentos básicos del extractivismo fiscal, que es la esencia de la sociedad de gestión de activos. Al igual que los préstamos de accionistas, la financiación mediante deuda de activos reales organizada a través de fondos de inversión privados tiene el efecto de suprimir los impuestos gubernamentales *de jure* sobre las ganancias operativas al imponer *de facto* una «comisión» por el préstamo de deuda del gestor de activos. En resumen, de una forma u otra, el impuesto fiscal está esencialmente privatizado y externalizado.

Extractivismo en general

Por supuesto, si los impuestos que no pagan digamos SHP, Allity o Fidere Patrimonio sobre los beneficios operativo, de hecho, los pagasen de manera equivalente los gestores de activos (y sus socios comanditarios) mediante el pago de intereses y dividendos que dichos gestores extraen, entonces no habría ganancia neta para el gestor de activos ni pérdida para el Estado, con lo cual tampoco habría extractivismo fiscal. Pero aquí entra en juego, por

⁴⁶ J. Rennison, E. Platt y S. Indap, «Private Credit Joins Private Equity to Freeze Out Banks», *Financial Times*, 13 de julio de 2021.

un lado, una cuestión geográfica crucial: ¿dónde se pagan esos impuestos? Por ejemplo, ¿Blackstone y sus socios comanditarios, de sus correspondientes fondos inmobiliarios, pagan impuestos sobre los dividendos recibidos de Fidere Patrimonio en España —que es donde pagan alquiler todos los inquilinos de viviendas de Fidere Patrimonio— o los pagan en otra parte del mundo?

Volviendo a nuestro ejemplo de SHP, Innisfree y Solna, este nos permite que saquemos punta a este asunto. En la medida en que SHP opera en Estocolmo, los expertos suecos probablemente estaban en todo su derecho de pensar —como claramente lo expresaron voces diversas tras la divulgación por parte de SVT de los detalles de los préstamos de los accionistas de Innisfree— que era en Suecia donde debía pagarse cualquier impuesto derivado de las actividades de SHP. Pero sin embargo el efecto, y objetivo, de los préstamos de accionistas era transferir parte de la obligación tributaria, para empezar, a la ubicación del domicilio de dichos fondos de Innisfree, que era Luxemburgo. Por lo que resultó muy significativo, que ese informe de SVT, mencionado anteriormente, se preocupase y señalase específicamente que los préstamos de alto rendimiento de Innisfree reducirían las ganancias imponibles «en Suecia». El extractivismo fiscal es tanto territorial como político y económico.

Curiosamente, descubrir la territorialidad del extractivismo fiscal efectuado por los gestores de activos reales se ha convertido, aparentemente, en una especie de especialización para los periodistas de investigación escandinavos. Cinco años después de que SVT de Suecia revelara las maquinaciones centradas en SHP y Estocolmo, la emisora noruega TV 2 reveló un caso asombrosamente similar en Noruega, que involucraba una inversión que ya comenté en el capítulo 1: la propiedad por parte de BlackRock del parque eólico de Tellnes. El elemento similar, y clave, fue que los pagos de intereses anulaban los beneficios imponibles locales sobre préstamos de alto rendimiento adelantados específicamente por el fondo de inversión que tenía el control, en este caso Global Renewable Power II, que, al igual que los fondos Innisfree en el caso de SHP, tenía su sede en un paraíso fiscal. «Esta es la manera en la que el beneficio obtenido a partir del parque eólico de Tellnes», dijo a TV 2 el fiscal Gregar Berg-Rolness, «acaba siendo un beneficio devengado en intereses para una empresa en las Islas Caimán». Berg-Rolness añade: «[Esto] es un escándalo. Básicamente lo que se les está diciendo a los capitalistas internacionales es “pasen y sírvanse ustedes mismos”».⁴⁷ Las similitudes son tan asombrosas que un cínico podría sospechar que existe un patrón.

⁴⁷ S. Figved, I. Fredriksen y K. A. Kleppe, «TV 2 avslører: Inntekter fra norsk vind sendes til en skattefri øy i Karibien», 24 de noviembre de 2019, en tv2.no (traducción del autor).

Además, es bien sabido que existen métodos de minimización de impuestos que están integrados sistemáticamente en dichas transferencias geográficas. El informe de SVT sobre SHP-Solna, por ejemplo, observó que la tasa impositiva que los fondos de Innisfree pagarían sobre sus ingresos por intereses devengados sería «cercana a cero». Asimismo, investigaciones publicadas por *Corporate Watch* en 2013 demostraron que en varias empresas de aguas del Reino Unido, los accionistas radicados fuera de las islas británicas, habían emitido históricamente unos 3.400 millones de libras de préstamos en eurobonos cotizados a esas empresas, generando pagos de intereses que anulaban las obligaciones tributarias en Reino Unido, de este modo esos mismos accionistas no pagaron impuestos. Entre las principales empresas de tratamiento de aguas se encontraban tres que eran propiedad de gestores de activos individuales (South Staffordshire Water, propiedad de Alinda Capital Partners) o de consorcios de inversión liderados por gestores de activos (Thames Water, propiedad de un consorcio dirigido por Macquarie; y Yorkshire Water, propiedad de un consorcio liderado por Citi Infrastructure Investors).⁴⁸

De hecho, todo lo que ahora sabemos sobre los secretistas circuitos de capital que componen la sociedad de gestión de activos sugieren que el ganador final de las pérdidas del Estado es el gestor de activos en sí mismo; quien es, a la vez, arquitecto principal y principal beneficiario del extractivismo fiscal. Puede que donde se vea más claramente esta dinámica, es decir, el modo en la que el gestor de activos captura las ganancias que se podría esperar que revertisen al Estado, es en relación con la tributación del interés devengado acumulado, que será, la última cuestión que analicemos.

El interés devengado, como hemos visto, es la principal tarifa en concepto de desempeño del gestor de activos, calculada como un porcentaje de las ganancias que genera un fondo. En Estados Unidos (domicilio de la mayoría de los principales gestores de activos), como en muchos otros países, las empresas gestoras de activos incorporadas como socios pagan impuestos sobre los intereses devengados de la tasa de ganancias de capital. La lógica de este tratamiento fiscal, tal y como funciona, gira en torno a la noción de riesgo: se dice que el gestor de activos ha puesto capital en riesgo y, por lo tanto los intereses devengados representan un rendimiento del capital invertido, y debería gravarse como ganancia de capital. Pero los críticos insisten que los intereses devengados deben tratarse como un pago por servicios prestados (la gestión de activos de los clientes) y, por tanto, gravado como ingresos regulares.

Para algunos oídos, esto puede parecer una trivialidad fiscal, pero no lo es en absoluto. En términos generales, en la mayoría de los países, el tipo

⁴⁸ R. Clancy, «UK Water Companies Avoid Paying Tax», *Telegraph*, 15 de febrero de 2013.

del impuesto sobre la plusvalía —y, por tanto, el tipo al que los gestores de activos han pagado los impuestos sobre los beneficios devengados— ha sido históricamente mucho más bajo que el tipo del impuesto sobre la renta, el tipo que los críticos creen que los gestores de activos *deben* pagar como impuesto sobre los beneficios devengados, y que las empresas propiedad de administradores de activos pagarían sobre las ganancias si no estuvieran protegidas de las autoridades fiscales por los mecanismos de supresión fiscal mencionados anteriormente.

Si alguien hubiera tenido alguna duda acerca de lo importante que resulta esta protección especial frente a los impuestos de cara a los balances financieros de los gestores de activos, esta duda habría quedado totalmente disipada cuando, en 2010, el presidente Obama tomó medidas para cerrar la laguna jurídica existente en los Estados Unidos respecto al impuesto sobre los intereses devengados. La industria, indignada, levantó un frente común. La respuesta del propio director ejecutivo de Blackstone, Stephen Schwarzman —con un patrimonio valorado en 40.000 millones de dólares— fue realmente asombrosa: comparó la amenaza de Obama con la invasión de Polonia por parte de Hitler.⁴⁹

El gambito de Obama fracasó, y tanto en Estados Unidos como más allá de sus fronteras sobrevive la provisión fiscal por intereses devengados. En un artículo en *The New York Times* de 2017, James Stewart denominó a esta provisión estadounidense «una laguna fiscal para los ricos que simplemente se resiste a morir».⁵⁰

Como la proverbial cucaracha, con la que ni siquiera una explosión nuclear puede acabar con ella, en 2022 se produjo la demostración más reciente de la remarcada obstinación de esta laguna jurídica. Los críticos mostraron su alegría cuando se informó de que el «cierre» del vacío legal sería uno de los medios para financiar la Inflation Reduction Act [Ley de Reducción de la Inflación] de EEUU (sobre lo que ahondaremos más tarde en el capítulo 6). Pero la letra pequeña reveló que la propuesta no era, de hecho, cerrar el vacío legal, sino que la propuesta consistía nada más que en circunscribir modestamente la capacidad de los gestores de activos para explotarla. Y, en ese caso, incluso esta débil propuesta de inhibir dicha potestad resultó demasiado para que encajase en la economía política del país. La legislación no fue aprobada hasta que no se eliminó la propuesta relativa a los intereses devengados.⁵¹

⁴⁹ J. Alter, «Schwarzman: “It’s a War” Between Obama, Wall St», *Newsweek*, 15 de agosto de 2010.

⁵⁰ J. Stewart, «A Tax Loophole for the Rich that Just Won’t Die», *New York Times*, 9 de noviembre de 2017.

⁵¹ J. Politi, «Kyrsten Sinema Backs Joe Biden’s Flagship Climate, Health and Tax Bill», *Financial Times*, 5 de agosto de 2022.

Puede que sea difícil encontrar otra explicación mejor que esta a la hora de reflejar el microcosmos de los principales temas explorados en este capítulo. Pese a todas aquellas aseveraciones (que en último estadio son egoístas y en beneficio propio) que afirman lo contrario, la sociedad de gestión de activos, como hemos visto, beneficia y fortalece principalmente a la élite global rica. Una vez que apartamos las ramas y vemos a través de ellas queda claro que, hablando en términos de sus estructuras y mecánicas, es precisamente para esto para lo que está diseñada la sociedad de gestión de activos. La captura desproporcionada de las ganancias financieras de la sociedad de gestión de activos obtenidas por una pequeña élite es una característica tan integral —una consecuencia necesaria más que contingente— como lo es la extendida socialización de los costes económicos que examinamos en el capítulo 4. Tanto el tratamiento fiscal dado a los intereses devengados como la incapacidad o falta de voluntad de los políticos para modificarlo dan fe de este hecho.

Lo único que nos queda por examinar es hacia dónde puede que se dirijan las cosas, ya que la crisis financiera global —tan fundamental para la consolidación y expansión de la sociedad de gestión vivida en la última década— va desapareciendo de la historia, a medida que se atemperan los recientes estragos del covid-19 y continúa la guerra en Europa del este, un periodo de relativa estabilidad macroeconómica se ve destrozado por el abrupto retorno de la inflación concentrada en los mercados energéticos y de alimentos, y las crisis globales interseccionadas de la vivienda y el clima aumentan diariamente. ¿Cuál es, en definitiva, el futuro de la sociedad de gestión de activos?

VI EL FUTURO

Problemas, problemas...

La identificación de cuáles son los «problemas» siempre depende de la perspectiva: lo que a algunos les parece una preocupación importante, a otros no les parecerá más que un simple inconveniente y tal vez a otros una nueva oportunidad. Así estaban las cosas en 2021, en un momento en el que pueblos e instituciones de todo el mundo luchaban por adaptarse a las consecuencias de la continuación de la pandemia del coronavirus y adaptar sus vidas y actividades a las nuevas realidades. Las personas y las instituciones identificaban problemas de muy diversa índole.

Muchos consideraron que el principal problema era la falta de inversión, y en particular la falta de inversión precisamente en los tipos de activos que hemos estado examinando en este libro: vivienda y otras infraestructuras críticas de producción y reproducción socioeconómicas. Esta preocupación fue compartida por la consultora McKinsey. «Todos necesitamos lugares para vivir», escribieron tres de sus consultores:

Pero el parque de viviendas no ha seguido el ritmo de la demanda [...] Si bien los precios inmobiliarios suben, las viviendas asequibles siguen siendo muy escasas: unos 165 millones de personas en 22 de las economías avanzadas sufren por el peso excesivo de los costes de la vivienda [...] Necesitamos generar un crecimiento de la inversión económica tanto en activos como en infraestructuras con el fin de ampliar y sostener nuestra prosperidad, pero las brechas de inversión en infraestructuras han demostrado ser persistentes [...] En total, hemos estimado que el mundo necesita gastar alrededor de 3,7 billones de dólares al año en infraestructura en los próximos 15 años.¹

Mientras tanto, otros destacaron «problemáticas» totalmente diferentes. Entre ellos destacaba la gestión de los activos alternativos. A mediados

¹ J. Woetzel, A. Madgavkar y J. Mischke, «Global Wealth Has Exploded. Are We Using It Wisely?», 26 de noviembre 2021, en [barrons.com](https://www.barrons.com).

de 2020, un informe del *Financial Times* señaló que estas empresas estaban teniendo problemas para encontrar oportunidades para invertir todo el dinero que los inversores institucionales habían comprometido a sus fondos: la industria en conjunto tenía «1,5 billones de dólares invertidos en el llamado “dry powder” quemándoles en los bolsillos».² Un año después, el problema parecía haber empeorado y la cantidad de capital de reserva había aumentado hasta los 2,3 billones de dólares. En definitiva, los gestores de activos alternativos, como escribió Steve Gelsi, continuaron enfrentándose en 2021 a «un problema que la mayoría de la gente desearía tener, no saben qué hacer con tanto dinero».³

Dada esta yuxtaposición particular de problemas, probablemente no resulte sorprendente que en los últimos tiempos hayamos sido testigos de cómo se ha reactivado y reafirmado un consenso entre las élites, que lleva varias décadas creciendo y cristalizando, a saber, que cada uno de esos problemas es de hecho la solución a otro. Los gestores de activos pueden resolver el problema del billón de dólares con más inversión en viviendas e infraestructuras; y a su vez, la vivienda y la infraestructuras puede resolver el problema de los billones en *dry powder* de los gestores de activos. Como concluyeron los consultores de McKinsey, con lo que parecía una lógica impecable: «No es una falta de dinero y no faltan oportunidades para gastarlo más productivamente». Todo lo que se necesitaba era facilitar la reconciliación del excedente de capital, por un lado, con las oportunidades para la inversión, por el otro.

En este capítulo final, exploro la naturaleza de este consenso y sus probables implicaciones para el futuro de la sociedad de gestión de activos, y por tanto para el futuro de la sociedad misma.

La sociedad de gestión de activos después de la pandemia

Países ricos

Una de las muchas cosas por las que sobresalieron 2020 y 2021, los años pico de pandemia, fue por la intervención y gastos masivos realizados por los gobiernos del Norte global. Según imponían el *lockdown*, paralizando sus economías y sociedades, los gobiernos de Canadá a Singapur y de España a Estados Unidos, se endeudaron enormemente para dar apoyo directo a los hogares, empresas y servicios de salud, todos ellos tensionados.

² J. Ford, «Private Equity Fees Have Become a Rentier's Bonanza», *Financial Times*, 30 de agosto de 2020.

³ S. Gelsi, «Private-Equity Powerhouses Are Sitting on Piles of Uninvested Cash», *MarketWatch*, 25 de agosto de 2021, en [marketwatch.com](https://www.marketwatch.com).

«En cuanto se paralizó el sector privado», escribió Adam Tooze, «el sector público se expandió [...] El gasto público compensó la pérdida de gasto e ingresos privados». ⁴ Solo Estados Unidos vio aumentar su deuda pública en casi 3 billones de dólares en 2020. En relación con la producción de la economía nacional, el mayor incremento en deuda pública, se dio en Reino Unido, cuyo gobierno, en los doce meses de abril de 2020 a abril de 2021, adquirió préstamos por valor de 299.000 millones de libras, «la cifra más alta desde que comenzaron los registros en 1946». ⁵ El Estado, comentó en el *Financial Times* Martin Sandbu en diciembre de 2020, había «vuelto a lo grande». ⁶

También fue notable la respuesta de los mercados financieros. Durante varias décadas, la ortodoxia entre los economistas tradicionales y los políticos del Norte global había sostenido que el mercado de bonos era un eficaz disciplinador del «exceso» alimentado por la deuda de los gobiernos.

