

**MAS ALLA DE LA EFICIENCIA:  
LECCIONES ETICAS DE LA CRISIS PARA LA  
CULTURA EMPRESARIAL**

Antonio Argandoña

# MAS ALLA DE LA EFICIENCIA: LECCIONES ETICAS DE LA CRISIS PARA LA CULTURA EMPRESARIAL

Antonio Argandoña<sup>1</sup>

## Resumen

Se ha dicho a menudo que la crisis financiera que ha venido golpeando a la economía mundial desde mediados de 2007 es una crisis ética. Al estudiar las conductas de los agentes que tomaron las decisiones importantes que pudieron conducir a la crisis, podemos encontrar, desde luego, muchas conductas inmorales, pero también están presentes en otros entornos. Que la crisis tenga una dimensión ética no quiere decir que ésa sea su única causa. La tesis de este trabajo es que ésta es una crisis de dirección o gobierno de una amplia gama de instituciones, que, a su vez, refleja el fallo de un modelo económico y social, apoyado en unos supuestos antropológicos y éticos, que son los que han fallado..

**Palabras clave:** crisis financiera, ética, teoría de la acción y virtudes.

<sup>1</sup> Profesor Ordinario de Economía, IESE.

# MAS ALLA DE LA EFICIENCIA: LECCIONES ETICAS DE LA CRISIS PARA LA CULTURA EMPRESARIAL

## Introducción<sup>1</sup>

En el verano de 2007, los mercados financieros se vieron sacudidos por los primeros episodios de una grave crisis financiera<sup>2</sup>. Algunas instituciones financieras norteamericanas sufrieron un aumento en la morosidad de sus créditos hipotecarios, sobre todo en el segmento de las hipotecas *subprime* de alto riesgo. El hecho de que la propiedad de esos créditos había sido transferida a otros inversores, o habían sido utilizados como garantía de otros activos, generó una notable desconfianza acerca del verdadero valor de esos activos y del nivel de riesgo que implicaban, lo cual, en un ambiente de falta de transparencia, generó dudas no sólo sobre esos activos, sino sobre la misma solvencia de las instituciones que los poseían y de otras muchas, conectadas de un modo u otro entre sí por su complejo papel como contrapartidas de esas operaciones. En poco tiempo, el sistema financiero internacional se vio afectado por una grave crisis de solvencia, que degeneró en una crisis de liquidez cuando los mercados mayoristas se cerraron para las instituciones que podían estar afectadas por aquella crisis.

Además, el problema se extendió a otros mercados a través de los mecanismos tradicionales de contagio, de modo que se produjeron grandes pérdidas en otros activos, instituciones y países. Los bancos centrales volcaron en la banca grandes cantidades de liquidez, pero esto no podía resolver el problema principal, que era la pérdida de confianza en la solvencia de las entidades afectadas. Por ello, los gobiernos adoptaron medidas extraordinarias de intervención, recapitalización y depuración de los balances de los bancos. La situación parecía contenida cuando en el otoño de 2008, a raíz de la quiebra del banco de inversión norteamericano Lehman Brothers, el sistema financiero mundial estuvo al borde de un colapso generalizado, por las reacciones de pánico de los inversores. Las actuaciones de los gobiernos permitieron superar

---

<sup>1</sup> Este artículo forma parte de las actividades de la Cátedra "la Caixa" de Responsabilidad Social de la Empresa y Gobierno Corporativo, IESE Business School, Universidad de Navarra. He llevado a cabo otros tratamientos de este tema en Argandoña (2009a,b y 2010a,b).

