

UNIVERSIDAD DEL CEMA
Buenos Aires
Argentina

Serie
DOCUMENTOS DE TRABAJO

Área: Negocios y Finanzas

ASPECTOS ÉTICOS DE LA CRISIS FINANCIERA

Luisa Montuschi

Agosto 2009
Nro. 404

ISBN 978-987-1062-40-9
Queda hecho el depósito que marca la Ley 11.723
Copyright – UNIVERSIDAD DEL CEMA

www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>

Montuschi, Luisa

Aspectos éticos de la crisis financiera. - 1a ed. - Buenos Aires : Universidad del CEMA, 2009.

40 p. ; 22x15 cm.

ISBN 978-987-1062-40-9

1. Finanzas. I. Título

CDD 332

Fecha de catalogación: 09/09/2009

ASPECTOS ÉTICOS DE LA CRISIS FINANCIERA

por

Luisa Montuschi*

RESUMEN

Se analizan aspectos de la crisis financiera para identificar cuales fueron las principales causas que la llevaron a los límites conocidos. Es cierto que el problema encontró sus raíces en el mercado de hipotecas subprime y en la falta de responsabilidad de las principales instituciones financieras. Pobres políticas económicas crearon el contexto adecuado para que la crisis tuviera los alcances que se conocen. Pero no puede dejar de considerarse el factor humano. En particular, debe tenerse en cuenta la codicia que parece haber sido el elemento común a los principales protagonistas. Y su falta de liderazgo e integridad. Se presentan los casos más relevantes (Fannie Mae-Freddie Mac, AIG, Bear Stearns, Merrill Lynch, Lehman Brothers entre otros). Su análisis genera serias dudas acerca del hecho de si no podrían volver a repetirse las circunstancias que llevaron a la crisis

ETHICAL ASPECTS OF THE FINANCIAL CRISIS

SUMMARY

Some relevant aspects of the financial crisis are analyzed in the paper to understand its main causes, scale and extent. It is true that the roots of the problem are to be found in the market of subprime mortgages and in the lack of responsibility of the principal financial institutions. But also it must be taken into consideration the economic policies that set the scenario for all that to occur. But it is not possible to leave aside the human factor since it seems that the larger failure was human. As it was the greed and lack of leadership and integrity of the main characters. The most relevant cases are presented (Fannie Mae-Freddie Mac, AIG, Bear Stearns, Merrill Lynch, Lehman Brothers among others). To understand the ethical issues seems a point of paramount significance to avoid a recurrence of the circumstances that made the crisis possible.

* Las opiniones expresadas en este artículo son del autor y no necesariamente reflejan las de la Universidad del CEMA.

ASPECTOS ÉTICOS DE LA CRISIS FINANCIERA

Por

Luisa Montuschi*

It is curious that physical courage should be so common in the world, and moral courage so rare.

Mark Twain

"We live not only our own lives but, whether we know it or not, also the life of our time."

Laurens van der Post, in his memoir of his friendship with Carl Jung

Hace algunos años en una obra que se llamó **An Agenda for the 21st Century**¹, Rushworth M. Kidder, luego fundador y presidente del Institute for Global Ethics y en ese momento columnista del **The Christian Monitor**, reportó los resultados de una serie de artículos basados en encuestas realizadas entre 22 pensadores eminentes de todo el mundo, entre los cuales había científicos, artistas, hombres de estado, filósofos. A cada uno de ellos se le planteó la pregunta de cuales serían las cuestiones candentes a las cuales debería enfrentarse la humanidad en el siglo XXI. Las respuestas fueron variadas, como lo eran los interlocutores. Pero todos ellos coincidieron en una serie de cuestiones que deben ser especialmente destacadas:

- ◆ La amenaza nuclear
- ◆ La degradación ambiental
- ◆ La explosión demográfica
- ◆ La brecha Norte-Sur entre el mundo desarrollado y en desarrollo
- ◆ La necesidad de una reforma de la educación
- ◆ El colapso de la moralidad

No parecería haber necesidad de discusión respecto de los primeros cinco puntos, pero ciertamente llama la atención el último, planteado sobre todo por

* Las opiniones expresadas en este artículo son del autor y no necesariamente reflejan las de la Universidad del CEMA.

¹ Cf. Kidder, R., **An Agenda for the 21st Century**, MIT Press, 1987.

la historiadora Barbara Tuchman y el novelista Carlos Fuentes. Ambos enfatizaron la necesidad de restablecer un mayor sentido de la moralidad, tanto pública como privada. Ambos consideraban que, en caso de no evitarse el colapso de la ética, la humanidad habría de enfrentar una catástrofe de características y alcances similares a los de un desastre nuclear o ambiental. Y, en ese sentido, la ética resultaría esencial para la supervivencia. Y ya no podría ser considerada como un lujo o como una opción.

Sin embargo, muchos habrían de considerar una exageración plantear la posibilidad de una catástrofe para la humanidad originada en la falta de ética, a pesar de que nadie podría negar la creciente impaciencia, y cuando no enojo, que cada vez con mayor frecuencia generan las acciones egoístas e irresponsables de algunos individuos y organizaciones que enriquecen algunos (generalmente a los menos éticos) y empobrecen a otros. Como el mismo Kidder sostenía en un trabajo posterior “La principal tarea de la década debería ser la creación y consolidación de una cultura basada en valores”². Y, dado que la mayor parte del tiempo la gente lo transcurre en su lugar de trabajo, es allí donde debería generarse tal cultura.

El Institute for Global Ethics, señaló cuatro factores claves para la exitosa creación de una cultura con dichas características.

1. **Valores básicos compartidos:** Kidder señala cinco valores que pueden encontrarse en cualquier cultura en cualquier lado del mundo. Ellos son: honestidad, respeto, responsabilidad, imparcialidad y compasión.
2. **Lenguaje común:** es un elemento necesario para permitir a los empleados comunicar rápidamente y sin ambigüedades sobre cuestiones sensibles y de difícil discusión.
3. **Actitud de compromiso de quienes se encuentran al tope:** el reconocimiento hacia quienes hacen lo correcto por parte de los que mandan en las organizaciones, contribuye a crear una cultura ética en las mismas.

² Cf. Kidder, R.M., “Ethics is not optional”, **Association Management**, Washington, diciembre 2001.

4. **Coraje moral:** definido por R. Kidder como “el coraje de ser moral”. Se entiende que sería considerado moral quien adhiriera a los cinco valores mencionados en el primer punto³. Y así como el coraje, a secas, se refiere a estimación de riesgos y a la voluntad de enfrentarlos⁴, el coraje moral estaría orientado por principios y valores. De modo más preciso Kidder lo define como *“the quality of mind and spirit that enables one to face up to ethical challenges firmly and confidently, without flinching or retreating”*⁵.

Muchos ejemplos se han observado en tiempos recientes respecto de la carencia de una cultura ética tanto a nivel global como a nivel individual. Gobiernos, corporaciones e individuos parecen haber entrado en una competencia hacia el desastre debido a su desentendimiento respecto de normas morales de conducta. A pesar de que se observa un incremento notable en la enseñanza de la ética en las escuelas de negocios de todo el mundo y una difusión casi generalizada de los códigos de ética y de otros instrumentos conducentes a un supuesto comportamiento más ético, esto no se parece corresponder con la realidad de los hechos.

La reciente crisis financiera puede constituir una muestra relevante de lo dicho y una valiosa confirmación de la importancia del comportamiento ético. Lo que podría haber aparecido como una perspectiva exagerada y poco probable respecto de una visión de la realidad que no se consideraba factible, por lo menos en el corto plazo, se convirtió en pocos meses en una durísima realidad que puede llevar a pensar en una catástrofe global. Analicemos los hechos.

Génesis de la crisis financiera

Puede ubicarse su inicio en el mes de agosto de 2007 y se han presentado varias explicaciones para entender sus orígenes. Las más frecuentes se refieren al explosivo crecimiento de las llamadas hipotecas *subprime*. Esto se

³ Cf. Kidder, R.M., **Moral Courage**, HarperCollins, 2006.

⁴ Aristóteles consideraba al coraje como una virtud, término medio entre dos extremos, uno por exceso y otro por defecto, que eran considerados como vicios: la temeridad y la cobardía.

⁵ Cf. Kidder, R.M., **Op.Cit.**, 2006.

debió al crédito barato que hizo fácil y atractivo para la gente la adquisición de viviendas. Esto era posible por la cantidad de dinero en circulación debido a la política monetaria expansiva que determinó las muy bajas tasas de interés.

La acción de los *brokers* en los mercados de hipotecas acentuó este movimiento al aceptar hipotecas por demás riesgosas y de difícil recuperación, a tasas de interés variable. Los *brokers* actuaron como intermediarios, de hecho lo eran, y pasaron la responsabilidad de los préstamos a otros sin ocuparse ni preocuparse acerca de la viabilidad y confiabilidad de las operaciones realizadas. Después de todo ellos cobraban por el monto de la operación realizada de la cual no se ocupaban más una vez que los bancos la aceptaban. Lo cual sucedía en todos los casos.

Pero tampoco los bancos asumían responsabilidades individuales por cada operación realizada ya que, de manera muy expedita, buscaban el apalancamiento de las operaciones realizadas, lo cual implicaba sacarse de encima las hipotecas que eran transferidas en paquetes a inversores ignorantes de lo que realmente estaban comprando. De modo que tampoco asumían responsabilidades ni riesgos por las operaciones realizadas. De este modo se daba una clara falta de incentivos para analizar la confiabilidad de los tomadores de préstamos individuales por la securitización que operaba en el mercado de hipotecas.

Muchos miles de personas tomaron hipotecas que objetivamente no podían pagar. Pero pensaban que iban a poder vender la propiedad y obtener una ganancia o, eventualmente, podían refinanciar la operación, a intereses aún más bajos y comprar luego otra propiedad como inversión. De hecho muchos se hicieron ricos y ganaron considerables cantidades de dinero. Pero querían aún más. Para obtener nuevos préstamos sólo se requería su palabra de que podían pagar. Y los *brokers* no tenían razones para no vender. Y de este modo la burbuja inmobiliaria fue creciendo.

Entre 1997 y 2006 el precio de una vivienda de un norteamericano medio se incrementó en un 124%, aumentando también su incidencia como proporción del ingreso familiar. Por otra parte, la relación de la deuda de los hogares de

los Estados Unidos con el ingreso personal disponible pasó del 77% en 1990 al 127% a fines del 2007⁶.