Si los gobiernos financiaran el gasto público aumentando sustancialmente la deuda, el mercado elevaría las tasas de interés a la deuda pública para inculcar una mayor prudencia fiscal. El presidente estadounidense Bill Clinton respaldó esta ortodoxia a mediados de la década de 1990 cuando, tras haber sido aconsejado para que controlara sus propios planes de gasto, lamentó haberse visto paralizado por «un montón de malditos comerciantes de bonos». Y esta fue claramente la ortodoxia que respaldó las medidas de austeridad ampliamente introducidas tras la crisis financiera de 2007-2009: el argumento fue que los gobiernos habían pedido prestado en exceso para rescatar a los bancos por lo que se requería de un plazo de ajuste fiscal juicioso (aunque doloroso).

Pero 2020 pareció destrozarse esta ortodoxia; los mercados no reaccionaron como esperaban los expertos. Como observó Tooze: «Los gobiernos de todo el mundo emitieron deuda como no se había visto desde la Segunda Guerra Mundial y, sin embargo, las tasas de interés se desplomaron. A medida que se paralizaba el sector privado, el sector público se expandía. Según crecía el déficit gubernamental, el sistema monetario respondió de forma elástica». La lección parecía clara: sencillamente a los mercados no les preocupaban los enormes volúmenes de deuda extra asumidos por los gobiernos de los países más ricos del mundo. «No parecen existir restricciones presupuestarias» señalaba Tooze, «el dinero es un mero tecnicismo». En resumen, la pandemia había «borrado los supuestos límites de

⁴ A. Tooze, «What If the Coronavirus Crisis Is Just a Trial Run?», *The New York Times*, 1 de septiembre de 2021.

⁵ B. King, «How Much is Covid Costing the UK and How Will We Pay?», 22 de junio de 2021, en bbc.com.

⁶ M. Sandbu, «The Post-Pandemic Brave New World», IMF, diciembre de 2020, en imf.org.

la sostenibilidad financiera».⁷ El pensamiento económico subyacente en la economía política de austeridad había sido repudiado decisivamente, o al menos eso parecía.

Para aquellos de convicción keynesiana (incluido Tooze), esto resultó una revelación. «El mundo descubrió», continuaba Tooze, «que John Maynard Keynes tenía razón cuando declaró durante la Segunda Guerra Mundial que, “nos podemos permitir todo lo que podamos hacer”».⁸ Tooze se apresuró a señalar que esta declaración debe circunscribirse geográficamente, en caso de ser cierta, que lo es, como veremos, solo para los países ricos. Sin embargo, la implicación de esto tuvo profundos efectos: los límites a la ambición del gobierno son políticos, no financieros; si los gobiernos de los países ricos deciden no gastar, no es porque el gasto sea inasequible. Como era de esperar, todo esto dio un impulso considerable a quienes durante años habían hecho campaña en vano para que los gobiernos pusiesen el dinero público a trabajar abordando los desafíos clave de la sociedad, siendo uno de los más recurrentes la necesidad de inversión en infraestructuras y viviendas, señalados en el informe McKinsey mencionado anteriormente.

En Estados Unidos esta confianza en que a largo plazo el covid-19 podría ser un resquicio de esperanza para una nueva era de generoso gasto gubernamental en inversiones, y con un importante beneficio público, fue especialmente elevada. Por un lado, ya estaba aceptado de manera generalizada que la necesidad de dicha inversión era increíblemente urgente en ese país. En la iteración de 2021 de su influyente «informe de calificaciones» sobre el estado de las infraestructuras estadounidense, por ejemplo, la American Society of Civil Engineers (ASCE) clasificaba once de las diecisiete categorías de infraestructura nacional en el rango D, que quiere decir que se encuentran «básicamente por debajo del estándar», muestran «deterioro significativo» y «fuerte riesgo de peligro», y se estimó el déficit de financiación durante la década siguiente en 2,6 billones de dólares.⁹ Mientras tanto, enero de 2021 vio cómo llegaba un nuevo presidente demócrata al poder. Si bien Donald Trump había hablado con frecuencia acerca de aumentar la inversión en infraestructuras, durante su presidencia no se llegaron a tomar medidas significativas. En cambio, el equipo de Joe Biden se dedicó rápidamente a redactar legislación con ese fin y las propuestas iniciales del nuevo presidente contenían dos billones de dólares de gasto gubernamental en infraestructuras en los siguientes cuatro años.

⁷ Tooze, «What if the Coronavirus Crisis Is Just a Trial Run...».

⁸ *Ibidem*.

⁹ American Society of Civil Engineers, «A Comprehensive Assessment of America's Infrastructure: 2021 Report Card», marzo de 2021, en [infrastructurereportcard.org](https://www.infrastructurereportcard.org).

Esto, como señaló Tooze, provocó una gran «excitación» en los sectores de la izquierda de Estados Unidos; la atmósfera era «intoxicante». «Si el dinero era un mero tecnicismo», decían sus entusiasmados defensores, «¿qué más cosas podían hacerse? Actuaciones en pro de la justicia social, el cambio climático, el Green New Deal, todo parecía estar a nuestro alcance».¹⁰

Pocos de los que anunciaron el «retorno del Estado» fueron capaces, en cambio, de darse cuenta de la naturaleza demacrada de ese retorno. Pese a la envergadura de la deuda y del gasto que hicieron los gobiernos en el Norte global durante 2020-2021, la propiedad y el control de aquello en lo que se gastaban el dinero no cambió de manos. Los paquetes de rescate no supusieron ningún desafío a la distribución existente por defecto de los recursos y activos entre los sectores público y privado. De hecho, en muchos países la financiación de emergencia provocada por la pandemia simplemente aceleró y amplificó el insistente y viejo patrón de la creciente canalización de cada vez más recursos y activos hacia el sector privado. Podría decirse que Reino Unido fue el caso emblemático. A finales de 2021, el valor total de los contratos adjudicados a empresas privadas por parte del gobierno británico en respuesta al covid-19 había llegado casi a los 50.000 millones de libras. Multitud de voces expresaron serias preocupaciones acerca de los procesos que habían regido la adjudicación de estos contratos, que cubren todo, desde equipos de protección personal a la prestación de servicios de prueba y rastreo. Sin embargo, se daba más o menos por sentado que los contratos que representaban dichos activos serían adquiridos específicamente por el sector privado.

Las propuestas iniciales del presidente Biden para la inversión en infraestructuras decían mucho también de las realidades político-económicas subyacentes de su país. Se hicieron modestas promesas de gasto público en vivienda pública y otras infraestructuras públicas abandonadas hace mucho tiempo (escuelas y transporte). Pero se dio más espacio en el texto a fomentar la financiación del sector privado, en particular, de instalaciones de generación de electricidad y redes de transmisión, así como de redes de carga de vehículos.¹¹ En esto, el bidenismo representaba de hecho una continuación del trumpismo, y no una ruptura con él. Los propios planes de infraestructuras de Trump, muertos al nacer, se habían basado en el «uso de dólares federales como inversión inicial para incitar a la iniciativa privada a que proporcionase la mayor parte de la financiación».¹² Casi resulta innecesario detallar que los retornos económicos generados en última instancia

¹⁰ Tooze, «What If the Coronavirus Crisis Is Just a Trial Run?», *op. cit.* (el énfasis es del texto original).

¹¹ «The American Jobs Plan», 31 de marzo de 2021, en [whitehouse.gov](https://www.whitehouse.gov).

¹² B. Alexander, «Privatization Is Changing America's Relationship with Its Physical Stuff», *Atlantic*, 12 de julio de 2017.

por los activos financiados en gran parte o en su totalidad por el sector privado iban a acabar siendo, con toda probabilidad, privatizados. Lo que es seguro es que no se trataba de una visión rooseveltiana de una nueva era de desarrollo de infraestructuras a gran escala, financiada y de propiedad pública, a pesar de toda la retórica en torno a las propuestas a principios de 2021.

Las empresas de gestión de activos alternativos tenían básicamente esto claro, pese a que los partidarios de izquierdas de Biden no lo tuvieran. Es muy clarificador que, desde el principio, los gestores de activos considerasen los planes de infraestructuras de Biden como una oportunidad, no como una amenaza. A mediados de 2021, tras haber digerido las propuestas y tomado el pulso a los legisladores en Washington, estas empresas tenían confiadamente la vista puesta, en palabras de Lee Harris, en «la inesperada infraestructura federal [...] la bonanza de los activos públicos». Se vieron específicamente animados a ello por el hecho de que las negociaciones en las que se trata la financiación de lo que tradicionalmente habían sido principalmente activos de propiedad municipal, como carreteras y puentes y las redes de suministro de agua ahora incluían explícitamente asignaciones para asociaciones público-privadas (APP). «Si se recortan lo suficiente los dólares federales, si el lenguaje final es suficientemente pro-negocios, o ambos» observó Harris, «el siguiente paquete de infraestructuras podría significar barra libre para la entrada de capital privado en el sector de los servicios públicos municipales».¹³

No había nada en la legislación finalmente redactada para la inversión en infraestructuras que pudiera hacer pensar a los gestores de activos que sus plegarias no habían sido escuchadas. Aprobada en noviembre de 2021, tras un tortuoso paso por la Cámara de Representantes, la Infrastructure Investment and Jobs Act (IIJA) [Ley de inversión en infraestructuras y empleo], por un lado, ofrecía un importe relativamente irrisorio de capital público, solo 550.000 millones de dólares en nuevos paquetes de financiación federal, que era mucho menor que lo que solicitaban grupos como la ASCE. De hecho, en palabras de Harris, los dólares federales habían sido, «recortados», incluso para el transporte público, al que solo se destinaron 39.000 millones de dólares de dinero nuevo, mientras que la financiación adicional para educación y vivienda pública, caso de hacerse, sería en la siguiente legislatura.

De otro lado, «enterrado profundamente entre las 1.039 páginas de la ley», Allan Marks confirmó que había varios cambios legales que «podrían remodelar radicalmente la forma en que nosotros [en Estados Unidos]

¹³ L. Harris, «Eyeing Federal Infrastructure Windfall, Private Equity Courts Public Utilities», *American Prospect*, 22 de julio de 2021, en [at prospect.org](https://prospect.org).

abordamos las inversiones en infraestructuras».¹⁴ Los más importantes fueron los cambios concernientes a la inversión privada y al control de activos —especialmente, aunque no exclusivamente— en el sector del transporte. La IJA amplió varios programas existentes que nivelaban la inversión adicional del sector privado en infraestructuras, e introducía nuevas oportunidades de inversión privada a través de concesiones de activos y APP.

Si el covid-19 era el heraldo del «regreso del Estado» en los países ricos, entonces, es fundamental dejar claro que este fue el regreso de un tipo específico de Estado. No era un Estado que acababa de darse cuenta de los méritos de la propiedad pública de las infraestructuras críticas para la reproducción socioeconómica. El Estado no estaba «dando un paso al frente» como propietario del activo, o siquiera como proveedor de servicios, al menos más allá del punto en el que esto último fuese imprescindible. El Estado que ha «regresado» sigue siendo ante todo un criado al servicio de la propiedad privada y los derechos de la propiedad privada, en otras palabras, es el Estado neoliberal.

Además, a finales de 2021, la noción aparentemente radical de que «nos podemos permitir todo lo que podamos hacer» había retrocedido casi tan rápido como se había materializado el año anterior. «Esa idea desapareció velozmente tan pronto cambiaron las condiciones del mercado, y en cuanto se vio que la inflación asomaba las orejas», le dijo Daniela Gabor a Kate Aronoff de *The New Republic*. «Ahora», dijo Aronoff, «ha vuelto a la tribuna la palabrería pidiendo prudencia fiscal».¹⁵ Esta grandilocuencia alcanzó un nuevo tono el otoño siguiente: los planes anunciados por el efímero gobierno británico de Liz Truss para introducir recortes no financiados en los subsidios al consumo energético provocaron que los inversores en *gilt*¹⁶ tuvieran un ataque de ira, lo que los expertos interpretaron ampliamente como la evidencia de que los mercados de bonos habían vuelto a su rol disciplinador y que debían ser obedecidos.

La realidad es que, en todo el Norte global, desde hace varias décadas los gobiernos se han retirado ampliamente, aunque de manera desigual, de la propiedad y financiación de viviendas y otras infraestructuras esenciales, y a pesar de toda la fanfarria acerca de la «vuelta» del Estado, el covid-19 no cambió esa trayectoria ni un ápice: ni en Australia, ni en Europa y por supuesto tampoco en Estados Unidos. No ha sido una cuestión de voluntad propia que los municipios estadounidenses —los principales

¹⁴ A. Marks, «Biden Signs Infrastructure Law», *Forbes*, 16 de noviembre de 2021, en forbes.com.

¹⁵ K. Aronoff, «The White House's New Climate Strategy: Let Businesses Solve It», *The New Republic*, 4 de noviembre de 2021, en newrepublic.com.

¹⁶ Un *gilt* es una obligación del Estado británico denominada en libras esterlinas, emitida por el Tesoro británico y que cotiza en la bolsa de Londres. [N. de la T.]

propietarios de infraestructura pública en ese país— lleven tiempo considerando cada vez más las asociaciones público-privadas, este cambio de perspectiva se debe al agotamiento de la financiación federal —ha disminuido alrededor de un 75 por ciento en términos reales desde finales de los años setenta—, por ejemplo, en el caso de las infraestructuras hidráulicas.¹⁷ En medio de la pandemia, frente a la «imperiosa» necesidad de capital, los municipios acogieron de manera generalizada las propuestas de APP de los gestores de activos.¹⁸ La legislación de Biden apenas arañó la superficie de esa necesidad de capital (y menos aún en relación con el suministro de agua), que en cambio será cubierta, en una proporción cada vez mayor, por otros proveedores de capital.

Qué pasa con los países más pobres

La pandemia del coronavirus se experimentó de manera muy distinta en diferentes partes del mundo, con variaciones significativas entre los países más ricos y los más pobres. El nivel y la naturaleza de la intervención y el gasto gubernamentales diseñado para apoyar el gasto interno de las empresas y los hogares fue un factor importante de esa variación. Mientras que muchos de los países más pobres también se paralizaron en distintos grados y en distintos puntos, pocos de ellos proporcionaron pagos de amortiguación para los que más sufrieron el impacto y, para nada, en un grado parecido a la escala que hemos visto en gran parte del Norte global. El Fondo Monetario Internacional (FMI) informó en octubre de 2021 que casi el 90 por ciento del apoyo fiscal activo desplegado durante la crisis del covid hasta ese momento se había concentrado en las economías «avanzadas» y en China.¹⁹

Huelga decir que esta escasez de apoyo no se debió a ninguna falta de voluntad. Más bien, fue el resultado de circunstancias estructurales marcadamente diferenciadas bajo las cuales los gobiernos de los países más pobres están obligados a operar. Como los gobiernos de los países en Europa occidental y América del Norte, la mayoría de los gobiernos del Sur global habría necesitado endeudarse a escala masiva para financiar mecanismos sustanciales de apoyo social y económico frente al covid; pero a diferencia de los primeros, los segundos no fueron capaces de hacerlo o, lo que es más importante, no podían hacerlo sin aceptar tasas de intereses punitivas. Como señaló el jefe de política fiscal del FMI, Vitor Gaspar, las diferentes

¹⁷ E. Douglass, «Towns Sell Their Public Water Systems - and Often Regret It», *McGraw Center*, 8 de julio de 2017, en mcgrawcenter.org.

¹⁸ Harris, «Eyeing Federal Infrastructure Windfall»...