<sup>2</sup> Definimos una crisis financiera como aquella situación en la que se producen graves alteraciones en el valor de los activos de las instituciones financieras, en su acceso a la financiación o en la confianza de sus clientes, hasta el punto de que la sostenibilidad del sistema financiero está en peligro. Una recesión es una situación de caída de variables como el producto, el consumo, la inversión, el empleo y las expectativas, como parte de un ciclo económico convencional. Una crisis financiera suele acabar en una recesión, pero esta última tiene lugar a menudo sin la primera. Cfr. Abberger y Nierhaus (2008), Claessens et al. (2008), Mendoza y Terrones (2008), Pastor (2008).

esta etapa cumbre de la crisis, que había dado lugar ya a una profunda recesión, con su cortejo de caída de producción, demanda y empleo, malestar social e incertidumbre. Para hacer frente a los problemas del sistema bancario y para ayudar a salir de la recesión o, al menos, frenarla, los gobiernos se lanzaron a generosos programas de estímulo fiscal, que produjeron elevados déficit públicos que, sumados a los altos niveles de deuda que ya acumulaban algunos países, generaron una crisis de deuda pública, protagonizada por Grecia, pero seguida de cerca por otros países, entre ellos España.

Todo lo anterior puso de manifiesto la interconexión entre diversas crisis y su origen remoto<sup>3</sup>. Durante años, la política monetaria excesivamente laxa de la Reserva Federal norteamericana había ido creando una burbuja en Estados Unidos. La valoración excesiva de los activos inmobiliarios, el elevado endeudamiento de las familias y empresas, y la sensación de euforia, fueron el caldo de cultivo en el que se gestó la primera crisis, que comenzó, como ya hemos señalado, cuando se detuvo el crecimiento de los precios de la vivienda, frenando el crecimiento de la demanda y provocando la morosidad de muchos clientes. Esta crisis se reprodujo también, con algunas variantes, en otros países, entre ellos España, como consecuencia de la política también laxa del Banco Central Europeo, con parecidos síntomas de euforia, caída del ahorro y excesivo endeudamiento.

La segunda crisis, de naturaleza financiera, fue el reflejo del impacto del pinchazo de la burbuja sobre los balances de las entidades financieras: pérdida del valor de sus activos, aumento de la morosidad, dificultades de financiación, insuficiencia del capital propio y, en definitiva, caída de su solvencia y de su liquidez. Esa crisis se produjo en los países en que se había formado una burbuja inmobiliaria, como Estados Unidos, España, Islandia y Reino Unido, pero también en otros, como Alemania y Bélgica, cuyos bancos habían invertido en activos “tóxicos”, y se vio agravada también, en algunos casos, por una crisis cambiaria, cuando la moneda nacional se depreció, aumentando de manera brusca el importe de la deuda de familias, empresas y entidades financieras, como en el caso de Islandia.

La tercera crisis fue la de la deuda pública, y se produjo por el elevado endeudamiento en que incurrieron los gobiernos para hacer frente a la recesión (medidas de impulso fiscal) y para sostener a los bancos en dificultades. La posibilidad de que los gobiernos de algunos países no pudiesen hacer frente a sus obligaciones futuras creó en los mercados una nueva forma de desconfianza, elevando la prima de riesgo y obligando a esos gobiernos a llevar a cabo duros planes de consolidación fiscal, que agravaron la recesión y abrieron nuevas incógnitas sobre la viabilidad de sus programas contra la recesión. Pero la crisis de deuda ha incidido también en la crisis financiera: primero, porque un componente importante de la misma es la posibilidad de que los gobiernos nacionales (y de la Unión Europea) no puedan sostener sus sistemas bancarios, si la crisis financiera se agrava, y segundo, por los elevados volúmenes de esa deuda pública, cuyo valor está en entredicho, y que están en la cartera de instituciones financieras.

Los párrafos anteriores son una brevísima historia de la crisis financiera reciente<sup>4</sup> que, como todo fenómeno complejo, tiene causas económicas, pero también psicológicas, sociales, políticas y éticas, que son interdependientes. Difícilmente nos pondremos de acuerdo sobre “la” causa de esta crisis. De un modo u otro, todos los analistas culpan a alguno de los colectivos que desempeñaron un papel relevante en el desarrollo de los acontecimientos: los gobiernos y

---

<sup>3</sup> Cfr. Gross (2007), Hoffman et al. (2007), Kindleberger (1978).