El boom de la construcción llevó a un excedente de viviendas que no se podían vender. En consecuencia los precios de las mismas, luego de haber alcanzado un máximo, comenzaron a declinar. Muchos compradores, que habían comprado con hipotecas de interés variable, se encontraron con que el monto de su deuda superaba al valor de mercado de su propiedad. Tuvieron finalmente que reconocer un patrimonio negativo. Y además no podían hacer frente a las mayores cuotas. Y dejaron de pagar. Y entraron en *default*. Y, como es natural, aumentó el stock de viviendas en venta y declinó aún más su precio. Se estima que entre el pico que a mediados del 2006 había alcanzado el precio de las viviendas y septiembre de 2008 la caída de los precios habría sido de más del 20%. Y, como hubiera sido de esperar, también cayeron los precios de los títulos de los paquetes de hipotecas que habían sido transferidos por los bancos a inversores. El proceso de securitización operado hizo factible que todo esto alcanzara dimensiones impensadas. En una operatoria normal, donde el prestamista retiene el título del préstamo que otorga, las políticas seguidas hubieran ciertamente sido mucho más conservadoras de lo que realmente fueron. Y quienes tuvieron que hacer frente al problema fueron los inversores que compraron esos títulos sin saber realmente donde estaban colocando su dinero.

Otros protagonistas destacados de este procesos, a los que se los ubica en el propio epicentro del colapso, fueron los que algunos denominan bancos *subprime*, que ejemplifican con el Countrywide Financial⁷. Según se señala la función de tales instituciones parece haber sido vender préstamos hipotecarios a gente que no estaba en condiciones de hacerles frente. Y para eso les pagaban jugosos honorarios a los *brokers* de hipotecas para atraer una corriente sostenida de tomadores de préstamos. Y para esa particular institución se destaca, en forma negativa por supuesto, la actuación de su CEO Anthony Mozillo que se enriqueció con prácticas absolutamente faltas

⁶ Cf. "The End of the Affair", **The Economist**, 30 octubre 2008.

⁷ Cf., Greycourt & Co., "The Financial Crisis and the Collapse of Ethical Behavior", **Greycourt White Paper** N° 44, 2008.

de ética, rozando lo ilegal. Se sabe ahora que existía en la empresa un programa “secreto” que tenía como propósito ofrecer a ciertos individuos, especialmente seleccionados por los favores que luego estarían en condiciones de dispensar, hipotecas a tasas inferiores a las de mercado⁸. Y puede ser interesante señalar que Countrywide Financial fue el mayor proveedor de de los préstamos adquiridos por Fannie Mae y el segundo de Freddie Mac.

Pero, algunos quieren mirar más lejos y encuentran el origen de la crisis en la política monetaria implementada en 1999 por la Reserva Federal, bajo la presidencia de Alan Greenspan. En esos momentos se inyectó liquidez en los mercados para hacer frente a los eventuales problemas del Y2K. Pero nada sucedió con la llegada del 2000. Y el estímulo monetario dio origen a una burbuja relacionada con la tecnología, las telecomunicaciones e Internet que fue estimulada por los bancos de inversión que, en vista de negocios muy rentables, no tomaron en consideración las directivas vigentes desde la depresión de los treinta. Las mismas se referían a las condiciones que debían regir para que las empresas pudieran cotizar en bolsa. Dos condiciones que no fueron aplicadas se referían a los requerimientos de que las empresas hubieran estado en funcionamiento por más de cinco años, siendo rentables por dos o tres períodos consecutivos⁹. Muchas de esas empresas no tenían un plan de negocios viable. Y ello resultó evidente cuando la burbuja explotó y dejó un tendal de empresas quebradas y pérdidas para los inversores.

Para compensar tales pérdidas nuevamente intervino la Reserva Federal incrementando la oferta monetaria y empujando a la baja la tasa de interés, a un nivel no visto en medio siglo. Ello implicó un estímulo fenomenal para la economía, ayudado por un creciente gasto público. Los precios de las propiedades crecieron a tasas casi inconcebibles. Pero ello dio una nueva oportunidad a los bancos para generar otra burbuja especulativa con las facilidades para acceder a una hipoteca y, muchas veces, a una segunda sin

⁸ Gracias a que quien estaba a cargo de dicho programa se volvió un *whistleblower* se sabe que la lista incluye senadores, miembros del gabinete, jueces y otros. Cf. Greycourt & Co., **Op. Cit.**, 2008.

⁹ Cf. **The Washington Post**, septiembre 21, 2008.

cumplir los requisitos de demostrar que se tenía la solvencia para hacer frente a los pagos correspondientes y sin siquiera requerir el usual pago inicial del 20%¹⁰. Claro que la contracara de todo ello eran los enormes honorarios que percibían los bancos. Y ellos no enfrentaban riesgo alguno pues “empaquetaban” esas hipotecas dudosas (o tóxicas como luego se las comenzó a identificar) en complejos productos financieros “derivados” que vendían a inversores que no tenían idea de lo que estaban comprando ni de los riesgos asociados. Y Wall Street nunca cuestionó la ética de tales operatorias.

Además, también se han señalado las fallas y limitaciones que tuvo la llamada “ingeniería financiera”, mezcla de matemáticas, estadística y computación y que se basaba en modelos matemáticos de riesgo que, en forma sistemática, lo subestimaban y señalaban como seguros los instrumentos financieros basados en las hipotecas *subprime*. Los mismos no tenían en cuenta la complicación de los instrumentos y la subsiguiente intrincada red de riesgos y apuestas crecientes. Pero se ha dicho que la principal falla ha sido una falla humana. Y ello se podía dar en al menos dos aspectos relevantes. Por un lado, tales modelos no tomaban en cuenta la forma la forma en que el comportamiento humano, con las expectativas, creencias, opiniones y perspectivas de las personas podían influir sobre el comportamiento del mercado. El otro aspecto estaba referido a la forma en que tales modelos eran aplicados, comprendidos y gestionados. Y, en todos los casos, estuvieron equivocados. Y, como lo señalaba Richard R. Lindsey, quien había sido economista jefe de la Securities and Exchange Comisión (SEC), “*If you are making a high return, I guarantee you there is a high risk there, even if you can't see it*”¹¹.

Pero, al margen de los detalles particulares de cada situación individual que, en el agregado, condujeron a una de las crisis más severas de las que se tenga memoria desde la depresión de los 30, en cada caso puede detectarse un factor común que las caracteriza. La codicia ha sido el principal elemento

¹⁰ Ello implicó una relajación de todo el proceso conocido como *underwriting*.

¹¹ Cf. **The New York Times**, Noviembre 5, 2008.

causal de la debacle. Y la falta de integridad de los responsables de los manejos financieros que denotó una absoluta ausencia de liderazgo. Sin integridad no puede haber liderazgo. Y los comportamientos de los *brokers* y operadores de los mercados financieros bordeaban claramente la delincuencia. Y ya había habido antecedentes de esos comportamientos fraudulentos durante el boom de las punto.com y de las telecom e internet. Es cierto que algunos analistas sostienen que no hubo fraude, irracionalidad o burbuja en el boom y posterior bancarrota de esos sectores¹². Sin embargo, aun ellos aceptan que el fraude estuvo presente no bien se hizo evidente la inminente quiebra. Pero, al parecer, las lecciones no fueron aprendidas y lo que se observó en la crisis financiera fue ciertamente peor.

Naturalmente también le cabe una considerable cuota de responsabilidad a las políticas del gobierno. En apoyo de una política inspirada por el principio de asegurar a todos los ciudadanos la propiedad de una vivienda se creó el marco regulatorio que permitió luego todos los abusos que llevaron a la crisis.

El caso Fannie Mae y Freddie Mac

También se desarrollaron instituciones que se orientaron a ubicar esos paquetes de hipotecas entre inversores sin ocuparse de investigar acerca de la calidad de esos títulos que estaban vendiendo. Entre ellas encontramos, como actores principales, Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) y Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) que originariamente operaban como entidades nacionales de ahorro y préstamo, con el mandato del Congreso de proveer financiamiento en el mercado de viviendas y que fueron luego transformadas en empresas privadas¹³. Una característica de estas instituciones, que aparece ahora como singularmente adaptada al infortunado desarrollo de los acontecimientos, fue que no prestaban directamente a los compradores de viviendas sino que compraban las hipotecas de prestamistas autorizados y luego las vendían a inversores. Y

¹² Cf. Couper, E.A., Hejkal, J.P. y Colman A.L., "Boom and Bust in Telecommunications", **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, Vol. 89/4, Fall 2003.

¹³ Fannie Mae creada en 1938 como parte del New Deal para facilitar la compra de viviendas, fue privatizada en 1968. Freddie Mac fue creada en 1970 como competencia a Fannie Mae.

en todas sus operaciones estaban garantizadas por el Gobierno Federal y eran denominadas “*government-sponsored enterprises (GSEs)*”. Esto les creaba un status especial que también contribuyó a la posterior debacle. Entre otros privilegios gozaban de exenciones impositivas y eran las dos únicas empresas entre las 500 de **Fortune** que no estaban obligadas a informar al público respecto de eventuales dificultades financieras que pudieran estar afrontando. Estas prerrogativas generaron muchas críticas, sin duda bastante merecidas, por parte de los competidores así como de los grupos controladores de prácticas ilegales o de faltas de ética, que señalaban las ventajas injustas que las mismas les otorgaban a las dos empresas. Además, estas empresas no se distinguieron precisamente por un comportamiento ético y correcto. A comienzos de 2002 los auditores de Freddie Mac, PricewaterhouseCoopers, informó que la empresa no registraba de manera apropiada en sus informes financieros algunas operaciones con derivados. Esto obligó a replantear los resultados de tres ejercicios. Y una investigación interna de la empresa llevó al despido de su presidente y *chief operating officer* por alterar documentación. Por otra parte, al *chief executive officer* le fue pedido que solicitara su retiro y al *chief financial officer* que renunciara.

Pocos años después, en mayo de 2006 la SEC acusó a Fannie Mae de fraude contable civil. Sin admitir o rechazar los cargos Fannie Mae aceptó pagar una multa de 400 millones de dólares. En la posterior investigación llevada a cabo por el Office Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) se manifestó que la empresa tenía “*an arrogant and unethical corporate culture*” y tres ejecutivos del más alto nivel fueron obligados a retirarse. El mismo organismo investigó a Freddie Mac y encontró serias debilidades en sus sistemas internos por lo cual solicitó que limitara voluntariamente la expansión de sus inversiones en hipotecas hasta que pusiera en orden sus cuentas y presentara en los plazos debidos sus informes financieros.

No obstante estos escándalos, ambas empresas demostraron una gran habilidad para sortear estos obstáculos y manejarse bien en los pasillos del Congreso. Y ello a pesar de las crecientes críticas de las cuales eran objeto por su comportamiento ciertamente falto de ética y los riesgos que sus

acciones creaban para el contribuyente de los Estados Unidos. Y, a pesar de que en el año 2003 el gobierno de Bush procuró crear una agencia que controlara a ambas empresas, proyecto que parecía ser apoyado por los líderes del Senado y de la Cámara de Representantes, nunca se pudieron obtener los votos necesarios. Esta situación se volvió a repetir, en lo esencial, en el año 2005. De este modo Fannie Mae y Freddie Mac dominaron el negocio de los paquetes de hipotecas obteniendo buenos beneficios para sus accionistas que, en alguna medida, eran devueltos a los políticos como contribuciones directas o a campañas electorarias¹⁴.