¹⁹ C. Giles, «Covid-19 Demonstrated “Power” of Government Spending, Says IMF», *Financial Times*, 13 de octubre de 2021.

respuestas estatales a la pandemia resaltaron una «gran división financiera» entre los países con fácil acceso a financiación barata y los que no.²⁰

Durante el proceso, por supuesto, la pandemia demostró que la feroz afirmación de Keynes, citada anteriormente, «nos podemos permitir todo lo que podamos hacer» es una idea presuntuosa y limitada a los países ricos. ¿Quién pertenece al «nos» al que se refería Keynes? En realidad, los países pobres no estaban incluidos en ese *nos* ni siquiera cuando Keynes escribió esas palabras, y seguramente tampoco están incluidos hoy en día. Como señaló Tooze durante la primera fase de la pandemia, «el alarmismo conservador» acerca del volumen de deuda soberana ha comparado tradicionalmente las finanzas nacionales con las finanzas domésticas, representando la deuda como «una carga de los despilfarradores; una obligación moral que debe ser satisfecha bajo pena de quiebra y ruina nacional». Pero, seguía diciendo Tooze, aunque esta analogía es «profundamente engañosa» para los países ricos (cuyos gobiernos suelen pedir prestado en su propia moneda, y principalmente de sus propios ciudadanos), ciertamente hay circunstancias nacionales en las que resulta apropiada: específicamente, «cuando eres un país empobrecido y desesperado dependes de acreedores extranjeros que te prestarán solo en la moneda de otro país, más comúnmente la de EEUU».²¹ Muchos de los países más pobres, recordó Tooze a los lectores, se encontraban precisamente en esta posición cuando golpeó el covid-19. La idea de que dichos países podrían permitirse «todo lo que puedan hacer» les debe haber sonado, cuando menos, a ciencia ficción.

Por lo tanto, si el Estado que «retornó» al Norte global durante la pandemia fue el Estado que pedía mucho prestado y que gastaba mucho, este Estado apenas se vislumbró en los países pobres del mundo. Allí, el covid ni siquiera impulsó una leve brisa de cambio en el *statu quo* fiscal: los negocios habituales persistieron. Y esto continúa significando una necesidad masiva de inversión en producción y renovación de infraestructuras. Las estimaciones sobre la cantidad de inversión que se requiere varían significativamente. Pero las cifras específicas —una estimación publicada recientemente la calculaba en 40 billones de dólares para los países con ingresos bajos y medios— no son tan importantes como la necesidad de inversión a gran escala que estas denotan.²² Del mismo modo que los países más pobres del mundo no pudieron, en general, reunir recursos fiscales significativos durante 2020-2021 para apoyar sus economías y sociedades nacionales devastadas por la pandemia, también llevaban mucho tiempo

²⁰ Citado en *ibidem*.

²¹ A. Tooze, «Should We Be Scared of the Coronavirus Debt Mountain?», *The Guardian*, 27 de abril de 2020.

²² «G7 Backs Global Infrastructure Plan to rival China's Belt and Road, US Says», *Reuters*, 12 de junio de 2021, en [reuters.com](https://www.reuters.com).

luchando por lograr recursos al servicio de la inversión en infraestructuras, y a día de hoy siguen teniendo el mismo problema y las mismas luchas.

En los últimos tiempos ha entrado con entusiasmo un nuevo abanico de actores a ese distintivo nicho de oportunidad, es decir, en aquellos países con mayores necesidades de inversión en infraestructuras que en el Norte global, pero dirigidos por gobiernos con capacidad fiscal inferior a la debida para satisfacer esa necesidad. China, como es bien sabido, es uno de ellos. La Iniciativa de la Franja y la Ruta (BRI), lanzada en 2013, forma parte de la estrategia china para la integración regional a nivel global, sostenida por la inversión en infraestructuras en decenas de países predominantemente ubicados en África y Asia central y meridional. Proyectada en última instancia para abarcar inversiones por valor de más de un billón de dólares, la mayoría de los proyectos BRI involucran activos de transporte o energía, tanto basados en combustibles fósiles como renovables. Es en gran medida una iniciativa estatal, dirigida desde los estamentos dirigentes del gobierno chino y llevada a cabo por una serie de empresas estatales financiadas por bancos estatales.

Sin embargo, como vimos en el capítulo 2, durante este mismo periodo, los gestores de activos del sector privado del Norte global, entre otros, se han subido al carro —dominado hasta entonces por el complejo industrial-estatal financiero chino— de la inversión en infraestructura en países con ingresos bajos y medios. En el periodo transcurrido desde la crisis financiera mundial, pero especialmente durante la última década, los principales líderes de la industria de América del Norte y Europa han ido asignando un número cada vez mayor de compromisos de capital de sus fondos a activos reales situados en países no occidentales como son las centrales eléctricas de energías renovables, concesiones viales y tierras de cultivo. Puede que el covid-19 ralentizase temporalmente el flujo de dinero privado de los fondos de capital de los inversores institucionales en el Norte global para proyectos de infraestructuras e inmobiliarias en el Sur global, pero eso fue lo único que hizo.

De hecho, a mediados de 2021 se tomaron medidas que probablemente harán que este flujo se acelere bruscamente. Como Daniela Gabor, entre otros, ha observado, dichas inversiones, si bien las realiza el sector privado, no obstante, implican comúnmente cierto grado de participación estatal, aunque el Estado y las finanzas se unan aquí de forma muy diferente a la forma que adoptan en el caso de la Iniciativa de la Franja y la Ruta china. En particular, para alentar a los gestores de activos del sector privado a crear las inversiones en infraestructuras que normalmente podrían considerar excesivamente arriesgadas, los gobiernos occidentales (y a veces los de los países anfitriones) pueden utilizar vehículos estatales o cuasi-estatales, especialmente bancos de desarrollo nacionales y multinacionales para reducir riesgos de los proyectos en cuestión (ver capítulo 2).

Gabor ha descrito este fenómeno de «acompañamiento» por parte de los gobiernos occidentales a los gestores de activos del Norte global en activos libres de riesgo en infraestructura en el Sur global como ni más ni menos que un nuevo paradigma de desarrollo, denominado «the Wall Street Consensus». De hecho, sugiere que representa una «respuesta occidental estratégica» precisamente a la Iniciativa de la Franja y la Ruta china.²³ La parte «estratégica» parecía discutible cuando se publicó su artículo a principios de 2021, en la medida en que, hasta entonces, la eliminación de riesgos había sido en gran medida *ad hoc*, más que coordinada. Ese junio, sin embargo, los líderes del Grupo de los Siete (G7) anunciaron planes para una nueva asociación, llamada Build Back a Better World [Volver a construir un mundo mejor]. Y era exactamente como había descrito Gabor: un mecanismo estratégico coordinado; orientado a la inversión en infraestructuras en los países más pobres; un declarado eje de competencia con China; y, lo más importante de todo, se iba a desarrollar eliminando el riesgo, utilizando específicamente «inversiones catalizadoras de nuestras respectivas instituciones financieras de desarrollo» para «moviliz[ar] capital del sector privado».²⁴ Un año después, a mediados de 2022, se presentó formalmente la iniciativa, aunque repintada y rebautizada como Partnership for Global Infrastructure and Investment (PGII). Su objetivo era «movilizar» unos 600.000 millones de dólares en inversión en infraestructuras globales para 2027.²⁵

Ya hace un siglo, Rudolf Hilferding y Vladimir Lenin habían afirmado célebremente que los Estados de Occidente se habían convertido en agentes del capital financiero privado, y que este último operaba efectivamente en el escenario global bajo la forma de capital nacional. «Así pues, el capital financiero echa sus redes, literalmente, en todos los países del mundo», escribió Lenin. «Los países exportadores de capital se han repartido el mundo entre ellos en sentido figurado».²⁶ Es imposible saber cómo de eficaz acabará siendo la iniciativa PGII del G7, pero la explícita oferta de socorrer la exportación de la sociedad de gestión de activos al Sur global demuestra, sin lugar a dudas, la inconfundible verdad de las predicciones hechas por Lenin y Hilferding.

²³ D. Gabor, «The Wall Street Consensus», *Development and Change*, núm. 52 (3), 2021, p. 454.

²⁴ «President Biden and G7 Leaders Launch Build Back Better World (B3W) Partnership», 12 de junio de 2021 en [whitehouse.gov](https://www.whitehouse.gov).

²⁵ «President Biden and G7 Leaders Formally Launch the Partnership for Global Infrastructure and Investment», 26 de junio de 2022 en [whitehouse.gov](https://www.whitehouse.gov).

²⁶ V. I. Lenin, *Imperialism: The Highest Stage of Capitalism*, Nueva York, Dover, 1987 [1917], pp. 66-67 [ed. cast.: *El imperialismo, fase superior del capitalismo*, Madrid, Fundación Federico Engels, pp. 40-41, <https://www.fundacionfedericoengels.net>]

Crisis tras crisis

Cuando las sociedades emergen de periodos que se identifican por lo general como periodos de crisis, suele haber un reconocimiento igualmente generalizado de que las sociedades en cuestión están regresando a algún tipo de normalidad, que los vientos de crisis han amainado. Sin embargo, con el covid-19 estas señales han brillado por su ausencia. Esto no es solo un reflejo del hecho de que esté más o menos universalmente aceptado que este coronavirus en particular ha venido para quedarse. Tampoco tiene que ver especialmente con la guerra en Ucrania o con el fuerte aumento (en gran parte del mundo) de la inflación, del que en parte son responsables esa guerra y sus consecuencias geopolíticas, sino con un giro económico que analizaré directamente en otra parte de este capítulo.

Su origen es más básico, la ausencia de una sensación de reducción de la crisis refleja un reconocimiento de que, incluso si las sociedades son cada vez más capaces de vivir con el covid-19 sin tratar su circulación *como* una crisis, e incluso si podemos sobrevivir al último brote del «virus», a la inflación, no podemos decir que nuestra realidad emergente tras el covid-19 pueda considerarse como algo tranquilo o estable, mucho menos «normal». De hecho, existe una aceptación cada vez mayor de que las sociedades ya estaban profundamente en crisis incluso antes de que llegara el covid-19. Si ahora el covid es endémico (o lo será pronto), entonces, al parecer, también lo es ya la crisis misma.

Hay varios componentes de esta creciente percepción de la crisis como algo endémico, incluso permanente, pero podría decirse que hay dos elementos de crisis destacables. El primero es la vivienda. Como vimos en el capítulo 2, la idea de que hay una «brecha de infraestructuras» sistémica es en gran medida un fenómeno del nuevo milenio: antes del año 2000 la frase «brecha de infraestructuras» aparecía solo muy esporádicamente en el discurso público. Vale la pena recordarlo aquí porque es exactamente el mismo patrón ideacional-discursivo que se aplica a la «crisis de vivienda». El número de artículos indexados por Factiva que incluyen esta frase en inglés ha crecido exponencialmente desde el cambio de milenio, hasta el punto de que hubo casi veinte veces más artículos de este tipo en 2021 (alrededor de 18.700) que en 2000 (970). Además de esto, están todos esos artículos, incluido el de los consultores de McKinsey con el que comencé este capítulo, que discuten las crisis de vivienda sin etiquetarlas explícitamente como tal.

En cualquier caso, hoy en día la crisis de vivienda —principalmente en lo que se refiere a disponibilidad y asequibilidad— es un tema habitual de discusión en artículos en inglés, pero no solo en los países de habla inglesa,

sino también en países que van de Dinamarca a la India, Alemania, Israel, Francia, Suecia, España y Rusia. Además, específicamente la noción de una *crisis inmobiliaria global* se encuentra ahora muy extendida: ha sido el tema de numerosos artículos académicos durante la última década; recientemente también se ha abordado la supuesta crisis mundial de la vivienda en artículos en medios populares como *Bloomberg* y *Forbes*, y en investigaciones de organismos multilaterales como las Naciones Unidas y el Banco Mundial.

El segundo componente destacado de la percepción del carácter endémico de la crisis contemporánea es, por supuesto, la crisis climática. De nuevo, este es un fenómeno relativamente nuevo, que se remonta como máximo hasta hace más o menos una década. No hace falta decir que esto no quiere decir que solo en la última década la ciencia haya demostrado que el cambio climático es un fenómeno de significado gigantesco y puede que incluso existencial. En realidad lo que indica es que solo en un pasado relativamente reciente han llegado las élites de muchos países a reconocer el cambio climático como un *fenómeno de crisis*. Hasta hace unos años, los gobiernos, las empresas y los medios generalistas y de masas tendían a ver el cambio climático como algo que sucedería estrictamente en el futuro y podría abordarse en el futuro. Ambos aplazamientos cognitivos han sido superados (aunque no universalmente). El cambio climático está cada vez más aceptado, hay una crisis aquí y ahora: no hay más que ver que periódicos como *The Guardian* ahora incluyen «Crisis climática» como categoría fija de noticias junto con «Política», «Sociedad» y «Deportes». Y los datos del recuento de artículos de Factiva son aún más sorprendentes aquí que en el caso de la vivienda: en 2000 se publicaron una miserable cifra de treinta y ocho artículos que nombraban la «crisis climática»; en 2021, esa cifra había aumentado a casi 84.000.

Vivimos, por lo tanto, en todo el mundo, en lo que es ampliamente entendida hoy como una era de crisis profundamente arraigada tanto en lo relativo a la provisión de refugio como al mantenimiento de un entorno geofísico habitable. Y, mientras que las crisis inmobiliaria y climática son, por supuesto, muy diferentes entre sí, para nuestros propósitos resulta crucial reconocer que comparten un atributo clave: ambas son, en gran medida, crisis de activos reales y, por tanto crisis de gran relevancia para los gestores de activos.

Esta característica particular de la crisis es especialmente obvia en lo tocante a la crisis inmobiliaria, es decir, una crisis en la capacidad de individuos y hogares para asegurar un acceso asequible, ya sea a través del alquiler o la propiedad, al activo real que es la propiedad habitacional. Pero también es cierto en el caso de la crisis climática. Ya sea cuando el foco se pone sobre la mitigación del cambio climático o en la adaptación

al mismo, el *locus* de los esfuerzos de gobiernos, empresas y hogares para abordar la crisis climática suelen ser, muy a menudo, los activos reales, tal y como se definen en este libro. Entre dichos activos destacan las infraestructuras energéticas, donde la mayor urgencia es reemplazar los sistemas basados en combustibles fósiles por alternativas sin emisiones de carbono; infraestructuras de transporte, en las que también es necesario eliminar los combustibles fósiles; tierras de cultivo, que necesitan convertirse en un sumidero neto en lugar de una fuente de emisiones de gases de efecto invernadero; e infraestructuras hidráulicas de abastecimiento, que requieren de expansión y mejoras masivas para atender el riesgo por inundaciones y resistir los patrones cambiantes que provoca la intensificación de la sequía. Por último, pero no menos importante, los activos reales necesariamente implicados incluyen, por supuesto, los esfuerzos para abordar la crisis climática de la vivienda en sí, cuya «sostenibilidad» —por ejemplo, a través de la sustitución de los sistemas de calefacción central alimentados por gas— apenas ha comenzado.

La cuestión central es que, dado que pivotan fundamentalmente sobre los activos reales más importantes de la sociedad, las formas en las que en los próximos años y décadas se abordarán las crisis paralelas de la vivienda y del clima jugarán inevitablemente un papel desproporcionadamente significativo en la configuración del futuro de la sociedad de gestión de activos en el mundo. ¿La evolución de las políticas climáticas facilitará y potenciará, incluso alentará, la propiedad y operación generalizadas de infraestructuras de energía y transporte por parte de los gestores de activos del sector privado? ¿Qué pasa con la política de vivienda, caso de que esta exista? En las páginas siguientes, intento leer las runas y vislumbrar el futuro haciendo un balance de las importantes novedades recientes que se están desarrollando en cada ámbito.