<sup>4</sup> Hay muchos excelentes análisis de esta crisis; por ejemplo, Baily et al. (2008), Bordo (2008), Brunnermeier (2008), Diamond y Rajan (2009), Eichengreen (2008), Hellwig (2008), Kane (2008), Taylor (2009a,b). Un buen resumen de opiniones, sobre ésta y otras crisis, en Tugores (2009).

bancos centrales, que propiciaron las políticas monetarias excesivamente laxas de los años anteriores a 2007; los reguladores y controladores del sistema financiero, las agencias de evaluación (*rating*), los directivos de las entidades financieras, los promotores de hipotecas, los compradores de viviendas, los promotores inmobiliarios y los constructores... En todo caso, aquí no me propongo discutir quién o quiénes son los culpables principales. Mi propósito es reflexionar sobre las causas éticas de la crisis: porque se ha afirmado con frecuencia que ésta es una crisis, también o sobre todo, ética<sup>5</sup>.

La siguiente sección de este artículo analiza un repertorio de conductas moralmente incorrectas o dudosas que se han producido en la crisis reciente. Al intentar introducir esos comportamientos en la operativa de las organizaciones financieras, nos preguntamos en qué medida la crisis ética fue también, o sobre todo, una crisis de dirección o de gobierno de esas entidades. Esto nos llevará a un análisis del concepto de ética que aflora en esas explicaciones, que nos iluminará sobre la naturaleza de los problemas más profundos que se han presentado en la crisis. El artículo acaba con las conclusiones.

## Facetas (in)morales de la crisis

¿Es ésta una crisis ética? Sin duda: de alguna manera, todas lo son, porque toda acción humana voluntaria tiene una dimensión ética. ¿Cuáles son las manifestaciones visibles de esa crisis moral? En esta sección revisaremos algunos de los caracteres de las conductas observadas en años recientes, y que remiten, de un modo u otro, a las acciones que han dado lugar a la crisis. No se trata, por supuesto, de un análisis exhaustivo, sino sólo de un inventario apresurado, para hacer ver que, efectivamente, la dimensión moral ha estado presente en la crisis –pero no necesariamente más que en otras conductas humanas<sup>6</sup>.

De esta crisis se ha dicho, una y otra vez, que su causa es la codicia, entendida no como la simple búsqueda de beneficios, sino como la perversión del legítimo derecho al lucro. Pero la codicia está presente en muchas acciones humanas, tanto durante las burbujas especulativas como con mercados bajistas, y no siempre es fácil distinguirla de la simple racionalidad económica, que lleva a aprovechar las oportunidades (comprar cuando los precios son bajos, vender cuando son altos, endeudarse cuando los tipos de interés son reducidos, etc.)<sup>7</sup>. Sin

---

<sup>5</sup> Después de todos los episodios de auge, euforia y consiguiente crisis financiera se han denunciado fallos éticos generalizados. Véanse, por ejemplo, Bogle (2006) y Kindleberger (1978).

<sup>6</sup> Las explicaciones que ofrecemos a continuación van más allá de la actuación de los directivos de instituciones financieras, y son mucho más generales. Coleman y Pinder (2010) identifican, a partir de entrevistas a un conjunto de directivos antes de la crisis, actitudes y acciones como la preferencia por la deuda sobre los fondos propios, la inclinación por el corto plazo, el sesgo hacia lo transitorio (“esta vez es diferente”), el sentirse perfectamente capacitados para hacer frente a los riesgos, la preferencia por la opción más arriesgada, la consideración de la cobertura (*hedging*) como algo innecesario, la falta de supervisión efectiva por parte del consejo de administración, entre otros.

<sup>7</sup> No se puede decir que las familias que se endeudaron fuertemente para comprar una vivienda, comprometiendo una buena parte de sus ingresos durante muchos años, fueran codiciosas (Miller, 2009). Probablemente fueron demasiado optimistas (¿imprudentes?), al pensar que los tipos de interés se mantendrían bajos durante mucho tiempo, que sus ingresos no se reducirían, que el precio de la vivienda no bajaría, y que en el futuro tendrían oportunidades para refinanciar su hipoteca en mejores condiciones. La diferencia entre la codicia y una sana ambición tampoco es clara en otros casos: por ejemplo, en el del que mantiene una inversión arriesgada, sabiendo que el precio del activo puede caer, pero con la esperanza de retirar su inversión antes de que eso ocurra: quizás es demasiado optimista o sobrevalora su sagacidad financiera, pero ¿se puede afirmar que es demasiado codicioso?