Pero la política del gobierno de asegurar la vivienda propia fue llevada a un límite extremo que contenía las semillas de su propia destrucción. La excesiva creación de crédito fue elevando los precios de las viviendas hasta niveles no sostenibles. La burbuja fue creciendo y muchos miles tomaron hipotecas a tasas de interés muy bajas, pero variables, pensando en poder vender la propiedad con ganancia o refinanciarla (a tasas aún más bajas) y comprar otra propiedad como inversión. El sistema favorecía este tipo de comportamientos. Además, la estructura y formas de operación de las GSEs, comprando los paquetes de hipotecas de alto riesgo, servían para privatizar los beneficios y socializar las pérdidas¹⁵.

Pero paulatinamente la burbuja se desinfló y los precios de las viviendas fueron bajando mientras las tasas de interés crecieron. Muchos no pudieron afrontar la hipoteca y se encontraron con que el monto adeudado era superior al precio de la propiedad. Y debemos recordar que en el virtual duopolio del mercado secundario de hipotecas (*subprime*) estas habían sido transferidas a inversionistas no conocedores que suponían que estaban realizando inversiones seguras y respaldadas.

¹⁴ Gerald P. O'Driscoll, que había sido vice presidente del Federal Reserve Bank of Dallas, definió con justeza esta forma de operar como un ejemplo clásico de *crony capitalism*.

¹⁵ Cf. Summers, L., "Our Creative Mortgage Crisis?", *Creative Capitalism: A Conversation*, 16 Julio 2008.

http://creativecapitalism.typepad.com/creative_capitalism/lawrence_summers/

Está claro que un mercado de hipotecas dominado por únicamente dos empresas resulta sumamente frágil. El riesgo sería mucho menor si las operaciones fueran cubiertas por muchas instituciones. Pero, en el caso que se analiza, el costo de la quiebra de una o ambas estaría finalmente a cargo de los contribuyentes. Y eso es lo que, en definitiva, sucedió.

Finalmente ambas empresas tuvieron que afrontar el resultado de operaciones realizadas con un elevado nivel de irresponsabilidad. Las pérdidas pueden ser estimadas en miles de millones de dólares y ambas empresas intentaron obtener fondos en el mercado pero no encontraron respuesta en los inversores y el valor de sus acciones cayó de manera más que significativa.

En definitiva, la situación no pudo ser ignorada por el gobierno y el 7 de septiembre de 2008 el director del Federal Housing Finance Agency (FHFA) anunció la decisión de poner bajo un sistema de control y restricción (*conservatorship*) tanto a Fannie Mae como a Freddie Mac, que sería precisamente ejercido por la FHFA. El plan implicaba poner en práctica tres medidas: en primer lugar incrementar la línea de crédito disponible para ambas GSEs por parte de la Tesorería, a fin de aumentar la liquidez del sistema, el derecho de la Tesorería de comprar, al menos parcialmente, el patrimonio de las empresas a fin de suministrarles capital¹⁶ y, finalmente, asignarle un rol consultivo a la Reserva Federal en un sistema regulatorio que se pensaba reformar.

Pero debe tenerse presente, según señalaba Tim Costello (World Vision CEO) *“Any form of regulation needs to be supported by an ethical framework so that a crisis such as this won’t happen again”*. Eso implica considerar que si bien es frecuente que se pretenda hacer frente a una crisis financiera con más regulación, resulta vital considerar el marco ético que la va a condicionar.

¹⁶ La tesorería adquiriría 1000 millones de acciones preferidas en cada empresa sin suministrarles liquidez adicional y proveerles 200 mil millones a cada una para hacer frente a las pérdidas por los *defaults* en las hipotecas. Inicialmente el monto autorizado por el Secretario del Tesoro Paulson era de 100 mil millones para cada empresa. Pero en febrero de 2009 Tim Geithner lo incrementó a 200 mil millones.

El caso AIG

Otro caso paradigmático fue el de AIG (American International Group), probablemente la más grande aseguradora del mundo. La que había acumulado fortunas asegurando *“the concrete and steel of American industry”* para destruir luego todo en la suerte de juego de azar que fue Wall Street.

La empresa había sido creada en 1919 como una agencia de seguros en Shanghai, donde permaneció hasta 1949 cuando, ante el avance del Ejército Revolucionario del Pueblo de Mao Tse Tung, se tuvo que mudar a su actual locación en la ciudad de Nueva York. En el año 1969 las acciones de la empresa salieron al mercado. Y la empresa creció y se desarrolló basada en una política aseguradora muy conservadora, de acuerdo con algunos. Ello le permitió convertirse en el gigante de los seguros, reconocido en todos los países. Ello hace difícil de explicar y entender como pudo llegar a la situación de crisis y bancarrota de la cual tuvo que salvarla el gobierno norteamericano. O tal vez no.

Debe señalarse que ya a comienzos de 2005 AIG se había visto implicada en una serie de investigaciones realizadas por la SEC (Securities and Exchange Commission), el US Justice Department y el New York State Attorney General's Office. Ello era debido a una serie de fraudes. Como consecuencia, el CEO de la empresa Maurice R. “Hank” Greenberg, quien formaba parte de la organización desde 1962 y había sido designado su sucesor por Cornelius Vander Starr fundador de AIG, fue removido del puesto. En su lugar se nombró a Martín J. Sullivan, quien en junio de 2008, ante la evidencia de pérdidas financieras y caída en el precio de las acciones, renunció y fue reemplazado por el presidente del directorio Robert B. Willumstad. Luego del auxilio de 85 mil millones que el 16 de septiembre la Reserva Federal le otorgó inicialmente a AIG, Willumstad fue obligado a renunciar¹⁷ y fue reemplazado por Edward M. Liddy el 17 de septiembre. Ese monto inicial fue luego incrementado hasta la suma de 180 mil millones de dólares por un esfuerzo combinado de la Tesorería y la Reserva Federal. A

¹⁷ El “pedido” fue formulado por el Secretario del tesoro Paulson que intervino en un campo que es habitualmente prerrogativa del directorio, en una clara señal de las nuevas atribuciones del gobierno federal.

cambio de ello el préstamo estaba colateralizado por los activos de AIG, incluyendo los de sus subsidiarias no reguladas, y el gobierno recibía una garantía del 79,9 por ciento en el patrimonio de AIG con el derecho a suspender el pago de dividendos a accionistas titulares de acciones ordinarias y preferidas.

Un punto pertinente para evaluar las connotaciones éticas (o faltas de ética) de este colapso puede estar dado por el hecho de que tan sólo una semana después de formalizado el rescate de la empresa y el aporte de la Reserva Federal, sus ejecutivos participaron de un fastuoso y dispendioso retiro de una semana en el St. Regis Resort, un spa en Monarch Beach (California), a un costo de 440.000 dólares. Esto produjo indignadas reacciones entre el público y los congresistas. Un ulterior aspecto, que también puede arrojar luz adicional sobre la ética de la organización estaría dado por el hecho de que, cuando Martin Sullivan fue removido de su posición de CEO en junio de 2008, le fue asignada una partida de 15 millones de dólares, como compensación (¿indemnización?) por la separación del cargo.

Pero la pregunta que debe ser formulada es la referida a como pudo arribar a esta situación una empresa que era un gigante mundial de los seguros, caracterizada por su política conservadora en esa materia. Y esta es una historia que debe ser analizada en detalle pues es donde las fallas éticas se ponen claramente en evidencia. Es la historia de AIG Financial Products¹⁸.

Bajo la férrea dirección de Maurice “Hank” Greenberg AIG había llegado al pico de su prestigio. Tenía 74 millones de clientes¹⁹ y operaba en más de 130 países con una calificación crediticia AAA. Ciertamente no era considerada innovadora en materia financiera. Y era también muy cuidadosa en materia de distribución de dividendos. Pero Greenberg quería más.

¹⁸ En el desarrollo pertinente se tendrá en cuenta el excelente trabajo presentado en tres partes por los periodistas del Washington Post Robert O’Harrow Jr. y Brady Dennis. Cf. O’Harrow Robert Jr. and Brady Dennis, “The Beautiful Machine”, **The Washington Post**, diciembre 29, 2008; “A Crack in The System”, **The Washington Post**, diciembre 30, 2008; “Downgrades And Downfall”, **The Washington Post**, diciembre 31, 2008.

¹⁹ De los cuales 30 millones estaban basados en Estados Unidos.

Así fue como aceptó reunirse con un grupo de *traders* de la empresa Drexel Burnham Lambert, que operaba en el mercado de los *junk bonds* bajo el liderazgo de Howard Sosin²⁰ un brillante erudito en el área de las finanzas que lo convencieron de entrar en una *joint venture* para involucrarse en los mercados financieros, que parecían ofrecer las mejores oportunidades de obtener significativos beneficios. Así fue como el 27 de enero de 1987 vio la luz AIG Financial Products (AIGFP); probablemente el origen de todos los problemas en los que luego incurrió el gigante de los seguros.

El primer negocio significativo, de alrededor de 1000 millones de dólares, se realizó en julio de 1987 y en sus primeros seis meses de existencia AIGFP obtuvo beneficios por más de 60 millones de dólares. De esos beneficios el 38% iba en forma inmediata a AIGFP y el 62% restante a AIG en el momento en que los beneficios se hicieran efectivos. Con lo cual AIG tenía que hacerse cargo de todos los riesgos y eventuales problemas que pudieran presentarse a lo largo del período de vigencia de los respectivos contratos.

FP fue evolucionando y expandiendo el alcance de su operatoria. En 1990 ya había abierto oficinas en Londres, París y Tokio. Pero las relaciones entre Sosin y Greenberg no eran las mejores. Y sus estilos ciertamente no congeniaban. Y después de varios desencuentros y separaciones transitorias, a partir de marzo de 1993 comenzó una dura batalla que culminó en una ruptura total en agosto del mismo año y Sosin y Rackson se retiraron llevando consigo algunos empleados para iniciar una nueva empresa. Sosin obtuvo la suma de 150 millones como compensación. Más tarde parece que Rackson recibió una parte de dicha suma.

Bajo el control de Greenberg y AIG, Tom Savage fue designado como nuevo presidente de FP y la empresa continuó creciendo y generando ingresos cada vez más abultados, al tiempo que se internaba en el riesgoso e inexplorado territorio de operaciones financieras cada vez más sofisticadas, para avanzar sobre sus competidores que habían logrado duplicar sus

²⁰ Los otros integrantes del grupo fueron Randy Rackson y Barry Goldman. Con posterioridad al acuerdo otros diez colegas de Drexel se les unieron. Entre ellos se encontraba Joe Cassano quien habría de tener un papel preponderante en lo que siguió.

servicios más tradicionales. Todo bajo la atenta mirada de Greenberg y su velada amenaza de lo que podría hacer si emprendieran alguna acción que pudiera afectar la calificación AAA que distinguía a AIG.