Crisis inmobiliaria

Como vimos en el capítulo 2, la crisis financiera de 2007-2009 fomentó condiciones de inversión muy oportunas para los gestores de activos en varios mercados inmobiliarios, entre ellos Estados Unidos. Por una parte la crisis provocó caídas generalizadas y significativas de los precios, abaratando la adquisición de viviendas. Al mismo tiempo, la crisis aumentó la oferta de viviendas en venta —muchos hogares se vieron forzados a vender— mientras disminuía la capacidad de los compradores ordinarios de adquirir dichas viviendas. Con el giro de la política monetaria tras la crisis, que provocó una caída sustancial de los tipos de interés, y, por tanto, del coste de cualquier deuda que adquiriesen los gestores de activos para financiar adquisiciones, las condiciones materiales para los grandes

programas de inversión institucional en vivienda eran casi tan perfectas como se podría llegar a soñar.

Pero quizás lo que, a largo plazo, ha resultado incluso más importante fue el cambio paralelo en las condiciones ideacionales. Históricamente ha habido cierta reticencia entre muchos gestores de activos a la hora de invertir en vivienda. La propiedad de vivienda está ampliamente idealizada por consumidores y políticos, y una vivienda propiedad de un gestor de activos implica por definición que no está ocupada por sus propietarios. Los circunspectos gestores de activos no quieren que se les vea como «apisonadoras» que aplastan el «sueño» de poseer un hogar y por lo tanto suelen mostrarse cautelosos en torno a esta clase de activos.

Sin embargo, como resultado de la crisis financiera pasó algo muy significativo. Es cierto que, en general, tras la crisis, la gente seguía soñando con ser propietaria de una vivienda, sin embargo, se impuso una nueva realidad cognitiva. En toda la amplitud geográfica de la sociedad de gestión de activos, en países que van desde Australia hasta Estados Unidos, Suecia y Reino Unido, las tasas de propiedad de vivienda, después de décadas de crecimiento, alcanzaron su máximo entre principios y mediados de la década de 2000 antes de comenzar a disminuir. Actualmente, los expertos debaten acerca de la posibilidad de que tal vez exista un límite «natural» a los niveles de propiedad de vivienda en una sociedad capitalista-liberal. La afirmación de *The Economist* de que, al alcanzar casi el 70 por ciento, la tasa de propiedad de vivienda en Estados Unidos había sido inflada «artificialmente», sugirió que efectivamente había un techo natural, y que era inferior a esa cifra.²⁷

Cualquiera que fuera el límite «natural» exacto, el crucial supuesto de esto fue que siempre habría inquilinos —al menos tres de cada diez hogares en el caso estadounidense— y, por lo tanto, que comprar viviendas como inversión, explícitamente para alquilarla, no tendría por qué ser necesariamente percibido como un impedimento a la aspiración de alguien a ser propietario de una vivienda.

En cambio, podría posicionarse de manera creíble como un esfuerzo por proporcionar un servicio esencial para el cual existía y siempre existiría, una demanda saludable y natural. No era necesario suscribir la visión —la crisis financiera se encargó de difundirla— de que estábamos viendo el nacimiento de nuevas sociedades de «alquiler» y «pospropietarias» para plantear que el sector del alquiler privado tenía un papel legítimo que jugar dentro de un sistema de vivienda esencialmente abigarrado.

²⁷ «Help for Housing Markets?», *Economist*, 25 de junio de 2008.

De hecho, el cambio en las condiciones ideacionales fue más allá de eso. No solo provocó una creciente aceptación del alquiler, y con ello del papel del arrendador. El argumento que comenzó a circular cada vez más era que la idea de que todo el mundo tuviese vivienda en propiedad era sin duda perjudicial, además de inalcanzable. De hecho, insistía el argumento, para empezar había sido precisamente esta búsqueda miope la que había empujado a países como Estados Unidos al caos de la crisis financiera: si los gobiernos no hubieran permitido a los prestamistas dar hipotecas a personas que no podían pagarlas no se habría producido el colapso. Esto sugería que algunas personas debían ser excluidas de la propiedad de vivienda tanto por su bien como por el del sistema financiero.

Dado que esta tesis resultaba muy beneficiosa para los gestores de activos que intensificaron la inversión en propiedades residenciales después de la crisis, no sorprende que estuvieran entre sus defensores más entusiastas. En un escrito de 2022, el socio de Blackstone, Byron Wien, por ejemplo, situaba el origen de la crisis financiera en los préstamos irresponsables de dinero respaldados por el gobierno «con el objetivo de crear una “sociedad de propietarios” en la que la mayor parte de las familias pudiesen hacer realidad el sueño americano».²⁸ El director ejecutivo de la empresa, Stephen Schwarzman también criticó duramente al gobierno de Estados Unidos por «fomentar políticamente la propiedad de vivienda antes de la crisis, incluso entre gente que no podía permitírselo. Los requisitos para los préstamos habían disminuido, se convenció a prestatarios desinformados y con pocos conocimientos para que asumiesen hipotecas que, siendo realistas, nunca iban a ser capaces de devolver».²⁹

En resumen, la narrativa en torno a la propiedad de vivienda se transformó, y esta transformación sirvió en un grado u otro para naturalizar la inversión institucional, es decir, hacer que la vivienda parezca una clase de activo natural que poseen empresas como Blackstone. Gracias al notable debilitamiento de la idea de propietarios-ocupantes, el gobierno y las agencias gubernamentales aceptaron cada vez más, e incluso defendieron activamente, la adquisición de activos inmobiliarios en dificultades por parte de los gestores de activos. En Estados Unidos, la Reserva Federal lideró este discurso. En 2011, por primera vez, Elizabeth Duke, gobernadora federal, defendió públicamente la conversión de viviendas unifamiliares embargadas en poder de instituciones estatales, como las empresas patrocinadas por el gobierno (GSE) Fannie Mae y Freddie Mac, en viviendas

²⁸ B. Wien, «Can Washington Rouse a Good Morning for America?», *Eureka Report*, 16 de marzo de 2012, en eureka-report.com.au.

²⁹ S. Schwarzman, *What It Takes: Lessons in the Pursuit of Excellence*, Nueva York, Simon & Schuster, 2019, p. 274.

de alquiler que serían propiedad de instituciones financieras privadas.³⁰ Pronto le siguió la venta de lotes de viviendas propiedad de GSE a grandes inversores. Por otro lado, en España, la SAREB, el «banco malo» creado por el Estado en 2012 para retirar los activos inmobiliarios tóxicos de los balances de los bancos en dificultades del país, se dedicó entre 2013 y 2015 a favorecer la venta al por mayor de carteras a inversores institucionales. Resulta que Blackstone estaba entre ellos. En 2014 compró al menos tres carteras inmobiliarias separadas de la SAREB.

Si la creciente aceptación, e incluso la promoción, del «alquiler» por parte de los legisladores sirvió para lubricar la inversión de los gestores de activos en vivienda en las condiciones de un mercado tensionado, inmediatamente después de los años de crisis financiera, resultó aún más útil cuando eventualmente las dificultades desaparecieron, cosa que sucedió, lógicamente, a ritmos distintos en cada país (en España duró considerablemente más que en Estados Unidos, por ejemplo), y su impacto difirió en función de los distintos grupos de población. Algunos observadores habían pensado que el interés de los gestores de activos en las propiedades residenciales disminuiría una vez que los precios bajísimos, y por tanto la oportunidad para obtener importantes ganancias de capital simplemente manteniendo activos y a la espera de la recuperación del mercado, se hubiesen acabado. Pero estaban equivocados.

Los inversores como Blackstone habían extraído dos aprendizajes muy importantes de sus procesos de adquisición de vivienda en el mercado inmobiliario en crisis durante la primera mitad de la década del 2010. Uno fue que las casas de alquiler, mucho más que las empresas compradas por sus propios fondos de capital privado, proporcionaban una fuente predecible y confiable de ingresos regulares, sin mencionar que podía financiarse a muy bajo costo, lo que proporcionaba una valiosa combinación de cualidades dentro del volátil mundo de la gestión de los activos alternativos.

El segundo, igualmente importante, se refería al mecanismo disponible para generar ganancias de capital en inversiones inmobiliarias. Aquí, la propia experiencia de Blackstone con Invitation Homes, el vehículo de inversión en vivienda unifamiliar que lanzó en 2012, resultó muy instructivo. Los compradores de acciones de Invitation Homes durante y después de la oferta pública inicial de la compañía en 2017 colocaron todas y cada una de sus más de 50.000 unidades de alquiler a un valor promedio mucho más alto de lo que Blackstone había pagado originalmente por esas unidades; esto se debió tanto a que el mercado inmobiliario se había recuperado *como a que* cada una de esas unidades producía por término medio un

³⁰ E. A. Duke, «Rebalancing the Housing Market», Federal Reserve, 1 de septiembre de 2011, en federalreserve.gov.

aumento de los rendimientos de los alquileres (ver capítulo 4). La lección fue que, al comprar una propiedad residencial, no se necesitaban obligatoriamente condiciones de crisis en el mercado (y su perspectiva de una inflación de precios generalizada) para obtener beneficios en las ventas posteriores de dichas propiedades. Si había potencial para aumentar los alquileres, se podrían obtener ganancias de capital comprando, alquilando y luego vendiendo viviendas incluso aunque se estancara el mercado en general.

Además, en gran parte del mundo hubo un factor, que más que cualquier otro, impulsó la inflación de los alquileres residenciales en este periodo: la escasez de oferta. Los porcentajes de construcción de vivienda nueva colapsaron en muchos países cuando estalló la crisis financiera, y la posterior y creciente escasez de stock se tradujo en una constante presión alcista sobre los alquileres: una bendición para los inversores-propietarios. El análisis de *The Economist* ha demostrado que el número de viviendas per cápita construidas en once economías avanzadas se redujo a la mitad en los cinco años siguientes a 2006.³¹ Incluso en 2021, el índice global de alojamientos por personas se mantuvo «considerablemente por debajo de los niveles de principios de la década de 2000».³²

Lejos de retirarse de la inversión en vivienda entre mediados y finales de la década de 2010, los gestores de activos redoblaron sus esfuerzos, aumentando el ritmo de inversión. Los datos de Prequin lo confirman. El número de lanzamientos a nivel mundial de fondos inmobiliarios no cotizados que se centraba exclusiva o principalmente en activos residenciales aumentó más de un 30 por ciento entre 2016 y 2020 (inclusive) que entre 2011 y 2015, llegando a los 750.³³

Cuando a comienzos de 2020 apareció en escena el covid-19, había una expectativa generalizada de que el mundo vería una repetición del ciclo vivido la década anterior: los impagos en las hipotecas domésticas aumentarían a medida que se ralentizase la economía; rápidamente seguirían las ejecuciones hipotecarias y la caída de los precios de la vivienda; y los gestores de activos y otros gestores institucionales especializados en mercados inmobiliarios en crisis volverían a caer como buitres y a repetir la masacre.

Este ciclo, lo sabemos, no se repitió: al menos no en el corazón de la sociedad de gestión de activos en el Norte global, ya que las medidas de emergencia gubernamentales brindaron apoyo a los propietarios

³¹ «How Long Can the Global Housing Boom Last?», *Economist*, 8 de enero de 2022.

³² Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*, octubre de 2021, p. 21, en imf.org.

³³ D. Gabor y S. Kohl, «My Home Is an Asset Class: The Financialization of Housing in Europe», 2021 (manuscrito pre-publicación).

hipotecados en riesgo de impago. De este modo, perversamente, los precios de la vivienda subieron en vez de hundirse. Y, aún así, el apetito por la inversión inmobiliaria residencial entre los gestores de activos aumentó aún más. La ausencia de activos en dificultades claramente no importaba. Los gestores de activos hicieron una pausa para hacer balance de la pandemia. En los 5 años anteriores a 2020 el número de fondos nuevos lanzados fue en declive constante descendiendo a 130, hasta 2021, cuando empezaron a resurgir de nuevo lanzándose más de 200 solo aquel año; dos décadas antes normalmente, cada año, solo se establecían unos diez fondos nuevos centrados en la vivienda.³⁴ En Europa, uno de los centros de febril inversión en vivienda durante la pandemia, la cantidad de capital con el que los inversores regaron la propiedad residencial, unos 105.000 millones de euros, fue más del 50 por ciento superior que el total anual de los dos años previos (67.000 millones de euros).³⁵

Que el interés de los gestores de activos en la inversión en vivienda siguiese creciendo con tanta fuerza mientras la pandemia aún estaba en pleno apogeo, como claramente sucedió en 2021, no resulta difícil de explicar. Como vimos al comienzo de este capítulo, a principios de 2021 la industria de la gestión de activos alternativos estaba sentada sobre unos 2 billones de dólares de *dry powder*. Los gestores necesitaban encontrar un «hogar» rentable en algún lugar para este capital, y una de las principales alternativas históricas a la inversión en vivienda había recibido un golpe particularmente duro debido al coronavirus. Esta era, por supuesto, la propiedad comercial: oficinas, hoteles y centros comerciales, tres de los principales pilares de la inversión comercial inmobiliaria, perdieron gran parte de su brillo cuando las sociedades se bloquearon y surgieron dudas generalizadas acerca de si los hábitos de trabajo, viajes y compras serían capaces de volver a la «normalidad» algún día. En 2022, el mercado de inversión en oficinas seguía «temblando» y el comercio minorista seguía «tambaleándose».³⁶

No solo eso, durante el covid, la gente pasó repentinamente mucho menos tiempo en oficinas, hoteles y centros comerciales, pero el *quid pro quo* era que pasaba mucho más tiempo dentro de otro espacio inmobiliario: sus viviendas. Según caía el atractivo de la propiedad comercial entre los inversores aumentaba el de la propiedad residencial: las asignaciones de bienes inmuebles de los inversores cambiaron de arriba a abajo, el «pujante» sector de la inversión residencial seguía viéndose sustentado por

³⁴ *Ibidem*.

³⁵ G. Hammond, «Greystar Raises Fresh Funds as Residential Rental Investment Surges past €30bn», *Financial Times*, 7 de julio de 2022.

³⁶ A. Carroll, «A New Balance for Real Estate», PERE, 14 de abril 2022, en perenews.com.

lo que un economista describió como «tasas supranormales de crecimiento de los alquileres debido a [la continua] escasez de viviendas».³⁷ Resultó que la gente puede trabajar sin oficinas y comprar sin tiendas (el otro sector de inversión inmobiliaria en auge durante la pandemia fueron los almacenes, impulsados por el aumento del comercio minorista en red). Pero pocos están dispuestos (u obligados) a vivir sin casa.

Ciertamente, en los países que sufren crisis crónicas de vivienda, ha habido recientemente conatos de protesta, e incluso ocasionalmente casos de victorias políticas exitosas, contra la carrera aparentemente imparable en la esfera de la propiedad residencial de los gestores de activos. Uno de los casos más notables se produjo en Dinamarca, donde a finales de la década de 2010 se produjo una importante inversión institucional en viviendas de alquiler antiguas, en particular en la ciudad capital, de Copenhague. Los inversores financieros pronto se vieron vinculados al fuerte aumento de los alquileres y el nuevo gobierno de izquierda del país les sacó la tarjeta amarilla. Al prometer una legislación más estricta para controlar los costes de la vivienda en la capital, en 2019, el gobierno señaló nada más y nada menos que a Blackstone, uno de los inversores más activos de la ciudad, por lo que describió como prácticas «insostenibles». «Un fondo de capital privado estadounidense está comprando nuestras casas», exclamó la primera ministra Mette Frederiksen. «¿La codicia no conoce fronteras? Aparentemente no».³⁸

Al año siguiente, el gobierno de Frederiksen pasó a la acción, aunque no lo hizo prohibiendo que los fondos de inversión adquiriesen viviendas, como habían propuesto algunas voces, sino apuntando al mecanismo que permitía que aumentasen sustancialmente los alquileres de las viviendas adquiridas. Como en la vecina Suecia (ver capítulo 4), este mecanismo se había centrado en las mejoras de la propiedad física: la ley de regulación de vivienda danesa (1996) permitía aumentar de manera significativa los alquileres de las unidades en edificios en los que hubiera más de seis casas cuando los inquilinos anteriores las abandonasen, pero para ello se debían invertir al menos 250.000 coronas por unidad en renovaciones, que era lo que, en realidad, ya hacían Blackstone y otros. La nueva legislación aprobada en 2020, denominada, de manera reveladora, la «Blackstone-indgreb», o «medida Blackstone», estipulaba que los inversores tendrían que esperar cinco años para aumentar los alquileres después de la compra y renovación de propiedades. El golpe asestado fue bastante amable.