embargo, en los años recientes han tenido lugar cambios sociales, legales e institucionales que pueden haber acentuado el papel de la codicia. Por ejemplo, se han creado las condiciones (tipos de interés bajos, abundancia de liquidez, rápido crecimiento del precio de los activos inmobiliarios, innovaciones financieras...) que han permitido que los beneficios obtenidos sean mucho mayores, por la especulación y el apalancamiento –una situación típica de los períodos de burbuja especulativa. Y asimismo, la sociedad ha generado situaciones de “codicia inducida”, alentando y premiando a los que tienen éxito en sus conductas codiciosas y haciendo más difícil comportarse de otro modo (*greed is good*: la codicia es buena)<sup>8</sup>: es decir, se han mitigado los mecanismos sociales de prevención de las consecuencias de las conductas demasiado codiciosas. Y altos rendimientos de la codicia y baja protección social han dado lugar a una multiplicación de los fraudes, estafas, engaños y otros delitos, que no son causa de la crisis, sino una de sus manifestaciones más llamativas<sup>9</sup>.

El listado de virtudes conculcadas incluye también la templanza, la capacidad de refrenar el deseo de éxito, de riqueza o de reconocimiento social, que se convierten así en obstáculos para el correcto desempeño profesional. Y también la cobardía, la complicidad y la falta de fortaleza: es probable que algunos directivos se dieran cuenta de lo que estaba ocurriendo, pero no fueron capaces de tomar decisiones difíciles para no poner en peligro su carrera o su remuneración, para no complicarse la vida o alegando que no formaba parte de sus responsabilidades. Y probablemente se dieron también comportamientos de orgullo, prepotencia y arrogancia protagonizados por financieros, pero también por economistas, reguladores y gobernantes, convencidos como estaban de que sus conocimientos y capacidades eran superiores, que no tenían por qué someterse a la decisión o supervisión de otras personas, o que estaban por encima de la ley y de las normas morales. En definitiva, muchos directivos y analistas «concedieron un gran valor al honor, la gloria, la riqueza, la fama y todo lo demás que hubiesen podido conseguir mediante la excelencia profesional, pero también mediante la mentira, y mostraron que estaban dispuestos a mentir antes que refrenar sus deseos o reorientar sus valores»<sup>10</sup>.

Y todo ello dio lugar a situaciones de injusticia. Muchas de éstas pertenecen al ámbito de la justicia conmutativa<sup>11</sup>, cuando inciden en lo que se debe a otras personas, incluyendo ocultación de información, publicidad engañosa, multiplicación de operaciones innecesarias (*churning*) para generar comisiones mayores, manipulación de las recomendaciones sobre valores, etc. Y otras tienen que ver con la falta de consideración del bien común. Se incluyen aquí, por ejemplo, los problemas generados por el riesgo moral: las instituciones financieras pudieron aprovecharse de la limitación de sus riesgos, gracias a la provisión legal de la responsabilidad limitada o a la existencia de garantías que limitaban sus pérdidas, incurriendo en niveles de riesgo superiores a los que estarían dispuestos a aceptar si ellas cargasen con todas sus pérdidas potenciales<sup>12</sup>.

---

<sup>8</sup> Es la conocida frase de Gordon Gekko, el protagonista de la película “Wall Street” (1987).

<sup>9</sup> Los fraudes de Bernard Madoff y otros parecidos ponen de manifiesto también otras debilidades morales de los inversores: el orgullo (el deseo de sentirse privilegiado, formando parte de una elite de inversores), la imprudencia (confiar en las cualidades de un experto, sin someterlas a comprobación) y una cierta ofuscación (el “deseo” de creer que es posible tener rendimientos anormalmente altos durante largos períodos de tiempo).

<sup>10</sup> Cf. Torres (2009), pág. 10.

<sup>11</sup> Cf. Pieper (1966).