En 1998 FP había alcanzado un giro de 500 millones de dólares. Pero en ese año por sugerencia de JP Morgan se metió en un tipo de derivados los *credit default swaps* (CDS) que constituían una suerte de seguros contra el *default* de bonos corporativos. La idea detrás de esa operatoria era que sería extremadamente improbable que AIG tuviera que hacer frente a pagos derivados de la misma. Por lo menos eso era lo que indicaban los modelos computacionales. Y se cobraban muy buenos honorarios. Tanto Savage como Joseph Cassano, uno de los especialistas que Sosin había originariamente reclutado de Drexel Burnham Lambert, que estaba ocupando el cargo COO (*chief operating officer*), apoyaron decididamente esta operatoria permitida por la débil regulación de los derivados. De todos modos Savage, en línea con la política seguida por Sosin, enfatizaba la necesidad de minimizar riesgos. Y eso habría podido cumplirse con los *swaps* que parecían asegurar ingresos sin riesgos asociados.

Estas operatorias fueron creciendo en volumen y diversificando sus características. En algún momento se orientaron a formas más volátiles de derivados, entre ellos la que fue la semilla de su segura caída: los *swaps* de los paquetes de hipotecas que competían con las aseguradoras tradicionales. Pero no seguían el camino del sistema marcado por los fundadores de FP. Y eso preocupaba seriamente a Savage. Pero Cassano era un firme partidario de este tipo de operaciones.

En 2001 Savage se retiró de AIGFP y Joseph Cassano, que en el ínterin había ganado toda la confianza de Greenberg, fue designado CEO a comienzos de 2002 cuando la industria de derivados comenzaba a entrar en un cono de sombras. Sin embargo, en el curso de siete años incrementó el volumen de operaciones vendiendo alrededor de 500 mil millones de CDS de los cuales más del 10% estaban vinculados al mercado de hipotecas *subprime*.

El impresionante desarrollo del mercado de derivados fue posible por una legislación aprobada en los últimos años de la administración Clinton, la **Commodity Futures Modernization Act**. De acuerdo con sus disposiciones se eliminaba todo tipo de regulaciones para los derivados. Esto allanó el camino para el crecimiento que buscaba Cassano y aprobaba Greenberg.

Y este es un punto que debe ser destacado. Greenberg siempre enfatizaba cuanto le interesaba mantener la calificación AAA para AIG. Sin embargo, no tuvo reparos en apoyar las iniciativas de Cassano en la medida que le generaban ingentes ingresos a AIG, y a sus integrantes, por supuesto. Y nuevamente podemos señalar a la codicia como el motor de muchas de las actitudes cuestionables de AIG.

Antes de su caída final AIG se había visto implicada en una serie de investigaciones y denuncias legales, que pueden ser consideradas premonitorias de la misma. Pero, al parecer tampoco se les prestó demasiada atención. En el 2002 el Departamento de Justicia acusó a AIGFP de complicidad con PNC Financial Services para ocultar una serie de activos de mala calidad que figuraban en su contabilidad. Para ello había creado una empresa ficticia para que asumiera a tales activos. Era una clara violación de las leyes vigentes que AIG arregló en el 2004 mediante el pago de una multa de 80 millones de dólares y con la devolución de 45 millones que había cobrado como honorarios e intereses. No hay noticias de que nadie de AIGFP hubiese sido formalmente sancionado por este hecho.

En el curso de 2005 AIG se vio implicada en investigaciones llevadas a cabo por la SEC, el US Justice Department y el New York State Attorney General's Office debido a cuestionables prácticas contables. Como consecuencia del escándalo Greenberg se vio obligado a renunciar y AIG tuvo que pagar una multa de 1600 millones de dólares y algunos de sus ejecutivos enfrentaron cargos criminales. Y ello tuvo un reflejo en AIGFP ya que la calificación de AIG bajó de AAA a AA lo cual obligó a FP a cubrir alrededor de 1000 millones en colateral por los contratos relativos a los CDS. Era la señal de que se aproximaba el fin.

En el mismo año 2005, en el curso de un análisis realizado a la cartera de CDS, se concluyó que contenía una proporción demasiado elevada de hipotecas *subprime* y ello elevaba el riesgo de *default* en caso de caída del mercado de viviendas. A fines de año Cassano decidió que era el momento de no hacer más CDS. Pero nada se podía hacer respecto de los ya emitidos. Sin embargo, todavía en agosto de 2007 Cassano sostenía ante inversores que no vislumbraba posibilidad alguna de que AIGFP tuviera que hacerse cargo ni siquiera de un dólar en cualquiera de esas transacciones. Pero ese mismo mes Goldman Sachs demandó a AIG la suma de 1500 millones de dólares como colateral para cubrir la deuda respaldada por hipotecas que los CDS de AIG habían asegurado. Ello se debía a la caída en la calificación de AIG. Entre octubre y noviembre cayó la cotización de las acciones de AIG y en diciembre Cassano informó que la cartera de *swaps* de FP había perdido 1100 millones de dólares.

En ese mismo período los auditores de AIG, Pricewaterhouse Coopers informaron al CEO Martin Sullivan, sucesor de Greenberg, que existían serias dudas respecto de la real valuación de la cartera de derivados de FP y la aparente reluctancia de Cassano para suministrar información²¹. En el mes de diciembre, en una presentación conjunta, tanto Sullivan como Cassano sostuvieron una vez más su certeza de que no era probable que se incurriera en pérdida alguna en las carteras de derivados.

Dos meses más tarde, en febrero de 2008, AIG informó de una pérdida estimada de 11.500 millones. Al día siguiente se anunció que Cassano había presentado su renuncia y que se retiraría de AIGFP el 31 de marzo. Lo sorprendente del caso es que se le permitió retener la suma de 34 millones recibidos en el curso de 2006 y 2007 como bonificaciones y permanecer como asesor con honorarios de 1 millón de dólares mensuales, que siguió cobrando hasta fines de septiembre de 2008²².

²¹ Un auditor interno, Joseph St. Denis, que había mostrado una seria preocupación respecto de las transacciones con los CDS, fue separado de la empresa por Cassano.

²² Estos datos surgieron posteriormente en el curso de las investigaciones llevadas a cabo por un comité del Congreso. Sullivan dio como explicación el deseo de AIG de “retener los 20 años de conocimiento que Joseph Cassano tenía”.

La crisis final se presentó en septiembre de ese mismo año²³. Una ulterior caída en la calificación de AIG de AA a A demandó un aumento del colateral que no tenía posibilidad alguna de cubrir ni con el efectivo de que disponía ni con la venta de la totalidad de sus activos líquidos. El valor de sus acciones declinó un 95%. Y así fue como la Reserva Federal tuvo que acudir en su auxilio con un crédito de 85 mil millones de dólares, luego que se demostrara la imposibilidad de la empresa de generar los recursos para hacer frente a sus obligaciones. El préstamo de la Reserva Federal estaba colateralizado por todos los activos de AIG, incluyendo sus subsidiarias no reguladas, y las acciones de casi todas sus subsidiarias reguladas. A cambio de las facilidades crediticias otorgadas el gobierno de los Estados Unidos recibía una garantía del 79,9% del patrimonio de AIG con el derecho de suspender todo pago de dividendos correspondientes a las acciones ordinarias o preferidas.

Ese mismo día el directorio de AIG aprobó el préstamo y lo comunicó a la prensa sin hacer referencia a la garantía del 79,9%. Esta, sin embargo, fue comunicada a la SEC el 18 de septiembre. El mismo 17 el CEO Willumstad, quien según vimos había reemplazado a Sullivan, fue obligado a renunciar y en el cargo fue nombrado Edward M. Liddy.

Ese mismo 17 de septiembre AIG hizo uso de 28 mil millones de la facilidad crediticia otorgada por la Reserva Federal. Esa facilidad fue luego ampliada en el curso del mes de octubre en 37 mil ochocientos millones de dólares totalizando un total de 122 mil ochocientos millones, de los cuales al 24 de octubre AIG ya había utilizado 90 mil ochocientos millones.

Algunas observaciones respecto de la situación de AIG y de la intervención del gobierno, por medio de la Reserva Federal, en el auxilio que le prestó a esta empresa. De acuerdo con lo que en definitiva sucedió parecería que nadie en AIG o en FP tenía una clara idea del nivel de riesgo real que implicaban las operaciones de CDS que habían sido realizadas. Y, al parecer,

²³ En rigor de verdad en el mes de junio el Departamento de Justicia había iniciado una investigación respecto de posibles fraudes en AIGFP y además se conocieron cifras relativas a pérdidas financieras que obligaron a Sullivan a presentar la renuncia. Fue reemplazado por Robert W. Willumstad quien era el presidente del directorio de AIG desde el 2006.

menos que nadie Joseph Cassano²⁴. Sin embargo, nunca dudó en seguir adelante con las transacciones que finalmente llevaron a la caída de AIG sosteniendo en todo momento, y casi hasta el final, que no visualizaba posibilidad alguna de que la empresa pudiera enfrentarse con algún tipo de pérdida relacionada con sus inversiones. Y los *traders* de AIG opinaban que realmente Cassano pensaba firmemente eso. No cabía en su pensamiento la idea de poder estar equivocado.

Podría decirse que eso fue en parte herencia de Greenberg cuyo orgullo y arrogancia no le permitían asumir errores ni pensar que otros pudieran superarlo. Ello explica sus desacuerdos con Howard Sosin y su elección final de Joe Cassano como CEO de AIGFP. Cassano, que no tenía los pergaminos académicos de sus predecesores, compartía muchos de los rasgos de Greenberg y, sobre todo, estaba dispuesto a seguir estrictamente sus directivas. Greenberg no podía asumir sus responsabilidades en la caída de AIG. Así fue como antes del *bailout* de la Reserva Federal y cuando se esperaba que AIG podía ir a la quiebra Greenberg mandó una nota al CEO y al Directorio ofreciendo toda su asistencia, que no fue aceptada. Con posterioridad al otorgamiento de las facilidades crediticias, hizo pública una nota en la cual criticaba la medida que, de acuerdo con su punto de vista, implicaba una nacionalización de hecho de AIG que consideraba innecesaria²⁵. Por otro lado, se lamentaba de que la situación hubiese llegado a tales extremos, cosa que consideraba hubiese sido altamente improbable de haber seguido al frente de la empresa. Hay otros que piensan que en los largos años que estuvo al frente de AIG moldeó la empresa a su imagen de modo tal que no pudiese ser dirigida por otras personas.

Llama poderosamente la atención las actitudes de los principales responsables del predicamento en el cual llegó a encontrarse AIG, la absoluta falta de autocrítica por las acciones, riesgos y decisiones tomadas

²⁴ Al menos eso parece indicar algunos de los análisis y encuestas informales realizadas. Cf. Lewis, M., "The Man Who Crashed the World", **Vanity Fair**, agosto 2009.