³⁷ *Ibidem*.

³⁸ Citado en B. Christophers, «Mind the Rent Gap: Blackstone, Housing Investment and the Reordering of Urban Rent Surfaces», *Urban Studies*, núm. 59, 2022, p. 709.

Sin embargo, en otros países afectados por la crisis inmobiliaria, o apenas se ha oído algún susurro de queja acerca de la creciente inversión de gestores de activos en vivienda por parte de los gobernantes en el poder — Suecia, el Reino Unido y los Estados Unidos serían excelentes ejemplos de esta docilidad por parte de las instituciones— o los movimientos para contrarrestar la tendencia no han sido muy efectivos.³⁹ Alemania e Irlanda son ambos ejemplos instructivos de esto último. En Alemania la atención se ha centrado en Berlín, donde se ha concentrado, y no por casualidad según los críticos, tanto las inversiones de fondos de capital en vivienda como la rápida inflación de los precios de alquiler durante la última década. A principios de 2020, el legislador de la ciudad introdujo una regulación para limitar tanto los alquileres como el aumento de los mismos. Si este reglamento se hubiera implementado y mantenido en el tiempo, habría tenido importantes implicaciones en la capacidad de los inversores para obtener beneficios de la inversión inmobiliaria, pero apenas un año después, el tribunal superior alemán dictaminó que era inconstitucional y, por tanto, nulo y lo dejaba sin efecto. Más tarde, en 2021, los residentes de Berlín votaron en un referéndum de gran importancia la expropiación a propietarios privados con más de 3.000 apartamentos en la ciudad (Blackstone era uno de ellos); pero el resultado no es vinculante y es posible que nunca salga nada del mismo.

Mientras tanto, en Irlanda, la inversión de los gestores de activos en vivienda no ha dejado de crecer y lo ha hecho rápidamente; por poner un ejemplo, se sabe que los fondos de inversión compraron supuestamente el 95 por ciento de todos los apartamentos acabados en 2019, lo que ocupó las primeras páginas de las noticias en 2021 cuando se publicó que la empresa Round Hill Capital, con sede en el Reino Unido, había logrado «expulsar a los compradores primerizos» al adquirir la mayoría de las casas de las promociones nuevas en la ciudad de Maynooth.⁴⁰ Preocupado por la opinión pública en un contexto de crisis inmobiliaria que llevaba años presente en el mercado, el gobierno prometió tomar medidas rápidas para impedir que los fondos de inversión comprasen viviendas al por mayor. Su subdirector

³⁹ El caso estadounidense es interesante. Es cierto, como vimos en el capítulo 4, que varios comités del Congreso han investigado recientemente y han criticado las operaciones de grandes propietarios residenciales estadounidenses, incluidos aquellos controlados por gestores de activos, centrándose en particular en las prácticas de desalojo implementadas durante la pandemia del coronavirus. Además, políticos de alto perfil como la senadora Elizabeth Warren han señalado repetidamente los problemas percibidos asociados con la práctica de dichos propietarios. Sin embargo, hasta el momento nada de esto se ha traducido en políticas; la crítica no ha dado resultados.

⁴⁰ B. O'Halloran, «Just 8,000 Houses Built Last Year Offered For Sale on Open Market, Says CIF», *Irish Times*, 19 de febrero de 2020; M. Brennan, «Global Property Investment Firm Buys Most of 170-Home Estate in Kildare», *Business Post*, 2 de mayo de 2021.

adjunto, Leo Varadkar, dijo que tales inversiones eran «indeseables» y que militaban «contra el principio de la propiedad de la vivienda».⁴¹

Aunque se hicieran estas duras acusaciones, la respuesta política real del gobierno, cuando llegó, se quedó en pólvora mojada: un aumento en el impuesto fiscal que deben pagar las instituciones de inversión al comprar diez o más viviendas, pero que, curiosamente, eximía específicamente a los apartamentos del pago de las tasas más elevadas. Las respuestas mordaces de los políticos de la oposición no tardaron en llegar: uno de ellos describió este aumento del impuesto del timbre como «débil y ridículo, para nada punitivo»; otro dijo que, al eximir de este modelo a los apartamentos, que en términos de valor representan una clase de inversión mucho más importante para los gestores de activos que las viviendas unifamiliares, el gobierno efectivamente había dado «carta blanca sobre [Dublín] y barra libre para todos los fondos buitres».⁴² Dermot Desmond, el famoso hombre de negocios irlandés, fue más aún conciso cuando afirmó que los fondos de inversión internacional «se estaban echando unas risas a costa de la estrategia de vivienda del gobierno».⁴³

Al considerar la débil respuesta del gobierno irlandés a las demandas de que adoptase una postura más vigorosa hacia las inversiones de los gestores de activos en el parque de viviendas del país, probablemente no resultase sorprendente escuchar al primer ministro, Micheál Martin, usando un tono conciliador en las intervenciones realizadas a finales de 2021. El mercado inmobiliario irlandés, afirmó, *necesitaba* a los inversores institucionales. La idea de que empresas como Round Hill tienen un impacto perjudicial era, dijo, parte de «una narrativa demasiado simplista en torno a la cuestión de la vivienda».⁴⁴

Al otro lado del mar de Irlanda, el gobierno del Reino Unido, por su parte, se ha mostrado recientemente incluso todavía más complaciente con este aspecto de la sociedad de gestión de activos. A mediados de 2021, Peter Freeman, presidente de Homes England (el promotor de la vivienda «gubernamental»), anunció que estaba «abierto y receptivo a escuchar» a los inversores institucionales que estuviesen considerando invertir en el sector de vivienda asequible del país.⁴⁵ Unos pocos meses después, Homes

⁴¹ D. McConnell, «Government Vows to Act as Investment Funds Buy Up Whole Estates», *Irish Examiner*, 5 de mayo de 2021.

⁴² P. Hosford, «Government Bid to Curtail Vulture Funds “Designed to Fail”», *Irish Examiner*, 19 de mayo de 2021.

⁴³ S. Carswell, «Investment Funds Are “Having a Laugh” at Ireland’s Housing Policy - Desmond», *The Irish Times*, 10 de octubre de 2021.

⁴⁴ P. Hosford, «Housing Market Needs Institutional Investors, Says Taoiseach», *Irish Examiner*, 28 de diciembre de 2021.

⁴⁵ J. Wilmore, «Homes England “Keen to Hear” from Institutional Investors on Affordable Housing Opportunity», *Social Housing*, 29 de junio de 2021, en socialhousing.co.uk.

England lanzó un informe copatrocinado, diseñado precisamente para acelerar la inversión institucional en ese sector, al tiempo que su director de inversiones, Harry Swales, insistía en que dicha inversión tenía «un papel fundamental que desempeñar a la hora de abordar la escasez de viviendas en el Reino Unido».⁴⁶

Dos años antes, Bloomberg TV había invitado a Kathleen McCarthy, entonces co-responsable de bienes raíces de Blackstone, para que explicase a los espectadores cuál era y cómo funcionaba el negocio inmobiliario del grupo y su propia relación con la crisis inmobiliaria.⁴⁷ El anfitrión, Erik Schatzker, se mostró particularmente deseoso de discutir la cuestión de la asequibilidad de la vivienda, ya que en palabras suyas a McCarthy, la «falta de asequibilidad era un problema enorme en algunas de las ciudades donde estás haciendo un buen número de tus inversiones». Centrándose en dicho tema le preguntó: «¿De qué manera trata Blackstone el problema de la vivienda asequible?». Aunque McCarthy dio ciertos rodeos en su respuesta, su mensaje central fue consistente: «Pensamos que somos parte de la solución», afirmó.

Que los gestores de activos globales como Blackstone afirmaran que eran parte de la solución a la crisis inmobiliaria, más que parte de la causa de la misma, no es algo digno de mención, era de hecho bastante de esperar. Lo que, sin embargo, resulta bastante significativo es que parezcan haber persuadido a gobiernos de países como Irlanda y el Reino Unido de que lo que dicen es cierto.

En el momento de escribir este libro, en otoño de 2022, cada semana que pasa llegan noticias de gestores de activos que lanzan nuevos fondos de inversión centrados en el sector residencial, y de dichos fondos completando nuevas adquisiciones sustanciales. A raíz del covid-19, incluso a medida que la crisis inmobiliaria se ha ido volviendo cada vez más profunda y generalizada, las políticas en todo el mundo siguen promoviendo y facilitando en gran medida que se continúe con esta tendencia inversora.

Crisis climática

Probablemente sea un accidente de la historia que la conciencia generalizada acerca de la crisis climática y de la necesidad asociada de reforma de vastas extensiones de la infraestructura social y la vida económica se

⁴⁶ Impact Investing Institute, «Impact Investing Institute, Property Funds Research, Homes England and the Investment Property Forum Launch Ground-Breaking Report on Social Housing Investment», nota de prensa, 7 de octubre de 2021, en impactinvest.org.uk.

⁴⁷ «Blackstone Says Any Real Estate Deal Is Possible», vídeo, 8 de noviembre de 2019, en [bloomberg.com](https://www.bloomberg.com).

haya materializado incidentalmente con la hegemonía del neoliberalismo. Después de todo, las afirmaciones científicas de que la emisión de gases de efecto invernadero podría influir en el clima ya era una idea extendida a finales del siglo XIX; el término «efecto invernadero» tiene más de un siglo de antigüedad. La industria de los combustibles fósiles ciertamente conocía el cambio climático de origen antropogénico ya en las décadas de 1960 y 1970.

Pero si se trata de un accidente histórico que esa conciencia significativa de la crisis climática surgiese durante la era neoliberal, se ha tratado de un accidente enormemente trascendental. Esto se debe a dos razones interrelacionadas. En primer lugar, al convertirse en un hecho «conocido» dentro del contexto de dominio neoliberal, la crisis climática ha sido leída y enfocada predominantemente desde un ángulo neoliberal. El peso de esto no se puede subestimar. Desde hace más de una década, las élites globales han enmarcado el cambio climático como un ejemplo por excelencia de «fallo de mercado». Bajo esta forma de pensar, nosotros —la sociedad— continuamos emitiendo gases de efecto invernadero específicamente porque el mercado no ha reconocido los costes totales de esas emisiones. Y la cura recomendada es tan importante como el diagnóstico. Tal y como han señalado de manera repetida académicos y filósofos como Philip Mirowski, la respuesta neoliberal a los supuestos fallos del mercado no pasa jamás por reemplazar los mercados por otros mecanismos de asignación, gobernanza o regulación, sino por intentar siempre hacer que los mercados funcionen *mejor*. Así ha sido hasta ahora y así sigue siendo en lo que se refiere a la crisis climática. Las élites insisten en que pueden «resolver» la crisis, siempre que el precio de ello —entre otros el precio del carbono— sea el «correcto». Esto significa que el papel de los gobiernos debería estar limitado a, como mucho, modular los mercados y las señales de precios. Definitivamente no debería consistir en *sustituir* a los actores del mercado (sector privado), ni siquiera en la financiación, provisión y operación de infraestructuras relacionadas con el clima.

Esto nos lleva a la segunda, y más evidente, razón de por qué es importante que la crisis climática sea una crisis específicamente de la era neoliberal. La conciencia acerca de que es necesario tomar medidas a gran escala, y que esta acción debe girar principalmente en torno a la transformación de las infraestructuras, ha cristalizado exactamente en un momento de la historia en el que —nuevamente, muy en línea con la ortodoxia neoliberal general— una parte muy importante de las infraestructuras han pasado de estar en manos públicas a caer en manos privadas. En este contexto histórico, hubiera ido a contracorriente que la renovación de las infraestructuras existentes o la construcción de otras nuevas se produjese sin poner al sector privado en el centro mismo de esta operación.

Desde el principio, por tanto, las «infraestructuras climáticas», concebidas en términos generales, han sido leídas y promocionadas predominantemente como una cuestión del sector privado. Realmente los datos que lo atestiguan son bastante llamativos, pero rara vez se los reconoce por lo que son. Centrémonos, a modo de ilustración, en el sector específico de las infraestructuras en el que de manera generalizada se considera urgente actuar y que, por fortuna, esta intervención es más plausible: la generación de energía. Para empezar, es importante señalar que, como era de esperar, la proporción total de la capacidad para generar todo tipo de energía en manos privadas en general no ha dejado de crecer: la participación media del capital privado en los países de la OCDE y el G20 aumentó de 48 a 55 por ciento entre 2000 y 2014.⁴⁸ También es importante señalar que este promedio oculta, por supuesto, una enorme variabilidad: en Argentina, España y Estados Unidos, por ejemplo, la proporción está ahora por encima del 90 por ciento, mientras que en Croacia y Sudáfrica está por debajo del 10 por ciento.

Pero lo que destaca es la diferencia entre las infraestructuras generadoras limpias y aquellas sucias. Aproximadamente tres cuartas partes de las nuevas instalaciones solares y eólicas instaladas en los últimos años son de inversión privada.⁴⁹ Y no solo el sector privado se ha erigido como responsable y en control de la mayor parte de las nuevas infraestructuras energéticas sostenibles, también invierte mucho menos en las infraestructuras heredadas impulsadas por carburantes fósiles: más de la mitad de las instalaciones productoras de energía y alimentadas por carbón, por ejemplo, están en manos de empresas de propiedad estatal.⁵⁰ Además, el sector privado parece estar deshaciéndose mucho más rápidamente de sus activos relacionados con la energía sucia: «Las empresas de propiedad privada están saliendo del sector del carbón mucho más rápido que las empresas estatales, invirtiendo en menos plantas nuevas».⁵¹ Si el futuro es predominantemente verde, entonces según esta evidencia, parece probable que el sector privado lleve la delantera en la propiedad de dichos activos.

En los mercados energéticos liberalizados, donde domina la inversión del sector privado en nuevas (y cada vez más ecológicas) instalaciones, el papel del Estado básicamente se ha limitado, como hemos visto, a eliminar el riesgo de dicha inversión para el sector privado. Los mercados mayoristas de electricidad son notoriamente volátiles —nunca de hecho, más

⁴⁸ A. Prag, D. Röttgers y I. Scherrer, «State-Owned Enterprises and the Low-Carbon Transition», *OECD Working Paper*, núm. 129, abril de 2018, p. 29.

⁴⁹ *Ibidem*, p. 16

⁵⁰ *Ibidem*, p. 17.

⁵¹ *Ibidem*, p. 18.

que durante el periodo de redacción de este libro en 2021 y 2022— y, por tanto, a pesar de que los costes de la turbinas eólicas y de los paneles solares fotovoltaicos han disminuido drásticamente en la última década, los bancos se muestran reacios a prestar capital para la construcción de nuevas plantas eólicas o solares salvo que se asegure la existencia de mecanismos para mitigar el riesgo de ingresos. Hasta la fecha, los gobiernos han sido los principales proveedores y financiadores de dichos mecanismos, que pueden mitigar directamente el riesgo a los ingresos ya sea directa (por ejemplo, mediante tarifas reguladas y subastas de contratación) o indirectamente (por ejemplo, a través de créditos fiscales a la inversión). Hasta cierto punto, como hemos visto, los gobiernos han empleado mecanismos similares para la eliminación de riesgos incentivando la inversión del sector privado en otras «infraestructuras sostenibles», como sistemas de transporte público (en Seúl) o plantas desaladoras (como en Carlsbad, California).

Y, por supuesto, los gestores de activos en particular copan cada vez más posiciones en la carrera en las infraestructuras pertinentes del sector privado. Macquarie, por ejemplo, participa de manera notablemente activa en inversiones en transporte público. No hace falta decir que también lleva mucho tiempo invirtiendo en el sector del agua, consolidando recientemente su presencia a través de inversiones dirigidas explícitamente a «proyectos de resiliencia climática», uno de ellos es su coinversión en 2021 con otro administrador de activos, AVAIO Capital, en una nueva instalación de desalación en el puerto belga de Amberes. En cualquier caso, el canadiense Brookfield Asset Management ha sido el gestor de activos que hasta ahora se ha movido más decisivamente en el sector de las «infraestructuras climáticas». Las infraestructuras de distribución de agua aparentemente no constituyen aún un área de interés activo para la empresa, pero Brookfield es un importante inversor en infraestructuras de transporte, un importante propietario de tierras de cultivo y, como vimos en el capítulo 3, uno de los mayores propietarios del mundo de cualquier tipo de activos de energía renovable.