<sup>12</sup> Cf. Sinn (2008). Es poco probable que los directivos de una entidad financiera se despreocupen totalmente de los riesgos de su entidad debido a la existencia de una garantía pública, aunque sólo sea porque la quiebra del banco pondría en peligro sus ingresos, su prestigio y su carrera profesional. Pero sí es probable que la garantía pública les lleve a ser menos precavidos en su política de riesgos.

La prudencia es la virtud principal del banquero y, en general, del hombre de negocios<sup>13</sup>. Pero es difícil ejercitarla, sobre todo en un entorno como el de los años recientes, de alto crecimiento, abundancia de liquidez, bajos tipos de interés y oportunidades extraordinarias de beneficio, lo que ha llevado al elevado apalancamiento de familias, empresas y entidades financieras (y países), y a una reducción de la percepción del riesgo, que constituyen el entorno propicio para una mala gestión por parte de todos los agentes implicados, incluyendo los reguladores. Hay muchas manifestaciones de esa imprudencia. La complacencia, por ejemplo, suele tener lugar en la fase de auge previa a la crisis, y se manifiesta en una minusvaloración del riesgo<sup>14</sup>. Y el pánico cuando estalla la crisis –por ejemplo, en septiembre de 2008, a raíz de la quiebra de Lehman Brothers. Y las conductas gregarias o de rebaño (*herd behavior*): comprar, por ejemplo, cuando todos compran, y vender cuando todos venden –que puede ser una conducta racional, porque minimiza las pérdidas cuando caen las cotizaciones, pero que acentúa esa caída, la extiende a otros mercados y puede desembocar en pánicos, que son también conductas de rebaño<sup>15</sup>.

Este breve resumen de comportamientos inmorales muestra, como dijimos antes, que la crisis tiene una dimensión ética: hemos podido observar, en muchos agentes, conductas movidas por la codicia, la ambición, la intemperancia y la imprudencia. Ahora bien, estos vicios están siempre presentes, de una manera u otra, en la conducta de la humanidad, más allá del mundo de los negocios. Y una causa que está presente tanto si el efecto tiene lugar como si no, no puede ser la causa que buscamos<sup>16</sup>. Dicho de otra manera: si muchos agentes se han movido por la codicia desde hace siglos, ¿por qué se ha producido la crisis ahora y en estos países, y no en otro momento y en otros lugares?

La respuesta puede ser que las conductas viciosas han provocado cambios en el entorno, sobre todo en las reglas de comportamiento de la sociedad, empezando por las de las entidades y mercados financieros. En efecto, en el entorno previo a la reciente crisis observamos que aquellas acciones inmorales no fueron sucesos aislados, sino conductas afianzadas por la repetición de actos en un entorno social que dificultaba las conductas virtuosas, porque consagraba la aceptación social de aquellas conductas inmorales (*greed is good*, como dijimos antes: la sociedad dejó de considerar la codicia como algo rechazable, y aceptó que el fin –la riqueza o el triunfo– justifica los medios). Y esto tuvo dos resultados: cambió, de algún modo, los criterios de toma de decisiones, y redujo la eficacia de los controles sociales orientados a reprimir los resultados de las conductas viciosas. Si esta hipótesis es correcta, ésta fue una crisis ética, pero no en el sentido en que lo es que el gerente de una empresa robe el dinero de la caja, sino en cuanto que su manera de dirigir la empresa lleva consigo problemas éticos que, cuando

---

<sup>13</sup> Cf. Termes (1995).

<sup>14</sup> Cf. Lo (2008). Un caso típico es considerar que los acontecimientos improbables son, en la práctica, imposibles (Taleb, 2007).

<sup>15</sup> Una forma particular de conducta de rebaño es el predominio de los objetivos a corto plazo, que crea incentivos perversos de los que hablaremos más adelante: descuido de las estrategias a largo plazo (inversiones o gastos en investigación, que los mercados pueden penalizar porque los beneficios que reportan, siempre inciertos, tardarán en manifestarse), gestión de la empresa en función de las cotizaciones en bolsa a corto plazo (“jugar mirando el marcador, no el balón”), posibles manipulaciones contables para maximizar el rendimiento inmediato, etc.