²⁵ Cf. Ruquet, M.E., "Greenberg Pans AIG "Nationalization", **National Underwriter Life & Health**, 18 septiembre 2008. Al leer este artículo debe tenerse presente que Greenberg continuaba siendo uno de los principales accionistas de AIG.

que llevaron a la empresa al borde de la quiebra. Y si se salvó de la misma fue porque el gobierno, representado por el Secretario del Tesoro Paulson y el presidente de la Reserva Federal Bernanke, ya profundamente preocupados por el colapso sufrido por Lehman Brothers, consideró que dadas las ramificaciones e interrelaciones de AIG en todo el mundo y el efecto global sobre los mercados financieros que podía tener su caída²⁶, decidieron llevar a cabo el plan proyectado. En esa decisión no se tuvieron en cuenta los efectos que el mismo pudiera tener sobre los ingresos de los contribuyentes. Así arriesgaron su dinero para salvar a AIG, y a las otras instituciones que se habían vinculado con la empresa, de sus malas y arriesgadas inversiones.

Además, AIG tenía una cultura organizacional profundamente arraigada en los logros monetarios. Y ni aún después de la crisis pudo despojarse de la misma. El dinero y el poder parecerían haber sido los principales pilares de tal cultura, en la cual no se aceptaba la crítica ni el disenso. Estas características parecen haber sido particularmente aplicables a Joe Cassano. Pero parecería que también fueron adoptadas por Edward W. Liddy, el nuevo CEO nombrado por el gobierno el 17 de septiembre de 2008.

Pero la cultura del dinero se mantuvo aun después del *bailout*. Ya se mencionó que en la semana que siguió al *bailout* los ejecutivos de AIG participaron de un retiro en un lujoso spa de California. Y alrededor del 17 de octubre participaron también en un programado viaje de caza en Inglaterra, unos pocos días después de haber recibido la extensión de 37 mil ochocientos millones de dólares en el préstamo de la Reserva Federal. El 10 de noviembre también concurrieron a otro lujoso resort en Phoenix, Arizona. Claro que se trataba siempre de eventos “ya programados”.

Pero lo que realmente generó una sensación de ultraje e indignación fue la cuestión de los 165 millones que en marzo de 2009 AIG anunció iba a abonar en concepto de bonus ejecutivos en FP. Y eran sólo una parte del total que se estimaba en 450 millones por la unidad financiera y 1.200 millones para

²⁶ La caída de AIG podría haber llevado a la quiebra todas las principales instituciones financieras de los Estados Unidos y unas cuantas en el resto del mundo.

toda la empresa. Como justificación se adujo que se trataba de gratificaciones ya devengadas con anterioridad a la crisis y establecidas en los respectivos contratos. Y se sostenía que eran necesarias a fin de poder retener los mejores talentos para operar la empresa, en beneficio de los contribuyentes de Estados Unidos. Incluso el presidente de los Estados Unidos, que como senador había votado en favor del *bailout* para AIG, manifestó un sentimiento de agravio y su intención de implementar medidas para evitarlo²⁷. Así fue como en el mes de junio designó a Kenneth R. Feinberg con la función explícita de controlar las remuneraciones de los ejecutivos top de las siete empresas que habían sido beneficiadas con importantes préstamos por parte del gobierno federal. Sin embargo, sólo debía intervenir en casos referidos a compensaciones presentes o futuras. De modo que cuando en el mes de julio AIG se preparó para abonar otros 250 millones en bonus retenidos de períodos anteriores Feinberg no tenía atribuciones para intervenir, aunque la empresa buscó de todos modos su aprobación para evitar otra ola de protestas como la producida en el mes de marzo.

De todos modos lo que llama la atención en este asunto de los bonus es la actitud de defensa apasionada de los pagos que fue hecha por muchas personas. Entre las cuales cabe ubicar al CEO Liddy nombrado por el gobierno. En cambio, debe destacarse la actitud del CEO anterior, Robert Willumstad, quien, cuando en septiembre fue obligado a renunciar por el gobierno federal, renunció a un bonus de 22 millones que le debían por anteriores actividades²⁸. Dos eran los argumentos en favor de los pagos. En primer lugar, y como ya se dijo, se mencionaba el hecho de que los mismos correspondían a bonus retenidos de períodos anteriores y, en segundo, se afirmaba que era necesario abonarlos para poder retener ejecutivos valiosos para la empresa. ¡Los mismos ejecutivos que habían llevado a AIG al borde de la catástrofe! Lo más lejos que pudo llegar la empresa es a una

²⁷ Incluso se pensó en gravar con tasas de hasta el 90% los eventuales pagos.

²⁸ Cf. Greycourt & Co., **Op. Cit.**, 2008.

reprogramación de los pagos. Con lo cual en marzo de 2010 otra vez habrá de plantearse el tema.

Otra cuestión que puede resultar de interés está dada por el hecho de que los montos abonados a los ejecutivos de AIG superan ampliamente los abonados por empresas con valores de mercado comparables. Así AIG abonaría bonus en exceso de un millón de dólares a 73 personas de FP (la unidad origen de todos los problemas). En Microsoft ninguno de los cinco ejecutivos mejor remunerados recibieron bonus o salarios en exceso de un millón. Lo mismo fue cierto para Apple. En Google cuatro de los siete principales ejecutivos recibieron bonus de un millón seiscientos mil dólares en el año 2007 que fue un año en que los ingresos de la empresa habían crecido en un 60%.

Los casos Bear Stearns, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Washington Mutual, Goldman Sachs

Otras importantes instituciones habían enfrentado antes el problema de la burbuja financiera. Una de las primeras víctimas probablemente fue Northern Rock, un banco británico de tamaño mediano que requirió asistencia del Banco de Inglaterra. Eso derivó en un pánico entre los inversores que terminó en una corrida bancaria a mediados de septiembre de 2007. A pesar de una inicial renuencia a hacerse cargo del mismo finalmente en febrero del año siguiente el sector público se hizo cargo del mismo, al no haber encontrado ningún comprador en el sector privado.

Las empresas que inicialmente fueron afectadas eran las involucradas en la construcción de viviendas y en los préstamos hipotecarios tales como Northern Rock y Countrywide Financial, ya mencionada con anterioridad. Pero luego el problema se trasladó a aquellas que se habían involucrado en las operaciones de securitización de hipotecas, tales como Bear Stearns. Este banco, con 85 años de antigüedad y 5º en tamaño en los Estados Unidos, entró en una sorprendente espiral hacia el desastre que no tardó más de siete días en manifestarse. Obtuvo en primer lugar apoyo federal pero luego, el 16 de marzo (dos días después de ese rescate) fue adquirida por JP Morgan Chase a un precio de liquidación de 2 dólares la acción. La operación contó con una asistencia de la Reserva Federal, preocupada por el impacto

que su eventual caída podía tener, que debía proveer fondos para cubrir posibles pérdidas de Bear Stearns. Puede señalarse, como un elemento adicional en la evaluación del nivel ético de estas instituciones que, mientras esta empresa caía en picada su *chairman*, como era su costumbre, continuaba compitiendo en un torneo de bridge que se llevaba a cabo en Detroit.

Un poco más tardó en presentarse el drama para la empresa que, de algún modo a través de su logo corporativo (un toro), representaba el optimismo básico de Wall Street. Con la caída de Merrill Lynch un sentimiento de alarma y sorpresa invadió la sociedad. Después de todo esa empresa de 94 años era un símbolo cuya sustentabilidad y permanencia parecían fuera de toda discusión. Era la empresa que había llevado Wall Street a Main Street. Steve Fraser, un historiador de Wall Street, sostuvo que aún en los mercados volátiles y especulativos que estaban caracterizando la economía de los Estados Unidos no se esperaba que Merrill Lynch sufriera de un grado tal de vulnerabilidad²⁹.

A mediados de septiembre, al tiempo que se producía la caída de Lehman Brothers, y luego de incurrir en pérdidas de 45 mil millones en sus inversiones en hipotecas, Merrill Lynch aceptó ser adquirida por el Bank of America para evitar un destino similar. El trato fue concretado por 50 mil millones por parte de su CEO y *chairman* John A. Thain en menos de 48 horas.

Posiblemente el evento más traumático de toda esta secuela de hechos está dado por el derrumbe de Lehman Brothers. Esta institución de 158 años de vida era el 4º banco de inversión en los Estados Unidos y sucumbió a la crisis de las hipotecas *subprime* y de los derivados vinculados a las mismas, que había contribuido a difundir. En efecto, sus responsables estaban convencidos por estudios matemáticos y probabilísticos que, de acuerdo con las estadísticas, siempre se obtendrían beneficios de inversiones en los mercados de viviendas, dado que, desde la gran depresión, no se había

²⁹ Cf. Fraser, S., **Wall Street: America's Dream Palace**, Yale University Press, 2008.

producido una caída en sus precios. Y las probabilidades habían sido calculadas sobre la base del pasado. Y cuando en el 2007 comenzaron a declinar esos precios los bancos se enfrentaron a una situación imprevista agravada por el hecho de que muchos tomadores de préstamos eran también *subprime*. Pero los bancos no temían prestar pues estaban cubiertos, o pensaban que lo estaban, por los seguros provistos por los CDS. Y Lehman había jugado fuerte en ese sector y había tomado prestado también fuerte para realizar sus operaciones³⁰. Y cuando se enfrentó con importantes pérdidas en esas operatorias sus prestamistas dejaron de confiar y pretendieron retirar sus acreencias. Pero Lehman no estaba en condiciones de reintegrarles los préstamos. No era la primera vez que la empresa se enfrentaba con dificultades, pero las del 2008 no tenían precedentes. De acuerdo con Bloomberg su deuda habría ascendido a 613 mil millones. Y cuando las noticias se hicieron públicas el 15 de septiembre y las conversaciones con Barclays y el Bank of America no llegaron a buen fin, sus acciones cayeron un 92% respecto de su valor del 12 de septiembre. Al final, ante la negativa del gobierno federal de hacerse cargo del problema, el 15 de septiembre Lehman tuvo finalmente que presentar su quiebra³¹, que se estima habría sido la mayor de un banco de inversión desde el colapso producido 18 años antes por Drexel Burnham Lambert.

Después del colapso de Lehman, y como una consecuencia ciertamente no deseada, el 25 de septiembre se produjo la caída de Washington Mutual (WaMu) uno de los mayores bancos y prestamistas en el sector de las hipotecas. Hacía semanas que la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro habían estado nerviosos acerca del eventual destino de WaMu, probablemente una de las instituciones más golpeadas por la crisis de las viviendas. WaMu insistía públicamente que no tenía problemas y habría de permanecer independiente pero, por otro lado, había contratado Goldman Sachs para que identificara posibles interesados para hacerse cargo. Pero

³⁰ Tenía una relación deuda- patrimonio (debt equity ratio) de 35 a 1.

³¹ De acuerdo con la protección establecida en Nueva York por el capítulo 11.

nadie apareció³². Con la caída de Lehman Brothers se desató el pánico y los clientes comenzaron a retirar sus depósitos. Y allí se produjo la intervención del gobierno federal.

Buena parte de las acciones del gobierno se produjeron a espaldas de las autoridades de WuMu. Finalmente el 25 de septiembre³³ le fue comunicado a JPMorgan que era el probable ganador. Este acuerdo fue un duro e inesperado golpe para el directorio de Washington Mutual que no se lo esperaba.