¿Podemos esperar que todo esto continúe? ¿Están destinadas las infraestructuras climáticas a estar dominadas por los intereses del sector privado en general y de los gestores de activos en particular? Hay muchas personas de izquierdas que se han resistido enérgicamente, y siguen resistiéndose a la idea de que el dominio del sector privado sea algo inevitable. Cada vez más han encontrado inspiración e incluso orientación política en un importante capítulo anterior de la historia de las inversiones en infraestructuras, el New Deal de Estados Unidos. Bajo el Presidente Franklin D. Roosevelt, a mediados de la década de 1930, los Estados Unidos acometieron un vasto programa de renovación de infraestructuras nacionales diseñado con el fin de sacar al país, aunque fuese a rastras, de las profundidades de la Gran Depresión.

La Public Works Administration supervisó más de 30.000 proyectos de infraestructuras individuales, que implicaron la construcción de carreteras, puentes, presas, sistemas de alcantarillado, hospitales, escuelas y aeropuertos. Aunque los proyectos se llevaron a cabo por medio de empresas constructoras privadas, por lo demás se trataba abrumadoramente de una iniciativa del sector público. Casi todas las nuevas infraestructuras fueron financiadas por el Estado y quedaron como propiedad pública. Los progresistas sostienen que lo que se necesita para enfrentar la crisis climática actual es un Green New Deal (GND), basado en una financiación estatal a gran escala de un programa de inversión en infraestructuras estatales y activos estructurales de bajas emisiones. Libros como *The Case for Green New Deal* de Ann Pettifor (2019) y *A Planet to Win: Why We Need a Green New Deal* (2019), de cuatro autores radicados en Estados Unidos, han planteado argumentos contundentes en defensa de esta perspectiva.⁵²

Hasta la fecha, sin embargo, esta idea de un nuevo GND ha circulado en un entorno geográfico relativamente restringido. En general, es una idea desarrollada y seriamente planteada, al menos por algunos, únicamente dentro de los países ricos, principalmente Reino Unido, Estados Unidos y la Unión Europea. Esto no es, para nada, una sorpresa. La capacidad de los gobiernos de los países más pobres incluso para considerar, no hablemos ya de implementar por sí solos, programas transformadores financiados por inversión estatal en infraestructuras está limitado desde su propia base, como ya hemos visto. Los defensores globales del GND basados en el Norte global, son en general conscientes de estas limitaciones geoeconómicas y las propuestas ya elaboran, y a menudo adjuntan las provisiones correspondientes necesarias para, por ejemplo, transferencias transfronterizas equitativas de tecnologías clave. Sin embargo, las limitaciones siguen siendo reales y desalentadoras.

Además, incluso en aquellos países del Norte global donde la idea ha ganado mayor fuerza, la ventana de oportunidad para el GND como programa de inversión en infraestructuras de financiación y propiedad públicas, tras una fugaz apertura parece haber sido cerrada de golpe. Los casos del Reino Unido y Estados Unidos resultan ejemplares. En el primer caso, el GND esbozado por los planificadores políticos del Partido Laborista en 2019, que sirvió como base política para el partido dirigido por Jeremy Corbyn, durante su campaña en las elecciones generales de diciembre de ese año, se basó explícitamente en la desmercantilización y la propiedad pública de todas las infraestructuras relevantes, desde la energía hasta el agua y el transporte por ferrocarril. Pero Corbyn perdió, y,

⁵² A. Pettifor, *The Case for the Green New Deal*, Londres, Verso, 2019; K. Aronoff, A. Battistoni, D. A. Cohen y T. Riofrancos, *A Planet to Win: Why We Need a Green New Deal*, Londres, Verso, 2019.

mientras su sucesor como líder de la oposición, Keir Starmer, en principio sigue comprometido con el GND, se ha distanciado públicamente de los elementos fundamentales y de amplio alcance de la propiedad pública de dichos elementos integrados en la visión laborista original, es decir, lo que queda de esto último no es más que una cáscara vacía. Lo más lejos que el trabajo de Starmer ha estado dispuesto a llegar ha sido prometer una *start-up* única de propiedad pública de energías renovables, la cómicamente llamada Great British Energy que, si alguna vez llegara a buen término, sería difícil que alcanzara a ser más que un simple mosquito intentando atravesar la piel de la enorme bestia que es el conjunto del sector energético privado de Reino Unido. Actualmente la visión de los laboristas no es más que una pálida imitación de un GND del cual incluso el Partido Conservador actualmente en el gobierno ha presumido de boquilla.⁵³

De manera similar, en Estados Unidos, la campaña de 2020 de Bernie Sanders para su denominación como candidato de los Demócratas a las elecciones presidenciales incorporaba propuestas del GND que contenían un compromiso explícito para la extensión de la propiedad pública, aunque en su caso solo de infraestructuras de energías renovables y dejaba fuera los bienes de transporte y agua. Sin embargo, el hombre que le derrotó en la pugna por la nominación y que, a principios de 2021, asumió la presidencia, ha realizado una reformulación similar a la de Starmer. La propuesta de Biden, y, finalmente, la legislación para la inversión en infraestructuras climáticas tomó el GND de Sanders y lo despojó de su elemento más radical. En mayo del 2021, Ed McNally escribía respecto a la propuesta de GND de Biden que «la propiedad pública no aparece por ningún lado».⁵⁴

En cambio, el GND, tal y como lo articula el sistema liberal actual recuerda al estribillo familiar de la reducción de riesgos. Veamos en particular la histórica ley climática de Biden, eventualmente aprobada en agosto de 2022, después de morir una docena de veces a lo largo del camino. La incongruentemente llamada Inflation Reduction Act no aborda la crisis climática mediante un compromiso del gobierno de Estados Unidos de construir, poseer y operar parques eólicos y solares. Por el contrario, su elemento central es una modificación y extensión de la batería, ya existente en el país, de créditos fiscales a la inversión y producción de energías renovables, diseñado principalmente para incentivar al sector privado a continuar construyendo instalaciones eólicas y solares.⁵⁵

⁵³ K. Adam, «Boris Johnson says Britain Needs Its Own Green New Deal», *Washington Post*, 18 de noviembre de 2020.

⁵⁴ E. McNally, «Whose Green New Deal?», *New Left Review - Sidecar*, 4 de mayo de 2021, en newleftreview.org.

⁵⁵ No obstante, puede que la inclusión en la legislación de las llamadas provisiones para el pago directo cree un espacio para que el sector público adopte un papel más activo. Véase R.

El estribillo de la eliminación del riesgo también dominó el discurso de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (COP26) de 2021, que en cierto modo se podía interpretar como un intento coordinado de internacionalizar el GND, o al menos lo que quedaba de él en esa etapa. «El argumento que los Estados Unidos y otros países ricos han estado repitiendo esta semana», decía Kate Aronoff en su informe de la conferencia, «es que el objetivo principal de las inversiones públicas en cuestiones climáticas debe ser transformar los tan imprescindibles proyectos climáticos en inversiones rentables, asumiendo el riesgo que las corporaciones no están dispuestas a aceptar para salvar el mundo».⁵⁶ De hecho, Aronoff había escuchado estas palabras de boca de una proverbial fuente de información. «Mezcla la financiación, elimina el riesgo de la inversión y [...] crea la capacidad para tener acuerdos financiados», les había dicho el enviado internacional estadounidense para el clima, John Kerry, a los periodistas en la conferencia. Kerry continuó: «Eso es factible para la energía. Esto es factible para el agua. Es factible para transporte». Después de la COP26, explicó, «transferiremos mi equipo directamente a una agencia de apoyo que estará, al pie del cañón, trabajando con los países en desarrollo».⁵⁷

Naturalmente, los principales gestores de activos se han entusiasmado con esta propicia versión del GND. En su papel de pluriempleado, como enviado especial de la ONU para la acción climática y como asesor de finanzas del primer ministro para la COP26, Mark Carney, vicepresidente de Brookfield Asset Management, escribió en el informe de financiación ecológica que publicó en preparación para la COP26, el cual no menciona su empleo en Brookfield, que la transición a las «cero emisiones» proporcionaba enormes oportunidades comerciales para las finanzas privadas.⁵⁸ De manera similar, en su carta anual a los accionistas, escrita en agosto de 2021, el director ejecutivo de BlackRock, Larry Fink, opinaba que «la transición climática presenta un panorama histórico de oportunidades de inversión».⁵⁹

Cooper, «The Inflation Reduction Act's Quiet Revolution on Public Power», 18 de agosto de 2022, en prospect.org.

⁵⁶ Aronoff, «White House's New Climate Strategy...».

⁵⁷ Evidentemente, el Fondo Monetario Internacional ahora también está de acuerdo con la ortodoxia dominante, y promueve la movilización de la financiación privada mediante la eliminación de riesgos por parte del Estado como la mejor práctica para el desarrollo de la infraestructura climática en el Sur global. Ver A. Prasad, E. Loukoianova, A. Xiaochen Feng y W. Oman, «Mobilizing Private Climate Financing in Emerging Market and Developing Economies», IMF Staff Climate Note, núm. 2022/007, julio de 2022, en imf.org.

⁵⁸ M. Carney, «Building a Private Finance System for Net Zero: Priorities for Private Finance for COP26», noviembre de 2020, p. 22, en ukcop26.org.

⁵⁹ BlackRock, «Larry Fink's 2021 Letter to CEOs», agosto de 2021, en blackrock.com.

Los comentarios de Fink son especialmente dignos de mención. Más que ningún otro representante de la industria de gestión de activos durante los últimos años Fink no ha dejado de golpear implacablemente el tambor de la aceleración del proceso de transición climática eliminando el riesgo a la financiación privada. Sabiendo que estamos entrando en un periodo trascendental de inversión no solo en infraestructuras climáticas, sino más específicamente en un periodo de infraestructuras climáticas en manos privadas, debemos rechazar rotundamente la idea de que Fink y BlackRock no son más que fortuitos y pasivos beneficiarios de ese desarrollo. De hecho, si la transición climática realmente resulta ser una «oportunidad de inversión histórica» para los gestores de activos reales, será una oportunidad que personas como Fink y Carney habrán ayudado a crear de forma continua y activa.

Pettifor, autor de *The case for the Green New Deal*, en una entrevista de marzo de 2021 en la CNBC advirtió explícitamente sobre la influencia de figuras de la industria en los legisladores. En su llamamiento específico acerca de la cuestión de un GND europeo liderado y controlado por el Estado, Pettifor insistió en que el sector financiero no estaba preparado para abordar la crisis climática de manera oportuna y beneficiosa para el medio ambiente y de una manera socialmente justa. Debían ser los propios gobiernos quienes coordinaran y financiaran la transición necesaria. «Quiero ver control público sobre el sistema de transformación y no control privado. Quiero ver a la UE a la cabeza de esto», agregó Pettifor, «no a BlackRock».⁶⁰

Pero ya era demasiado tarde. Con respecto a las cuestiones climáticas, BlackRock tenía sus tentáculos firmemente enredados en el sistema político de la UE. En abril de 2020, por ejemplo, la Comisión Europea había contratado a la empresa para asesorar sobre cuál sería la mejor manera a la hora de integrar consideraciones de sostenibilidad en la regulación bancaria de la región, y lo hizo pese a las campañas de protesta que alegan que la empresa tiene participaciones de inversión tanto en empresas de combustibles fósiles como en bancos europeos, lo que planteaba todo tipo de dudas sobre sus posibles conflictos de interés. BlackRock trabajó en su estudio y entregó su informe en mayo de 2021. Mientras tanto la Comisión recibía un toque de atención por parte del Defensor del Pueblo de la UE por su decisión de utilizar la empresa.

En Estados Unidos, la influencia de BlackRock en la política del gobierno en general, y en su política climática en particular, está enraizada profundamente, canalizándose, entre otras vías, por las siempre presentes «puertas giratorias» entre el sector financiero y los altos estamentos del Estado. Como ha señalado Adrienne Buller, tanto la asesora económica

⁶⁰ E. Smith, «Governments - “Not BlackRock” - Should Lead the Economy Away from Fossil Fuels, Economist Says», CNBC, 29 de marzo de 2021, en [cnbc.com](https://www.cnbc.com).

principal como el subsecretario del Tesoro de la vicepresidenta Kamala Harris provenían de BlackRock.⁶¹ Y lo más importante, también hay que mencionar a Brian Deese, director mundial para la inversión sostenible de BlackRock desde 2017 hasta 2020 antes de ser reclutado por Biden para dirigir el National Economic Council convirtiéndose, en palabras de Adam Tooze, en «la toma de tierra de la política climática del equipo económico de Biden». Realmente no es de extrañar que el programa de infraestructuras climáticas que Biden terminó aplicando en 2021-2022 fuese lo que Tooze acertadamente describió como «el Green New Deal refundido a imagen de BlackRock», es decir, un marco manso y conservador diseñado principalmente para eliminar el riesgo de la inversión del sector privado y, como tal, «un mero eco de la audaz visión del original».⁶²

Dado que el otro ámbito que nos ocupa —principalmente en relación con el futuro de la sociedad de gestión de activos es la vivienda— es importante señalar que, en la «blackrockcificación» de la política climática contemporánea estadounidense, hay ecos asombrosos de los acontecimientos de una década antes en la política de vivienda estadounidense. También entonces había una clara crisis a afrontar: la avalancha de viviendas que trajeron las ejecuciones hipotecarias. También entonces acababa de tomar las riendas un nuevo presidente liberal en el que se habían puesto grandes esperanzas. Se discutieron exhaustivamente planes audaces y progresistas: si en 2019-2020 los activistas climáticos aireaban las propuestas del Green New Deal, en 2009-2010 la conversación entre los activistas de vivienda daba vueltas a una nueva versión de la Home Owners' Loan Corporation, un pilar fundamental del New Deal de Roosevelt que, establecido en 1933, disfrutó de un éxito significativo a la hora de limitar las ejecuciones hipotecarias en la era de la Depresión.

Pero tras aquel 2009, también sus audaces aspiraciones quedaron arrinconadas sin explicación alguna por el equipo del presidente. Al final, la débil política de vivienda de la era Obama falló sustancialmente a los propietarios de hogares en graves dificultades, lo que tuvo como consecuencia un exceso de viviendas embargadas disponibles para ser adquiridas a bajo precio por gestores de activos. La diferencia más visible de esto en el caso de Biden, BlackRock y el clima fue simplemente que estaba implicado un «Black» diferente. Mientras que Biden contrataba a BlackRock, el equipo de política de financiación de vivienda de Obama dentro del Tesoro había reunido sus miembros sacándolos de las filas de Blackstone; y Blackstone, como sabemos, se convirtió en el mayor comprador institucional de

⁶¹ A. Buller, «The Limits of Privatized Climate Policy», *Dissent*, invierno de 2022, en dissentmagazine.org.

⁶² A. Tooze, «America's Race to Net Zero: Does Joe Biden's Climate Plan Go Far Enough?», *New Statesman*, 21 de abril de 2021.

viviendas unifamiliares embargadas. Si, bajo Biden, lo que se vió es el Green New Deal refundido a imagen y semejanza de BlackRock, podemos afirmar que Obama presidió la refundición del New Deal a imagen de Blackstone, «la blackstonificación» de la política de vivienda de EEUU.