<sup>16</sup> Miller (2009) concluye que ésta no fue una crisis ética, porque las conductas mencionadas en el texto fueron la respuesta racional de los agentes económicos a cambios en su entorno que ellos no causaron. Esta tesis es correcta, en el sentido de que no se pueden juzgar las conductas morales sin tener en cuenta los incentivos a que se ven sometidos los agentes, pero no lo es en la medida en que sugiere que las acciones económicas no son de naturaleza ética, sino puramente técnica, es decir, que la respuesta “racional” de los agentes a los incentivos no puede ser objeto de una valoración moral.

se presentan en muchas instituciones, incluidas las encargadas de la regulación, la supervisión y el control, generan una crisis que acaba siendo sistémica. Veamos esto con más detalle.

## Una crisis de dirección

La crisis que estamos analizando se presenta a menudo como una crisis de dirección o gobierno: fallaron las acciones de los directivos que estaban al frente de organizaciones tan variadas como bancos comerciales y de inversión, *hedge funds*, *monolines*, agencias de evaluación, organismos supervisores, bancos centrales y gobiernos<sup>17</sup>. Se dieron, por ejemplo, casos de mala gobernanza y de falta de competencia profesional, por parte de presidentes y consejeros, directores generales, altos directivos y analistas en entidades de todo tipo. Por ejemplo, la función de análisis y valoración de algunos activos financieros, e incluso las decisiones de compra o venta de los mismos, se encomendaban a menudo a jóvenes sin conocimientos suficientes de finanzas, que no sabían qué tenían entre manos, que carecían de experiencia, especialmente en un mercado en crisis, y que utilizaban modelos sofisticados basados en unos supuestos demasiado simplistas, pero que nadie se atrevía a criticar, porque no tenían otros mejores<sup>18</sup>. Lo peor era que los superiores de esos expertos, que eran los que podían y debían corregir sus decisiones, no sabían lo que estaban haciendo, ni entendían los modelos que estaban utilizando –y así hasta llegar a la alta dirección y al consejo de administración. O sea, ha faltado «una comprensión de los mecanismos de los productos estructurados, combinada con el conocimiento económico necesario para ponerlos en contexto, y con las capacidades directivas para gestionar las organizaciones que los comercializaban»<sup>19</sup>.

Estos fallos se manifestaron, sobre todo, en el análisis y gestión de los riesgos, llevando a «personal clave en prácticamente todas las instituciones financieras importantes (...) a asumir excesivos riesgos»<sup>20</sup>, tanto en gobiernos, organismos reguladores y de supervisión como en instituciones financieras y en sus clientes. Las causas de esto fueron muchas. Las entidades financieras, por ejemplo, tenían establecidos mecanismos rigurosos de definición y control de esos riesgos, pero se basaban en supuestos excesivamente optimistas, montados sobre la hipótesis de que los sucesos catastróficos (los “cisnes negros”)<sup>21</sup>, de resultados enormemente negativos, eran altamente improbables y, por tanto, podían ser omitidos. Los mecanismos de cobertura de los riesgos de las carteras estaban basados en los resultados acumulados en las últimas décadas, que fueron particularmente estables en muchos de esos mercados; y, además, partían del supuesto de que los riesgos de diversos activos eran, en buena medida, independientes entre sí, lo que se mostró falso cuando estalló la tesis. Se creó así la ilusión de que el riesgo había sido eliminado de la cartera de las instituciones, mediante, por ejemplo, los *Credit Default Swaps* (CDS), sin tener en cuenta que ese riesgo volvía a entrar por otras vías. Se

---

<sup>17</sup> Sobre la parte de culpa de las instituciones de supervisión, véase Levine (2010).

<sup>18</sup> La cuestión de la responsabilidad de los economistas y teóricos de las finanzas merece un estudio detenido. Cfr. Acemoglu (2009).