WuMu era probablemente la mayor institución de ahorro y préstamo del país y tenía como objetivo convertirse en el “Wal-Mart” de la banca. Y así se convirtió en el sexto banco de los Estados Unidos. Ante la caída en el mercado de viviendas y en los préstamos sobre tarjetas de crédito WuMu comenzó a buscar infusiones de nuevo capital. JPMorganChase inició contactos pero su oferta inicial fue rechazada. Finalmente logró su objetivo con la intervención de los reguladores federales. Así pudo tomar posesión de agencias en California y otras localidades donde no tenía presencia, al tiempo que anunciaba su propósito de cerrar un 10% del total de agencias combinadas (5400) en localidades como New York y Chicago donde WuMu competía con JPMorgan.

En este caso no puede sino llamar la atención el doble estándar aplicado, igual que en el caso de Lehman, respecto de otras situaciones como las de AIG, Goldman Sachs y Morgan Stanley para las que fueron adoptadas medidas estabilizadoras de emergencia. Se dijo que el gobierno no estaba en condiciones de hacerse cargo de WuMu pues el fondo de seguros de los depósitos no tenía suficientes recursos para hacer frente a la posible quiebra de la institución.

Goldman Sachs y Morgan Stanley fueron por décadas estrellas rutilantes en el firmamento de Wall Street que, al principio, parecieron inmunes a los

³² Cf. Dash, E. y Sorkin, A.R., “Government Seizes WaMu and Sells Some Assets”, **The New York Times**, 26 septiembre 2008.

³³ El día anterior habían sido solicitadas ofertas formales por escrito.

avatares de los mercados financieros y a las crisis de la hipotecas *subprime*. Pero así no habría de ser.

Goldman Sachs fue fundada en 1869 y se desarrolló como un banco de inversión. Se entendía que sus banqueros eran los más inteligentes y sus *traders* los mejores del mercado. Esto, sin duda, despertaba la envidia y el resentimiento de otros operadores en el mercado. Además, al comienzo de la crisis Goldman parecía estar capeando bastante bien el temporal. Incluso a lo largo del fatídico 2008. Hasta el mes de septiembre de ese año pareció mostrar beneficios modestos pero positivos. Pero algunos sostienen que, en buena medida, tales resultados pueden ser atribuidos a un hecho no casual. Goldman era probablemente quien tenía la mayor exposición con AIG³⁴. Cuando se produjo el *bailout* de esta institución por parte del gobierno federal ello tuvo dos efectos contrapuestos sobre la situación de Goldman. Por un lado, inversores y clientes temerosos se retiraron de la institución ante la eventual perspectiva de que ni todo el prestigio podría salvarla de una caída³⁵. Pero, por otra parte, Goldman fue uno de los mayores receptores de los fondos que AIG había recibido del gobierno. Se estima que recibió 12.900 millones de dólares. Pagos similares fueron hechos por AIG al Société Générale y al Deutsche Bank. Y algo menores a Barclays, Merrill Lynch y UBS.

Todo ello despertó una gran controversia referida al hecho de si se habían utilizado fondos de los contribuyentes estadounidenses para beneficiar a Goldman y a otros bancos. Y la sospecha, prácticamente certeza, que buena parte de los fondos habían sido utilizados para el pago de salarios y beneficios a los empleados³⁶. Además, no se podían evitar las sospechas de

³⁴ Aunque Goldman Sachs siempre sostuvo que dicha exposición era "no material" dado que la empresa estaba protegida por *hedges* (en la forma de CDS) y por colaterales. No fue necesario recurrir a los mismos cuando se produjo el *bailout* de AIG.

³⁵ Los temores estaban incentivados por la reciente caída de Lehman Brothers.

³⁶ Algunos de los cuales habían sido los autores de las operatorias que habían llevado al desastre.

conflicto de intereses dadas por el hecho de que el entonces Secretario del Tesoro Henry Paulson había sido CEO de Goldman Sachs³⁷.

Finalmente, cuando todos esperaban que habrían de superar la crisis sin ulteriores cambios³⁸, ante el creciente retiro de fondos por parte de sus clientes, tanto Goldman Sachs como Morgan Stanley, los dos últimos grandes bancos de inversión sobrevivientes de la crisis, tuvieron que adoptar la decisión de convertirse en bancos comerciales sujetos a una considerablemente mayor regulación por parte de la Reserva Federal³⁹. De este modo cambió para siempre la estructura de Wall Street, aunque tal vez no se modificaron los principios subyacentes al comportamiento de sus actores y los valores (?) que parecerían orientar su accionar. De todos modos, la movida de Goldman Sachs y de Morgan Stanley marcó sin dudas el fin de una era en Wall Street⁴⁰.

Para hacer frente a los problemas planteados a las instituciones que no habían recibido *bailout*, debido a la presencia en sus carteras de activos ilíquidos, de dudosa cobrabilidad y con valores declinantes, el secretario del Tesoro Henry Paulson propuso, luego de discutirlo con Ben Bernanke de la Reserva Federal, Chris Cos de la SEC y con líderes del Congreso, la implementación de lo que luego se conoció como TARP (*troubled asset relief program*) que tenía como finalidad que el Departamento del Tesoro comprase o asegurase esos activos ilíquidos (o tóxicos) de los balances de las

³⁷ Otros importantes funcionarios del gobierno como Robert Rubin y Lawrence Summers (actual Chief Economic Adviser del Presidente Obama) estuvieron vinculados con Goldman Sachs. Y lo que parece más serio, Summers, Rubin y Alan Greenspan se opusieron exitosamente a los esfuerzos de Brooksley Born, que estaba a cargo de la Commodity Futures Trading Comisión, tendientes a regular el mercado de derivados. Born tuvo que renunciar a su cargo y fue sucedida por Gary Gensler, anterior ejecutivo de Goldman Sachs.

³⁸ Dado que habían mostrado beneficios en sus últimos informes.

³⁹ Ambos deberán transitar por una etapa intermedia antes de convertirse en bancos totalmente regulados pues no se encuentran en condiciones de reducir en forma inmediata el monto que podrían tomar prestado en relación con sus activos. Cf. White, B., "Starting a New Era at Goldman and Morgan", **The New York Times**, 23 septiembre 2008.

⁴⁰ Se ha señalado que los bancos comerciales generan beneficios más modestos y remuneraciones más reducidas para sus ejecutivos de alto nivel.

instituciones afectadas⁴¹. El objetivo sería el de restaurar la fortaleza del sistema financiero. El monto asignado al TARP era de 700 mil millones Y podían destinarse a la compra de activos vinculados con las viviendas y con los derivados basados en los préstamos hipotecarios. Fueron favorecidas las instituciones que se consideró tenían mayores posibilidad de sobrevivir. Su identificación parecería haber sido bastante discrecional. Entre los mayores beneficiarios encontramos Citigroup, Bank of America, AIG, JPMorgan Chase, Wells Fargo, General Motors, Goldman Sachs, Morgan Stanley. Pero la forma en que esto fue llevado a cabo despertó muchas controversias. La primera, no menor, se refería al uso bastante arbitrario que hicieron las instituciones de los fondos recibidos⁴².

Los casos Madoff y Stanford

Estos casos no pueden ser ubicados como de violaciones de algún tipo de ética sino, directamente, como casos de delincuencia. Y sus autores lo están pagando. De todos modos vale la pena analizarlos brevemente, dado que salieron a la luz en el contexto determinado por la crisis financiera.

Bernard Madoff fue fundador en 1960 de una empresa de Wall Street: Bernard L. Madoff Investment Securities LLC. Esa empresa fue una de las principales del mercado financiero hasta que se produjo el arresto de su fundador en 11 de diciembre de 2008. La empresa se fue desarrollando exitosamente hasta ocupar un lugar importante en el mercado. Debido al hecho de que desde el comienzo adoptó las nuevas tecnologías, Madoff llegó a ser, en los primeros años de los noventa, cabeza del Nasdaq, por un período de tres años. Realizó muchas actividades de filantropía conjuntamente con su esposa. Era un ciudadano ampliamente conocido y respetado y numerosas personalidades “invertieron” importantes sumas en su empresa. Hasta empleados de su empresa invirtieron en la misma y no fue

⁴¹ Es interesante observar que en su presentación del proyecto Paulson hizo un muy ajustado diagnóstico de la situación, con referencia al “*irresponsible lending*” y al “*irresponsible borrowing*”. Cabe preguntarse porque ese análisis no fue realizado mucho antes para permitir medidas correctivas previas a la crisis.

⁴² Ello hizo muy difícil poder realizar un seguimiento de los fondos y determinar la efectividad del TARP. Además del hecho de que las instituciones beneficiadas no se sintieron en la obligación de reducir las compensaciones y los bonus de sus ejecutivos.

por los altos rendimientos sino por el hecho de buscar la seguridad que podía brindarles una persona que conocían y en la cual confiaban. De ese modo, casi hasta el final, el dinero siguió llegando de inversores que no sospechaban.

Pero el “Bernie” que creían conocer de hecho no existió nunca. Desde el año 1991 Madoff, de acuerdo con sus propias declaraciones ante los tribunales, empezó a aplicar un esquema Ponzi y, desde ese momento, nunca llegó a hacer una inversión legítima con el dinero de sus clientes, que seguía llegando. Recuérdese que el esquema Ponzi⁴³ es una operación de inversión fraudulenta en la cual los intereses o rendimientos son generados por el dinero aportado por posteriores inversores. Este esquema se sostiene mientras se mantenga la corriente de nuevos inversores y hasta el momento en que los pagos a realizar comiencen a superar los fondos disponibles provenientes de las nuevas inversiones⁴⁴.

De acuerdo con un psicólogo forense⁴⁵ Madoff tenía un tipo de personalidad psicopática cercana a la de los criminales seriales que piensan que nunca pueden fallar⁴⁶. Y esto se mantuvo hasta diciembre del 2008. Pero ya Madoff se había dado cuenta que el fraude no podía seguir y le confesó a antiguos empleados de su empresa, incluyendo a sus hijos, el verdadero estado de situación. Estos se contactaron con las autoridades y al día siguiente agentes del FBI arrestaron a Madoff y le imputaron una serie de fraudes. En la audiencia del 12 de marzo Madoff se declaró culpable de 11 crímenes federales. El monto defraudado parece alcanzar los 65 mil millones y debe señalarse que su autor no buscó acuerdo alguno. Aceptó la culpabilidad total

⁴³ El esquema fraudulento de Ponzi se denomina así por Charles Ponzi, un empleado de Boston de origen italiano quien fue el primero en pergeñar tal estafa en 1919.

⁴⁴ Cf. <http://www.investopedia.com/terms/p/ponzi-scheme.asp>

⁴⁵ Se trataba de J. Reid Meloy autor de un libro de texto de 1988 **The Psychopathic Mind**. De todos modos el Dr. Meloy advierte que no podría hacer un diagnóstico clínico por no haber entrevistado personalmente a Madoff. Pero identificaba en su comportamiento algunos rasgos típicos de esos pacientes.