No contento con las oportunidades de inversión en infraestructuras climáticas creadas por los políticos del Norte global que diluían el GND y el compromiso asociado para la reducción del riesgo de la inversión del sector privado, Fink de BlackRock lleva años argumentando que es necesario eliminar riesgos con urgencia con el fin de impulsar la inversión en dichas infraestructuras en el Sur global. Históricamente, el Sur global solo ha recibido una pequeña parte de la inversión realizada por los fondos de infraestructura de los gestores de activos. En este sentido, su sugerencia más audaz ha sido que, para satisfacer las demandas de la crisis climática, debe reformarse todo el modelo heredado de financiación multilateral centrado en el Fondo Monetario Nacional y el Banco Mundial. Según Fink, estas instituciones ya no deberían *financiar*, es decir, *ser* ellas mismas las que prestan dinero para promover el desarrollo; sino que más bien deberían ser *aseguradoras*, reduciendo el riesgo para los inversores privados (como BlackRock) a través de mecanismos como las garantías de riesgo inicial.⁶³ Para poder enfrentarnos al desafío climático, dijo más tarde Fink, «vamos a tener que cambiar las finanzas».⁶⁴ Este fue el argumento que presentó cortejando a John Kerry y a otros responsables políticos en la COP26, en concreto, a lo largo del tercer día de la conferencia, el 3 de noviembre: el llamado «día de las finanzas».

Por supuesto, Fink también ha tenido otro electorado importante al que persuadir: sus socios comanditarios. Mientras que el mensaje para los responsables de las políticas públicas ha sido que la inversión del sector privado en la infraestructuras para la transición climática es demasiado arriesgada en el Sur, sin apoyo del sector público, el mensaje a los socios capitalistas ha sido que, de hecho, hay dinero que ganar. No hace falta decir que satisfacer a ambas audiencias ha requerido de un equilibrio retórico considerable. Mientras que a Pettifor, por ejemplo, le preocupa que Larry Fink explote la cuestión de la «oportunidad» climática para «obtener enormes ganancias para su negocio», a los clientes de Fink les preocupa, por el contrario, que él, y por tanto ellos, no obtengan ningún beneficio.⁶⁵ Blackstone lleva mucho tiempo negociando un acto de equilibrio comparable en relación con la vivienda: a saber, decirles a sus inversores que la

⁶³ Véase, por ejemplo, E. Schatzker, «BlackRock's Fink Urges World Bank, IMF Overhaul for Green Era», *Bloomberg*, 11 de julio de 2021, en bloomberg.com.

⁶⁴ S. Jessop y R. Kerber, «BlackRock raises \$673 mln for Climate-Focused Infrastructure Fund», *Reuters*, 2 de noviembre de 2021, en reuters.com.

⁶⁵ Smith, «Governments - "not BlackRock" - Should Lead the Economy...».

vivienda es una fuente fiable de ganancias sólidas, al tiempo que insiste a los activistas y funcionarios públicos que no se está beneficiando de esta clase de activos. En cualquier caso, es en este contexto en el que debemos entender la insistencia de Fink en su tan difundida carta de 2022 a los accionistas de que, al buscar oportunidades de inversión en lo «sostenible», BlackRock no estaba siguiendo una agenda ideológica «woke». «Nos centramos en la sostenibilidad no porque seamos medioambientalistas», escribió, «sino porque somos capitalistas y fiduciarios de nuestros clientes».⁶⁶

Las primeras señales nos dicen que la persuasión de Fink ha funcionado en ambos frentes: ha convencido a los gobiernos para que eliminen el riesgo a la inversión privada en infraestructuras climáticas del Sur global; y ha convencido a sus socios comanditarios para que aporten el capital para dicha inversión. El resultado específico más llamativo e instructivo hasta la fecha ha sido la Climate Finance Partnership, un nuevo fondo no cotizado que BlackRock cerró a los inversores a finales de 2021, después de haber recaudado 673 millones de dólares. Invertirá en infraestructuras climáticas, incluyendo instalaciones de generación de energías renovables en el Sur global, inicialmente en Kenia, Marruecos, Egipto, Perú y Vietnam. Se trata de un vehículo clásico cerrado a diez años (por lo que no hay ningún «horizonte de tragedia» del que los inversores se deban preocupar). Pero lo más significativo de todo es que elimina explícitamente el riesgo de la inversión privada. Diversas instituciones filantrópicas, junto con bancos de desarrollo estatales de Francia, Alemania y Japón proporcionaron 130 millones de dólares en capital «catalizador» al fondo y acordaron asumir cualquier pérdida previa protegiendo al propio BlackRock (que presentó un compromiso típicamente pequeño: representa solo el 3 por ciento del capital del fondo con 20 millones de dólares) y sus socios comanditarios (que invirtieron 523 millones de dólares).⁶⁷

Por supuesto, es siempre un asunto peliagudo tratar de predecir el futuro. Pero si los lectores se preguntan si existe hoy un modelo prototípico para el futuro probable de la inversión en infraestructuras climáticas en el mundo, según se intensifica la crisis climática, probablemente este sea BlackRock's Climate Finance Partnership.

El retorno de la inflación

Un componente importante de la historia contada en este libro ha sido la gran expansión de la sociedad de gestión de activos en el periodo

⁶⁶ BlackRock, «Larry Fink's 2022 Letter to CEOs», enero de 2022, en blackrock.com.

⁶⁷ Jessop y Kerber, «BlackRock Raises \$673 mln...».

transcurrido desde la crisis financiera mundial. Como vimos en el capítulo 2, el fuerte crecimiento de los activos de vivienda e infraestructuras en la década de 2000 se volvió fortísimo durante la década de 2010.

Sostengo que gran parte de la explicación de este ratio de crecimiento reside en la macroeconomía. En un contexto de baja inflación a largo plazo y nuevas demandas de política monetaria, la década posterior a la crisis, se caracterizó por tasas de interés bajísimas, lo que impulsó la inversión institucional en vivienda e infraestructuras a través de gestores de activos fundamentalmente por dos razones. En primer lugar, la caída de los valores financieros con rendimientos de renta fija motivaron a los inversores a buscar en otra parte activos generadores de ingresos, y los bienes inmuebles (incluida la vivienda) y las infraestructuras cumplían los requisitos. En segundo lugar, las inversiones en bienes inmuebles e infraestructuras, junto con las inversiones de capital privado, pueden por lo general ser rápidamente adaptadas. Además ahora había deuda barata y abundante disponible para los gestores de activos con el fin de amplificar los rendimientos de los fondos de infraestructuras e inmobiliarios.

Sin embargo, desde comienzos de 2021 parece que hemos entrado en un nuevo territorio macroeconómico. La inflación se ha disparado, se ha más que duplicado a nivel mundial desde principios de 2021, acercándose (o incluso superando) el 10 por ciento en muchos países en los que los índices no habían superado el 5 por ciento desde la década de 1980. Con notables excepciones como China y Japón, todas las principales economías del mundo se han visto afectadas. A pesar de la confianza inicial en muchos sectores en que el aumento sería temporal, un ajuste único frente al impacto positivo de las economías que resurgían tras el parón del covid-19, cada vez hay señales más claras de que esa confianza estaba fuera de lugar. La invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022 redobló las presiones inflacionarias. Pasado un año y medio en esta nueva era inflacionaria (si esto es lo que es), la tasa la inflación, lejos de caer, ha seguido aumentando.

Para empezar, las autoridades monetarias no reaccionaron al principio. Convencidas (o simplemente esperanzadas) de que el repunte de la inflación disminuiría pronto, los principales bancos centrales permanecieron en modo expansivo. Pero en 2022, ante la aceleración de los aumentos de precios, entraron en acción y comenzaron a endurecer la política, en primer lugar y principalmente en Estados Unidos, donde, en marzo de ese año, la Reserva Federal aprobó por primera vez desde 2018 un aumento de las tasas. Todas las expectativas del mercado son que las tasas de interés continúen escalando, no solo en Estados Unidos sino en todas las economías avanzadas del planeta.

¿Qué efecto tendría un periodo de inflación sostenida y sustantiva acompañada de aumentos significativos de las tasas de interés sobre la sociedad de gestión de activos? Ha habido sugerencias —al menos implícitamente— de que los bienes residenciales y las infraestructuras recibirían un duro golpe, como cualquier otra clase de activo. El argumento aquí es que los beneficios de los propietarios se verían afectados, sobre todo como resultado del mayor coste de apalancar acuerdos a medida que la financiación de la deuda se encarece; en consecuencia los inversores institucionales reducirían las asignaciones a los activos reales. Esta visión fue esquematizada por un gestor de activos al *Financial Times* en medio de la turbulencia que sacudió el mercado en abril de 2022, cuando los índices bursátiles y de bonos globales cayeron bruscamente; este afirmó que no había «dónde esconderse». ⁶⁸ No hay, insinuaba, refugio seguro para los inversores frente a la inflación y el aumento de las tasas de interés: ni oro, ni deuda pública, ni activos reales como infraestructuras y viviendas.

Pero una reflexión más calmada nos sugiere que es más probable que pase lo contrario: de hecho, los inversores mantendrán o incluso aumentarán las asignaciones a vivienda e infraestructuras en un entorno caracterizado por una inflación persistentemente alta y un aumento de los costes de capital, lo que conduce a una mayor intensificación y extensión de la sociedad de gestión de activos. Hay al menos cuatro motivos significativos para dictar esta sentencia.

Primero, y más obvio, debemos considerar en qué parte de la economía —sectorialmente, no geográficamente— están aumentando los precios. La inflación no es un fenómeno de libre flotación, que más o menos afecta a todos los productos por igual. Siempre es un fenómeno de aumentos variados de precios, impulsados por aumentos en los precios de unas mercancías más que otras. Hoy, la mayor parte de la inflación —la que aparece en los titulares— es, en realidad, inflación en los precios de la energía y los alimentos. ¿Qué tienen estos dos bienes en común? Ambos son, en una medida cada vez mayor, mercancías generadas dentro de la sociedad de gestión de activos, es decir, *por* gestores de activos con participaciones significativas en, respectivamente, activos en generación de energía y tierras de cultivo. En la medida en que los precios de los alimentos y la energía suban, esto compensa cualquier aumento en los costes incurridos para producir esos productos (en particular, los costes de fertilizantes en el caso de los costes de tierras agrícolas y combustibles en el caso de la energía), la inflación contemporánea es positiva, no negativa, para los gestores de activos que poseen estos activos relevantes y la persistencia de dicha inflación

⁶⁸ H. Agnew y C. Flood, «“Nowhere to Hide” for Investors in Market Turbulence», *Financial Times*, 11 de abril de 2022.

es más probable que precipite más entradas que salidas de capital en los fondos de inversión con la adecuada especialización.

En segundo lugar, y lo que es más importante, los inversores han considerado durante mucho tiempo a los activos reales como la mejor cobertura contra la inflación frente a cualquier otra clase de activo importante. Como vimos en el capítulo 2, una de las principales explicaciones para el creciente apetito de los gestores de activos y sus clientes por la inversión en infraestructuras desde mediados de los años noventa ha sido el riesgo de inflación; por ejemplo, las comisiones que pueden cobrarse a los usuarios de activos de infraestructura regulados, a menudo están explícitamente indexadas. El vínculo es menos explícito en el caso de la vivienda, pero las investigaciones han demostrado ampliamente que ambas cosas, los precios de la vivienda y los alquileres suelen seguir el ritmo, o superarlo, de la tasa de inflación a medio y largo plazo.

De hecho, los alquileres de la vivienda son claramente más capaces de seguir a la inflación que los alquileres de propiedades comerciales. Una de las razones es que los bienes raíces comerciales, como oficinas o los establecimientos de venta al por menor, tienden a ser arrendados con contratos de varios años, limitando así las oportunidades para que los propietarios revisen al alza los alquileres. Los arrendamientos residenciales, por el contrario, suelen revisarse anualmente, lo que reduce el riesgo para los propietarios de verse gravados con inquilinos que en un momento dado paguen alquileres estipulados en un momento anterior y a precios mucho más bajos. Como explicó Mark Allnutt, el director de operaciones europeas de Greystar, «la duración del arrendamiento» residencial «ha sido históricamente la mejor protección inflacionaria de todos [...] los bienes inmuebles».⁶⁹

Por lo tanto, como cabría esperar, en lo relativo al resurgimiento de la inflación, en nuestra nueva era, los inversores se están *dirigiendo*, y no alejándose, de la vivienda y las infraestructuras. A principios de 2022, en Estados Unidos, «con una inflación máxima en casi 40 años y al menos tres anticipos de subidas de impuestos», y en el contexto de la correspondiente «caza de paraísos seguros para la inversión», Bloomberg informó que el interés inversor en vivienda iba «al alza».⁷⁰ Mientras tanto, los fondos de infraestructuras no cotizados lanzados por los gestores de activos estaban recaudando capital más rápidamente que nunca, y tuvieron también más sobresuscripción en la emisión que nunca: en los doce meses hasta abril de 2022, los quince fondos de infraestructuras con mayor exceso de solicitudes, liderados por ofertas de KKR, Stonepeak y EQT, recaudaron un extra

⁶⁹ Citado en Hammond, «Greystar Raises Fresh Funds...».

⁷⁰ C. Ballentine y A. Kantor, «Real Estate Is Emerging as a Hedge Against Roaring Inflation», *Bloomberg*, 24 de enero de 2022, en [bloomberg.com](https://www.bloomberg.com).

de 33.000 millones de dólares sobre los 77.000 millones de dólares que se habían propuesto recaudar.⁷¹

Los gestores de activos seguirán comprando infraestructuras y vivienda mientras los inversores institucionales sigan dándoles capital para hacerlo y, a mediados de 2022, el dinero seguía derramándose para invertir en los fondos relevantes, con los inversores institucionales incrementando generosamente sus asignaciones proporcionales de inversión de capital en infraestructuras y bienes inmuebles. Y lo mismo ocurría en el caso de inversores con asignaciones relativamente bajas, pero que ya están profundamente involucrados en activos reales. Un ejemplo del primero fue el plan de pensiones Connecticut Retirement, que en junio de 2022 propuso aumentar su asignación a infraestructuras del 4 al 7 por ciento, y al sector inmobiliario del 10 al 12 por ciento.⁷² Otro fue el Ontario Municipal Employees Retirement System de Canadá, que, el mes siguiente, anunció su objetivo de aumentar su asignación a infraestructuras del 20 al 25 por ciento.⁷³

En tercer lugar, hay una razón adicional importante por la que deberíamos esperar que la inversión de los gestores de activos en vivienda se mantenga boyante si las tasas de interés realmente aumentan de manera significativa. Es cierto, por supuesto, que los compradores de viviendas —ya sean propietarios-ocupantes o los inversores, incluidos los gestores de activos— suelen utilizar dinero prestado y de forma correlativa al aumento de las tasas de interés. Analizaré las implicaciones de esto en breve. En cualquier caso, los compradores están lejos de ser los únicos actores clave en el mercado inmobiliario que se endeudan fuertemente. También lo hacen los promotores.

Como hemos visto, las tasas de nueva construcción de viviendas se han mantenido significativamente bajas en todo el mundo durante la última década. Todo un abanico de factores han militado en contra de una recuperación significativa de la construcción de viviendas tras la crisis financiera; en el contexto estadounidense, el economista Mark Obrinsky ha destacado tres claves: «El coste creciente de materiales, la falta de mano de obra [y] el obstruccionismo continuo de los NIMBYS⁷⁴». Y, como señaló Obrinsky, ahora se puede añadir una cuarta a esa lista: el creciente coste de capital

⁷¹ B. Alves, «The Top 15 Oversubscribed Funds of the Past Year Raised \$33bn Above Target», *Infrastructure Investor*, 7 de abril de 2022.

⁷² J. Peterson, «Connecticut Retirement Proposes Real Estate, Infrastructure Allocation Increase», IPE Real Assets, 16 de junio de 2022, en realassets.ipe.com.

⁷³ Z. Bentley, «How the World's Largest Infra Allocator Is Supersizing Its Portfolio», 1 de julio de 2022, en infrastructureinvestor.com.

⁷⁴ *Not In My Backyard*, «No en mi patio trasero», hace referencia a movimientos de rechazo a la instalación de ciertos servicios o poblaciones en cierta zona.

para los promotores debido al aumento de las tasas de interés.⁷⁵ El mismo Paul Krugman ha esbozado las probables ramificaciones de esto, de nuevo centrándose en Estados Unidos. Un aumento de las tasas de interés, señaló recientemente, «provocará, en gran medida, una depresión de la construcción de viviendas, que ya era demasiado baja».⁷⁶

Ciertamente esto son malas noticias para los inquilinos, pero, del mismo modo, claramente son buenas noticias para los inversores-propietarios: la duradera e intensificada escasez de oferta ha sido el factor clave del aumento de los alquileres de las viviendas en la última década; y los gestores de activos, según admiten ellos mismos, han invertido precisamente en aquellos mercados inmobiliarios urbanos donde esta escasez de oferta —y, por tanto, la presión al alza sobre los alquileres— es más pronunciada. El impacto negativo en las tasas de construcción que tiene el futuro aumento en los costes de capital no hará más que aumentar el atractivo de la vivienda como una clase de activo relativamente escasa.

Si volvemos a la cuestión de cómo podría afectar el aumento de los tipos de interés a los gestores de activos de vivienda e infraestructuras en su capacidad como prestatarios, es posible que reduzcan los niveles de apalancamiento, lo que podría tener un impacto negativo en la rentabilidad de los fondos y, por ello en la capacidad de atraer capital inversor. Sin embargo, podría decirse que lo más probable es que si la deuda financiera disponible para los gestores de activos por parte de los bancos se vuelve demasiado cara, los gestores simplemente proporcionarían ellos mismos la deuda, acelerando así una tendencia importante que mencioné brevemente en el capítulo 5: el rápido crecimiento entre los fondos de deuda privada de los gestores de activos

Esta es la cuarta y última razón por la que no debemos anticipar una desaceleración en el crecimiento de la sociedad de gestión de activos en el caso de aumentos sostenidos de las tasas de interés. Lo que podríamos esperar, más bien, es que haya más compras de vivienda e infraestructuras por parte de los gestores de activos que se financien con deuda proporcionada por los gestores de activos. De hecho, las primeras señales muestran que del mismo modo que se está vertiendo capital institucional-inversor en fondos de vivienda e infraestructuras y fondos de capital a unos ratios sin precedentes a medida que se propaga la inflación en 2022, también se está volcando capital en los fondos de deuda no cotizados de los gestores de activos. Una parte clave de ello parece ser que el dinero prestado

⁷⁵ P. Bergeron, «Apartment Investors “Very Concerned” about Rising Rates, Inflation Combination», *Globe St*, 2 de mayo de 2022, en globest.com.

⁷⁶ P. Krugman, «Inflation, Interest and the Housing Paradox», *The New York Times*, 24 de abril de 2022.

por dichos fondos suele pagar tasas de interés flotantes, con lo que, como opción de inversión, los fondos no se ven amenazados por la inflación y el aumento de las tasas de interés de la forma tradicional en la que lo están los instrumentos de crédito de interés fijo. Hannah Zhang informó en mayo de 2022 que, aunque la realidad y expectativa del aumento de tasas estaba «acabando con las carteras de bonos tradicionales», casi todos los inversores institucionales planeaban mantener o aumentar sus asignaciones a la deuda privada, ya que pocas otras inversiones «se benefician naturalmente de la subida de los intereses».⁷⁷

En resumen, lo inteligente financieramente sería continuar con sus negocios en la sociedad de gestión de activos, incluso si la inflación y el aumento de las tasas de interés se consolida. Los gestores de activos seguirán invirtiendo en vivienda e infraestructuras. Y de forma igualmente inevitable continuarán impulsando el aumento de precios para quienes dependen del acceso y uso de los activos de vivienda e infraestructuras que ellos poseen. Los gestores de activos, como hemos visto, no necesitan ninguna excusa para aumentar costes, su tarea consiste en aumentar las comisiones. Pero si surge una excusa útil —y la inflación seguramente es una buena candidata —se puede estar seguro de que la utilizarán de forma eficaz.

Sigue el rastro del dinero

Que las infraestructuras esenciales estén cada vez más en manos privadas, y en particular en las manos de los gestores de activos, es sin duda la manera en la que los propios gestores de activos ven cómo se desarrolla el futuro. El sustento histórico que dan con frecuencia a este pronóstico es el ejemplo de los bienes inmuebles, incluidos los bienes residenciales. Afirman que la propiedad inmobiliaria que solía estar controlada por propietarios-ocupantes o por el Estado se ha transferido cada vez más a las carteras de inversores del sector privado. Al avanzar en la misma dirección, argumentan, la energía, el transporte y otras infraestructuras similares no están más que siguiendo un camino racional y trillado: de Reino Unido a Centroeuropa y Europa del Este, del Sudeste Asiático a Estados Unidos, la privatización de infraestructuras ha tendido a seguir el camino que abrió la privatización de los bienes inmuebles comerciales.

César Estrada, del gestor de activos estadounidense State Street, ha ofrecido una interpretación particularmente vívida de esta tesis secuencial, teleológica:

⁷⁷ H. Zhang, «Private Credit Boomed Amid Low Yields - and Now It's Set to Flourish», *Institutional Investor*, 11 de mayo de 2022, en [institutionalinvestor.com](https://www.institutionalinvestor.com).

El auge de las infraestructuras refleja, en cierto modo, el crecimiento de los activos inmobiliarios unas dos décadas antes. Pese a que la mayoría de los edificios en áreas metropolitanas de todo el mundo fueron en otro momento propiedad de corporaciones, gobiernos o universidades, ahora muchas de ellas están en manos de fondos de pensiones, compañías de seguros, fundaciones y otras instituciones. Es probable que en solo unos pocos años, gran parte de las infraestructuras mundiales, que hasta ahora era propiedad mayoritaria de municipios, gobiernos estatales y federales, y corporaciones, también encontrará un nuevo hogar en las carteras de inversores y fondos de infraestructura institucionales.⁷⁸

Bruce Flatt, director ejecutivo de Brookfield Asset Management, es más conciso. «Estamos en una transformación de 50 años en el mundo de las infraestructuras», dijo Flatt con confianza al *Financial Times* en 2018. «Llevamos 10 años; nos quedan 40. Al final de esos 50 años se transferirá la mayor parte de las infraestructuras del mundo a manos privadas».⁷⁹ En términos numéricos, Flatt calculó que, de un total valorado en unos 100 billones de dólares de dólares en infraestructuras que se volverían privada, «tal vez el 10 por ciento» ya lo había hecho.

No hace falta decir que este desarrollo nunca ha sido una cuestión de lógica. Es una idiotez afirmar que en términos económicos sea inherentemente mejor para las infraestructuras —o para el caso, la vivienda— ser financiada y ser propiedad de los inversores del sector privado que serlo del Estado. Esto no es solo una cuestión del *nostrum* keynesiano, citado anteriormente, de que cualquier cosa que los gobiernos (de los países ricos) pueden hacer, realmente pueden permitirselo. También tiene que ver con el hecho de que una de las razones por las que dichos gobiernos pueden permitirse escoger qué hacer es porque casi siempre pueden endeudarse a un precio más bajo que el sector privado.

Por ejemplo, Brian Alexander, al escribir en 2017 acerca de la inversión en infraestructuras en EEUU, observó que «el promedio actual de rendimiento de los bonos municipales, que es lo que utilizan las ciudades para construir y mantener cosas como escuelas, carreteras y estaciones de bomberos es aproximadamente del 3 por ciento». Mientras tanto, los propietarios privados respaldados por los gestores de activos (con su modelo de alto apalancamiento) pagaban normalmente «tasas de interés mucho más elevadas», lo que significa que es más probable que «un propietario privado mantenga tarifas altas en una carretera de peaje».⁸⁰

⁷⁸ C. Estrada, «Young, Illiquid, and ... Irresistible? The Infrastructure Asset Class, Explained», *State St*, 2018, en statestreet.com

⁷⁹ J. Evans y P. Smith, «Bruce Flatt of Brookfield on Owning the Backbone of the Global Economy», *Financial Times*, 22 de septiembre de 2018.

⁸⁰ Alexander, «Privatization Is Changing America's Relationship with Its Physical Stuff...».

Dos años después, Jonathan Ford del *Financial Times*, observó que la larga historia del Reino Unido después de la década de 1980, en la que recurría a la costosa liquidez privada con el fin de financiar proyectos de infraestructuras, resultó ser un desastre muy caro. En particular, la financiación privada por medio de la Private Finance Initiative (PFI) resultó mucho más cara que la oferta de deuda pública que el propio gobierno podría haber hecho y recaudado con el fin de financiar las inversiones pertinentes si hubiera querido. En parte para saldar esta costosa deuda privada y en parte para rellenar sus propios beneficios, hace décadas que en Reino Unido los gestores de activos y otros inversores privados han estado cargando infladas comisiones a las infraestructuras, «a menudo con riesgos muy limitados o inexistentes», y sin evidencia de mejoras en la eficiencia operativa (ver capítulo 4). En efecto, los hogares del Reino Unido han estado pagando una prima por «el privilegio de mantener los activos fuera del balance del gobierno».⁸¹ «Con el país frente a una nueva demanda [de inversión en infraestructuras] que surge de la necesidad de descarbonizar rápidamente», advirtió Ford un tanto siniestro, tal vez le resonase en la cabeza las palabras de Larry Fink, «no puede seguir siendo más de lo mismo».

Ford señaló otro punto importante. Piensen, imploró a los lectores, en qué gasta dinero en realidad un gobierno en las ocasiones cada vez más raras en que pide prestado para construir infraestructuras de propiedad pública (o incluso viviendas de alquiler de propiedad pública). ¿Cuál es la devolución? Con demasiada frecuencia, argumentó Ford, los críticos de la inversión pública enturbian las cosas al equiparar el gasto en infraestructuras con el gasto de consumo final, o incluso con los pagos de transferencias. Como dijo Ford, «sin duda hay una diferencia entre [el gobierno] cuando vende bonos para financiar el gasto actual, y cuando lo hace para crear activos reales con ingresos añadidos. Si lo piensas lógicamente», continuó, «es difícil de encontrar una razón por la que un fondo nacional de infraestructuras debidamente constituido con su propio balance —respaldado por activos altamente calificados— no pueda financiarse a sí mismo con un buen tipo de interés».

De hecho, al advertir durante mucho tiempo contra el «exceso» de préstamo estatal, incluso el Fondo Monetario Internacional ha llegado a aceptar últimamente que los déficit son lo último en lo que debieran preocuparse los gobiernos de las economías ricas en relación con las inversiones remunerativas a largo plazo como las infraestructuras. El covid-19, afirmó, lo había demostrado, probando que cuando el Estado toma prestado «para un “gasto adecuado” de capital, este tendrá un rendimiento

⁸¹ J. Ford, «Britain Needs Cheaper Infrastructure, Not Accounting Tricks», *Financial Times*, 23 de junio de 2019.

positivo, impulsando el rendimiento de la economía sin aumentar la carga de la deuda a largo plazo».⁸²

Pero, por supuesto, el mandato explícito de Ford de pensar en ello «lógicamente», y el mandato implícito del FMI de hacer lo mismo, en último estadio pierden de vista la cuestión. El creciente ascendente histórico y, si leemos las runas correctamente, probablemente también el futuro del gestor de activos sobre el vasto stock de vivienda e infraestructuras de la sociedad no tiene nada que ver con ninguna «lógica», ni económica ni de ningún tipo. Es, en realidad, una cuestión de poder.

Volvamos al comentario de Bruce Flatt sobre la actual trayectoria de la propiedad de infraestructuras. Tengamos en cuenta que habló de que las infraestructuras pasarán cada vez más a «manos privadas». Ahora bien, una mayor propiedad privada de las infraestructuras no significa necesariamente más propiedad de la infraestructura *por parte de los gestores de activos*. Pero Flatt, sin embargo, estaba totalmente seguro de que este seguiría siendo el caso. Que ha sido evidentemente así no hace falta ni decirlo. ¿Por qué?

La respuesta simple es que los gestores de activos controlan la mayor parte la riqueza financiera de la sociedad. Ellos, en definitiva, tienen el dinero, y como han sostenido durante mucho tiempo los teóricos del dinero de todo tipo de tradiciones conceptuales, el dinero no es más que poder social cosificado. Sin dinero, no se obtiene la blackstonificación de la política de vivienda y la blackrockcificación de la política climática.

En otras palabras, a fin de cuentas, este libro ha puesto encima de la mesa una trayectoria extraordinariamente clara. Vivienda e infraestructuras en general, terminan en manos de gestores de activos, no porque estos últimos sean los propietarios «apropiados», «aptos» o «eficientes» para tales activos, como si esto se tratase de un gigantesco teatro en el que nos encontremos viendo una obra sobre la perfecta liquidación de mercados. En realidad este es cada vez más el destino prefijado de este tipo de activos simplemente porque los gestores de activos son ricos en dinero y poder, y podría afirmarse que de hecho tienen más de todo esto que cualquier otra categoría de actor económico en cualquier otro momento de la historia.

En 2020, la cantidad de dinero gestionada por los gestores de activos globales superó por primera vez los 100 billones de dólares.⁸³ Se estima que los 103 billones de dólares en activos en manos de los gestores de activos representaban más del 40 por ciento del total de la riqueza financiera global

⁸² Giles, «Covid-19 Demonstrated “Power” of Government Spending...».

⁸³ Boston Consulting Group, «The \$100 Trillion Machine», julio de 2021, en [bcg.com](https://www.bcg.com).

de todo tipo, que ascendía a 250 billones de dólares.⁸⁴ Esto equivale a decir que cuatro de cada diez dólares del mundo están controlados e invertidos a través de gestores de activos. Además, la proporción de la riqueza financiera global controlada por los gestores de activos crece cada año que pasa. No es por nada que cada vez más cantidad de todo aquello que tiene un valor positivo para el mercado —no solo vivienda e infraestructuras— esté en manos de estas empresas.

En última instancia, la sociedad de gestión de activos es simplemente un reflejo de la sociedad de la que forman parte. Con su constante y consistente cálculo especulativo de ganancias a corto plazo que ignora y pasa por encima de las preocupaciones acerca del acceso asequible a una amplia gama de activos físicos socialmente indispensables, tal vez sea la manifestación más pura que tenemos de un mundo en el que el dinero tiene su propia voz.

⁸⁴ Boston Consulting Group, «Despite COVID-19, Global Financial Wealth Soared to Record High of \$250 Trillion in 2020», junio de 2021, en [bcg.com](https://www.bcg.com).

AGRADECIMIENTOS

Nuestras vidas en sus carteras de inversión es mi tercer libro con Verso, con quienes ha sido maravilloso trabajar tanto en este libro como en los dos previos. Estoy tremendamente agradecido tanto por el apoyo recibido como por el que sigo recibiendo por parte de toda la organización, empezando por Sebastian Budgen. Además, como ya ha pasado en otros momentos, estoy en deuda con Mark Martin, editor en jefe, y Charles Peyton, editor de textos, por su labor y cuidado. Lo mismo puedo decir de la Universidad de Uppsala, mi lugar de trabajo desde hace ya catorce años, y en el que todos los miembros, tanto en el Institute for Housing and Urban Research como en el Department of Social and Economic Geography, continúan creando y alimentando un entorno de trabajo solidario, estimulante y divertido. Hay cinco personas que graciosamente aceptaron leer el borrador del manuscrito, y quienes sin tener responsabilidad alguna por cualquiera de los errores que siga conteniendo el texto, ya sea relativo a los datos o las interpretaciones, de los que soy el único responsable, en cambio sí que son en gran medida responsables, y fueron determinantes a la hora de dar forma a todo lo acertado y bueno que hay en el libro. Por ello quiero agradecer de todo corazón su ayuda a Nicole Aschoff (de Verso), Benjamin Braun, Julian Dickens, Daniela Gabor y Hettie O'Brien. Y en particular a Nicole, quien me ayudó a identificar mejor cuáles eran los lugares y puntos claves del libro que necesitaban ser explicados y contextualizados evitando con ello dar por hecho cuestiones clave que no tienen que ser por todos conocidas. Y, como siempre, es a mi familia, Emilia, Oliver, Elliot y Agneta, a quien más tengo que agradecer todo su apoyo y cariño.

Septiembre de 2022