⁴⁶ Cf. Creswell, J., y Landon Thomas Jr., “The Talented Mr. Madoff”, **The New York Times**, 25 enero 2009.

de lo operado y no cooperó en nada con las autoridades. Algunos dicen que fue por no tener que nombrar eventuales cómplices⁴⁷.

El 29 de junio de 2009 Madoff fue sentenciado a 150 años de prisión⁴⁸. Y el juez declaró que, a su entender, Madoff no había hecho o dicho todo lo que correspondía. Su evidente intención fue no implicar a otros.

En una entrevista posterior a la sentencia, mantenida en la cárcel con dos abogados que le iban a iniciar otro juicio en nombre de inversores estafados, Madoff manifestó su sorpresa por el hecho de que su esquema no hubiera sido descubierto antes. Y señaló que, en muchas ocasiones, pensó que funcionarios de la SEC lo habían desenmascarado. Pero no fue así.

Un caso similar, pero no tan publicitado, fue el de “Sir” Robert Allen Stanford. También fue un prominente financista y filántropo. Poseedor de doble nacionalidad, Estados Unidos y Antigua y Barbuda, fue honrado con el título de caballero en 2006 y como tal era conocido en la sede de sus operaciones en Antigua.

Nacido en Texas, fue el fundador del Stanford International Bank, una entidad off-shore basada en Antigua⁴⁹ que integraba el Stanford International Group. Sus actividades estaban siendo investigadas por la SEC desde tres años antes que el esquema de Ponzi de Madoff saliera a la luz en diciembre 2008. El mayor elemento de sospecha se originaba en los altos rendimientos⁵⁰ que de manera consistente le abonaba a sus depositantes. Finalmente el 17 febrero de 2009 agentes federales hicieron una incursión en las oficinas de Stanford Financial y la SEC acusó a Stanford de haber pergeñado una operación masiva de fraude que habría alcanzado los 8 mil millones. El 27 del mismo mes la SEC acusó a Stanford y sus cómplices de operar un esquema Ponzi masivo. Stanford siempre negó haber realizado cualquier tipo de

⁴⁷ Entre los cuales podría haber estado incluida su esposa, como suponen muchos.

⁴⁸ Al escuchar la sentencia Madoff le pidió perdón a sus víctimas. Y dijo *“I have left a legacy of shame, ... as some of my victims have pointed out, to my family and my grandchildren. This is something I will live for the rest of my life. I’m sorry”*.

⁴⁹ Inicialmente localizado en la isla de Montserrat con el nombre de Guardian International Bank, se mudó a Antigua y tomó el nombre presente.

⁵⁰ Notoriamente superiores a los abonados en el mercado.

actividad no legal sosteniendo que sus empresas habían sido bien manejadas hasta el momento que la SEC intervino y las destruyó. Tampoco aceptó haber jamás implementado un esquema Ponzi. Finalmente el 18 de junio Stanford fue tomado en custodia por agentes del FBI y pocos días después apareció ante una corte en Huston y el juez fijó el 28 de agosto como fecha para el juicio, que incluye otros cuatro acusados.

Algunas conclusiones

¿Cual sería la evaluación que puede derivarse a partir del necesariamente sintético análisis que se ha presentado de la crisis financiera? Hubo, por cierto, muchos factores concurrentes para explicar, aunque sea en forma parcial, la crisis que se presentó y que, tal vez, podría haber sido prevista.

Dejando de lado los factores económicos ya mencionados: pobres controles de los riesgos sistémicos, demasiado apalancamiento y el ignorar la burbuja que se estaba formando, así como las políticas monetarias y fiscales expansivas implementadas por el gobierno, resulta claro que otros elementos fueron principales disparadores de la crisis. Los factores económicos ciertamente estuvieron presentes pero esto solo no alcanza para constituir una explicación suficiente del alcance y profundidad de la crisis. A lo sumo esos factores pueden explicar el contexto que permitió que la crisis se iniciara y desarrollara.

Sin embargo, no puede dejar de señalarse que hoy buena parte de la reputación de la ciencia económica está cuestionada y atraviesa una crisis propia. Tal vez sea exagerado sostener que la economía como un todo está desacreditada, o como dijera Paul Krugman (Premio Nobel de Economía 2008) que en los últimos treinta años la macroeconomía había sido *“spectacularly useless at best, and positively harmful at worst”*⁵¹. Pero no cabe duda que ciertas partes de la ciencia económica demandan un severo reexamen. En particular la macroeconomía y la economía financiera. Sin embargo, no deben tampoco igualarse los errores cometidos por personas con errores en la ciencia. Y en lo sucedido los aspectos humanos fueron los

⁵¹ Cf. **The Economist**, 16 de julio 2009.

más relevantes. Aspectos que se reflejaron en el comportamiento de sus protagonistas.

Ya en el curso del presente ensayo se han detallado las principales fallas éticas de los protagonistas del desastre. La codicia desmesurada parece haber sido el mínimo común denominador. La codicia que pareció hacer presa tanto de los grandes como de los pequeños. Las grandes instituciones y bancos de inversión, los CEO con extravagantes remuneraciones y bonus que recibían mientras llevaban sus instituciones hacia las caídas más catastróficas. Es paradigmático observar que los mayores beneficios fueron obtenidos por los ejecutivos de las empresas que estuvieron en peores condiciones (Lehman, Bear Stearns, AIG). Esos mismos directivos que contribuían generosamente a ciertas personas y/o campañas pues esperaban recibir luego retribución por tales favores y que arruinaron sus empresas, a los empleados que perdieron sus empleos y a los clientes que perdieron su dinero. Debe señalarse también la absoluta falta de responsabilidad con que manejaron sus carteras, otorgando préstamos a cualquiera en forma indiscriminada, sin exigir el habitual pago inicial y a tasas ajustables. Si los tomadores no podían pagar tomaban la vivienda y la ponían en venta en el mercado, sin preocuparse por la situación en que podían quedar los tomadores de los préstamos. En la mayoría de los casos no se preocupaban por el riesgo, que ciertamente era subvaluado, pues transferían las hipotecas en los paquetes de derivados que armaban.

Pero también los pequeños hicieron gala de una más que considerable codicia. Muchos tomaban préstamos que objetivamente no podían pagar⁵². En algunos casos era por falta de conocimiento por la asimetría de información. Pero en otros pensaban que los precios seguirían subiendo y podrían ganar dinero en una transferencia. O tomar un préstamo adicional.

⁵² Como señalaba Michael Lewis, en un ensayo sobre la crisis, en Bakersfield, California, un recolector de frutillas con un ingreso anual de 14.000 dólares y sin conocimientos de inglés, obtuvo un préstamo por el monto total del precio de una vivienda de U\$S 720.000. Cf. Lewis M., "The End of Wall Street Boom", Portfolio.com. (citado en Friedman, T.L., "All Fall Down", **The New York Times**, 26 noviembre 2008.

Por su lado, también contribuyeron las agencias calificadoras que ponían altas calificaciones a empresas que no lo merecían Y nadie miraba ni controlaba de donde salían tales informes. Pero recibían jugosos honorarios por ese trabajo⁵³.

Estos ejemplos parecen apuntar a situaciones que, en muchos casos, van más allá de la codicia y se acercan bastante a la corrupción. Además, en todo este lamentable proceso se observa una absoluta falta de liderazgo por parte de quienes tenían la responsabilidad de asumirlo. Es condición del líder poseer integridad. E integridad no había. Ejemplos destacados de esto pueden ser los casos de Greenberg que tenía la arrogancia y suficiencia que le permitían suponer que sólo él estaba en condiciones de dirigir AIG. Y Joe Cassano, de quien, al parecer, no puede decirse que fuera particularmente codicioso de bienes materiales⁵⁴ pero que parecía no poder aceptar sus equivocaciones o las sugerencias de otros⁵⁵, que tal vez manejaban ciertos temas con mayor conocimiento.

Y, en cuanto a algunos ejemplos de comportamientos individuales, de los que puede decirse que fueron más allá de la irresponsabilidad y la arrogancia pueden mencionarse dos. Uno es el caso de Dick Fuld, CEO de Lehman Brothers que nunca reconoció haberse equivocado ni mostró arrepentimiento alguno a pesar de haber liderado la mayor quiebra en la historia de los Estados Unidos⁵⁶ que condujo a un pánico financiero sin precedentes. De hecho transfirió buena parte de la culpa al Congreso y a los reguladores financieros insistiendo con que sus decisiones previas a la quiebra habían sido *“both prudent and appropriate”* dada la información de la que se disponía. Poco tiempo después, el 10 de noviembre, vendió a su esposa Kathleen por 100 dólares la mansión con frente a la playa en Marin County, estado de Florida. Algunos entendieron esta transferencia como un intento de

⁵³ Puede mencionarse en particular el caso de Moody que ganó mucho dinero calificando los CDO (collateralized debt obligations).

⁵⁴ Como parecían demostrarlo su ropa y su auto.

⁵⁵ Con la excepción de Greenberg, por supuesto.

⁵⁶ Que se calcula en 613 mil millones de dólares.

poner algunos activos fuera del alcance de posibles juicios por parte de inversores enfurecidos⁵⁷.

Otro caso emblemático de irresponsabilidad fue Jimmy Caine, CEO de Bear Stearns quien, como ya se mencionara, estaba jugando un campeonato de bridge cuando en julio de 2007 colapsaron los *hedge funds* de la empresa. Y nuevamente la crisis de liquidez que llevó a la venta a J.P. Morgan lo encontró también ocupado en los mismos menesteres.

Todas estas situaciones llevan a plantearse serias dudas acerca del hecho de si no podrían volver a repetirse las circunstancias que llevaron a la crisis. Podría ser que, eventualmente, los aspectos económicos que determinaron el contexto que favoreció los comportamientos faltos de ética se modifiquen para que no vuelva a generarse un escenario tal como aquel que fue descrito en páginas anteriores⁵⁸. Pero ¿podría sinceramente afirmarse que las personas han cambiado? ¿Que ya la codicia no sería un rasgo distintivo y determinante de su comportamiento? Algunos de los hechos descriptos arrojan un manto de duda al respecto. Uno, por cierto no menor, es el referido a los bonus y a la renuencia que mostraron las instituciones, y sus integrantes, a dejar de pagarlos. De hecho muchas instituciones que recibieron ayuda del TARP comenzaron a reintegrar los fondos recibidos para quedar liberados y poder pagar de nuevo los extremadamente generosos bonus a sus ejecutivos. Y ello a pesar de que en el Congreso se presentó un proyecto con una serie de regulaciones relativas a las remuneraciones para un amplio conjunto de instituciones financieras⁵⁹.

Además debe señalarse que, a casi un año del colapso del sistema financiero de los Estados Unidos, puede observarse que bancos que ya eran muy grandes y que fueron auxiliados por gobierno, ante el temor del efecto que

⁵⁷ Cf. Seb, Christine, "Lehman Brothers' Richard Fuld 'sold' mansion to wife for \$ 100", **Times Online**, enero 27, 2009.

⁵⁸ Cf. Collyns, C., "The Crisis through the Lens of History", **Finance & Development**, diciembre 2008.

⁵⁹ Que no contaría con la aprobación del gobierno del presidente Obama que parecería aceptar el principio (ahora obsoleto) de que "*What is good for Wall Street is good for America*" Cf. Krugman, P., "Rewarding Bad Actors", **The New York Times**, 3 agosto 2009.

una caída de instituciones tan importantes podría tener para el entero sistema financiero, parecen haber crecido aún más y haberse vuelto más interconectados⁶⁰. Y ello puede aumentar el riesgo en dos aspectos. Por un lado, los consumidores tendrán menos posibilidades de elección y, por otro, esos bancos podrían presumir que pueden volver a su previa conducta riesgosa y codiciosa si esperan contar de nuevo con el respaldo del gobierno federal. Esto estaría generando un problema de “*moral hazard*” pues los “*bailouts*” federales pueden conducir a esas instituciones a esperar salvatajes del gobierno sea cual fuere su comportamiento.

Es interesante notar que muchos parecieron aceptar que buena parte de la culpa de lo ocurrido podía atribuirse a las escuelas de negocios y al tipo de enseñanza que allí se impartía a los MBAs. En particular aparece entre los acusados la Harvard Business School, de la cual se graduaron algunos de los principales protagonistas de la crisis⁶¹. Los cargos que se les formulan se refieren al excesivo individualismo que ignora el hecho de que todos somos parte de una totalidad ante la cual deberían rendirse cuentas. Y que el éxito individual no debería lograrse a expensas del fracaso de la mayoría. Y debe señalarse que no han mostrado ningún tipo de autocrítica y menos aún modestia o remordimiento.

Aunque es cierto que el problema de las hipotecas *subprime* fue el elemento disparador de la crisis, otras cuestiones de carácter más estructural e institucional crearon el marco adecuado para que la misma se pudiese presentar y multiplicar del modo que lo hizo. Nos referimos a cuestiones como la pobre gestión del riesgo, a problemas de regulación y transparencia, a la forma de funcionamiento de los mercados. En definitiva, nos estaríamos refiriendo al funcionamiento del sistema capitalista.

Como señalaba David Skeel, profesor de derecho empresario en la Universidad de Pennsylvania, en un foro organizado por la Universidad sobre

⁶⁰ A pesar de la existencia de una regla que no lo permitiría a JP Morgan Chase, Bank of America y Wells Fargo les ha sido permitido mantener más de un 10% (cada uno) del total de los depósitos del país, Cf. Cho, D., “Banks ‘Too Big to Fail’ Have Grown Even Bigger”, **The Washington Post**, adoto 28 de 2009.

⁶¹ Cf. Broughton, P.D., “Harvard’s masters of the apocalypse”, **Timesonline**, 1º marzo 2009.

el tema “After the Fall: A World Transformed?”⁶²: “*Our financial services regulation is not prepared to deal with this kind of crisis*”. Enfatizaba la necesidad de establecer un sistema regulatorio que impidiera que se presentara una nueva crisis en el plazo de 10 o 15 años. En el mismo sentido Harold Cole, profesor de economía, añadía “... *We want to go back to trying to put in place a fairly stark regulatory structure for our financial markets*”.

Puede ser ciertamente pertinente mencionar como colofón las palabras del Papa Benedicto XVI. En una carta dirigida al Primer Ministro del Reino Unido Gordon Brown, el 30 de marzo, en vísperas de la reunión en Londres del G20, puntualizaba que “Las crisis financieras estallan cuando —en parte por la falta de una conducta ética correcta— los que trabajan en el sector económico pierden la confianza en los instrumentos y en los sistemas financieros. Sin embargo, las finanzas, el comercio y los sistemas de producción son creaciones humanas contingentes que, si se convierten en objeto de fe ciega, llevan consigo las raíces de su propio fracaso. ... Por esta razón, todas las medidas propuestas para frenar la crisis, en definitiva, deben tratar de ofrecer seguridad a las familias y estabilidad a los trabajadores y, a través de reglas y controles apropiados, restablecer la ética en el mundo de las finanzas.” Y añadía que “Si un elemento clave de la crisis es un déficit de ética en las estructuras económicas, esta misma crisis nos enseña que la ética no es “externa” a la economía, sino “interna”, y que la economía no puede funcionar si no lleva en sí un componente ético.” Señalaría luego, en otro documento, la necesidad de repensar ciertos paradigmas económicos y financieros dominantes, tanto en el mundo industrializado como en los países en desarrollo, con un objetivo orientado a la búsqueda de un modelo basado en valores y reglas que pudiesen evitar que se repitiese situaciones como las descritas⁶³.

⁶² Cf. **Knowledge@Wharton**, 4 marzo 2009
<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=2171>

⁶³ Cf. Benedicto XVI,
http://www.vatican.va/holy_father/benedict_xvi/letters/2009/documents/hf_ben-xvi_let_20090330_gordon-brown_it.html;
http://www.vatican.va/holy_father/benedict_xvi/speeches/2009/june/documents/hf_ben-xvi_spe_20090613_centesimus-annus_it.html

Es una controversia conocida en el campo de la ética en los negocios la referida al papel que debería jugar la ética en los negocios. De acuerdo con el punto de vista presentado por Solomon que, seguramente, es el más aceptado, se sostiene que no existe conflicto entre el comportamiento ético y el éxito en los negocios y que la ética en los negocios no es simplemente ética aplicada al negocio sino que constituye el fundamento del mismo. El negocio ganaría con la competencia pero habrá de sobrevivir gracias a la ética y que nada resulta tan pernicioso para el negocio como una imagen desgastada frente al público⁶⁴. El punto de vista opuesto es sostenido por Carr para quien los negocios y la ética constituyen dimensiones distintas, análogas a la ética personal de un individuo y el comportamiento que el mismo puede tener en una mesa de póquer⁶⁵. De acuerdo con esta propuesta, que ciertamente no cuenta con la adhesión de la mayoría de autores que escriben sobre el tema de la “ética en los negocios”, hacer negocios no tiene nada que ver con la ética privada ya que el objetivo sería obtener el mayor beneficio en el largo plazo y que, como en el juego, para lograrlo se acepta que el engaño es parte del mismo y nadie lo cuestiona.

Una convincente respuesta a estas proposiciones la dio Norman Gillespie⁶⁶ quien sostuvo que los estándares morales normales también se aplican a situaciones de negocios. Y que los negocios no son un juego ya que las vidas de las personas, su bienestar y su futuro dependen de como los negocios son llevados. De modo que la sociedad tiene un interés legítimo en estas cuestiones que no puede ser discutido. Y esto resulta particularmente relevante en relación con la crisis financiera y sus consecuencias.

⁶⁴ Cf. Solomon, R.C., “It’s Good Business” en **The New World of Business**, Rowan and Littlefield Publishers, 1994.

⁶⁵ Cf. Carr, A., “Is Business Bluffing Ethical?”, **Harvard Business Review**, enero-febrero 1968.

⁶⁶ Cf. Gillespie, N. C., “The Business of Ethics”, **University of Michigan Business Review**, Vol. 27, N°6, 1975.

R eferencias bibliográficas

- Benedicto XVI, **Cartas y Discursos**, 2009,
http://www.vatican.va/holy_father/benedict_xvi/letters/2009/documents/hf_ben-xvi_let_20090330_gordon-brown_it.html;
http://www.vatican.va/holy_father/benedict_xvi/speeches/2009/june/document_s/hf_ben-xvi_spe_20090613_centesimus-annus_it.html
- Broughton, P.D., “Harvard’s masters of the apocalypse”, **Timesonline**, 1º marzo 2009.
- Carr, A., “Is Business Bluffing Ethical?”, **Harvard Business Review**, enero-febrero 1968.
- Cho, D., “Banks ‘Too Big to Fail’ Have Grown Even Bigger”, **The Washington Post**, adoto 28 de 2009.
- Collyns, C., “The Crisis through the Lens of History”, **Finance & Development**, diciembre 2008.
- Couper, E.A., Hejkal, J.P. y Colman A.L., “Boom and Bust in Telecommunications”, **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, Vol. 89/4, Fall 2003
- Creswell, J., y Landon Thomas Jr., “The Talented Mr. Madoff”, **The New York Times**, 25 enero 2009.
- Dash, E. y Sorkin, A.R., “Government Seizes WaMu and Sells Some Assets”, **The New York Times**, 26 septiembre 2008.
- Fraser, S., **Wall Street: America’s Dream Palace**, Yale University Press, 2008.
- Friedman, T.L., “All Fall Down”, **The New York Times**, 26 noviembre 2008.
- Gillespie, N. C., “The Business of Ethics”, **University of Michigan Business Review**, Vol. 27, N°6, 1975.
- Greycourt & Co., “The Financial Crisis and the Collapse of Ethical Behavior”, **Greycourt White Paper N° 44**, 2008
- Kidder, R., **An Agenda for the 21st Century**, MIT Press, 1987
- Kidder, R.M., “Ethics is not optional”, **Association Management**, Washington, diciembre 2001
- Kidder, R.M., **Moral Courage**, HarperCollins, 2006
- Knowledge@Wharton**, 4 marzo 2009
<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=2171>
- Krugman, P., “Rewarding Bad Actors”, **The New York Times**, 3 agosto 2009.
- Lewis M., “The End of Wall Street Boom”, **Portfolio.com**.
- Lewis, M., “The Man Who Crashed the World”, **Vanity Fair**, agosto 2009
- O’Harrow Robert Jr. and Brady Dennis, “The Beautiful Machine”, **The Washington Post**, diciembre 29, 2008; “A Crack in The System”, **The Washington Post**, diciembre 30, 2008; “Downgrades And Downfall”, **The Washington Post**, diciembre 31, 2008

Ruquet, M.E., "Greenberg Pans AIG "Nationalization", **National Underwriter Life & Health**, 18 septiembre 2008.

Seb, Christine, "Lehman Brothers' Richard Fuld 'sold' mansion to wife for \$ 100", **Times Online**, enero 27, 2009.

Solomon, R.C., "It's Good Business" en **The New World of Business**, Rowan and Littlefield Publishers, 1994.

Summers, L., "Our Creative Mortgage Crisis?", *Creative Capitalism: A Conversation*, 16 Julio 2008,
[//creativecapitalism.typepad.com/creative_capitalism/lawrence_summers/](http://creativecapitalism.typepad.com/creative_capitalism/lawrence_summers/)

The Economist, "The End of the Affair", 30 octubre 2008

The Economist, 16 de julio 2009.

The New York Times, Noviembre 5, 2008

The Washington Post, septiembre 21, 2008

White, B., "Starting a New Era at Goldman and Morgan", **The New York Times**, 23 septiembre 2008.