<sup>19</sup> Kay (2009a). Nótese que no decimos que la complejidad de determinados instrumentos financieros plantee problemas morales, del mismo modo que la complejidad de un automóvil moderno no los plantea a su conductor. Pero uno y otro deben conocer, al menos, la naturaleza de las dificultades que aquella complejidad puede crear, y confiar en la capacidad técnica, y en la responsabilidad, del que los fabricó.

<sup>20</sup> Crotty y Epstein (2008), pág. 4.

<sup>21</sup> La hipótesis de que podía haber cisnes negros era de este tipo, hasta que en 1697 un equipo de exploradores holandeses los encontró en Australia (Zamagni, 2009, pág. 326). Sobre el impacto de este tipo de sucesos en los mercados financieros, cfr. Taleb (2007).



habían creado excelentes oficinas públicas de supervisión y control, pero cada una actuaba sólo en su parcela, de modo que nadie supervisaba el impacto de los riesgos de un activo, país o institución en los demás: es decir, el riesgo sistémico, que era reconocido por muchos, no era analizado ni gestionado por ningún regulador en concreto. Y se habían suprimido o mitigado algunos mecanismos e instituciones establecidos para controlar sus efectos<sup>22</sup>.

Se ha afirmado con frecuencia que la crisis se debió a la creación de incentivos perversos en la dirección y gestión de las instituciones financieras. Los incentivos, económicos o no, tienen por objeto promover determinadas conductas en los directivos, analistas y empleados a los que se les asignan, con la esperanza de que esto conduzca a determinados resultados, que suelen ser la maximización del valor para los accionistas, pero que pueden incluir también otros objetivos, incluyendo la sostenibilidad del negocio o su gestión socialmente responsable. Los incentivos pueden contribuir a la obtención de los resultados deseados, pero también pueden tener efectos indeseados. Quizá porque están mal diseñados, de modo que premian unos resultados que no son los que se deseaban («la locura de premiar A cuando lo que se desea es B»)<sup>23</sup>: por ejemplo, porque se premia el aumento de la cotización en bolsa a corto plazo en vez de la consecución de un mayor valor en el largo plazo. O porque son manipulados por los que se van a beneficiar de ellos, de modo que maximizan las ventajas para ellos, no para los accionistas o para la sociedad. O porque suponen que los agentes se mueven siempre sólo por intereses económicos, de modo que introducen fuertes incentivos de naturaleza económica, que destruyen otros posibles objetivos de los gestores, como la calidad técnica de su trabajo, la superación de nuevos retos o la creación de equipos humanos cohesionados y efectivos a largo plazo<sup>24</sup>.

Es muy probable que muchas de las conductas inadecuadas en la crisis reciente estén relacionadas con la existencia de incentivos perversos. Por ejemplo, el intento de alinear los intereses de los directivos y analistas con los de los accionistas ha llevado a sistemas de remuneración que ponen énfasis en los resultados a corto plazo. Esto ha desplazado, por lo menos, otras motivaciones, y puede haber llevado a conductas indeseables, como la asunción excesiva de riesgos y la manipulación de los resultados contables o de la cotización de las acciones: los directivos o analistas implicados obtenían así los beneficios de sus actuaciones, y no asumían sus costes, que se manifestarían a largo plazo y que recaerían, en su momento, sobre los accionistas, sobre los futuros directivos y aun sobre toda la sociedad, pero no sobre

---

<sup>22</sup> Debido, entre otras razones, a la presión política de las propias entidades reguladas, por ejemplo, acerca de la regulación de las operaciones que se llevan a cabo *over-the-counter* y no en mercados abiertos y organizados. Cfr. Kane (2008).

<sup>23</sup> Ese es el sugestivo título del artículo de Kerr (1975). Cfr. Rosanas (2006).

<sup>24</sup> He aquí algunos ejemplos de incentivos perversos en la crisis actual: 1) La remuneración de los *brokers* de hipotecas en Estados Unidos se establecía en función del volumen de créditos concedidos, no de su solvencia probable; esto fomentaba una concesión arriesgada de ese tipo de créditos (e incluso el falseamiento de la información en las solicitudes). 2) Los bancos que concedían las hipotecas las titulizaban prontamente y las sacaban de su balance, lo que reducía la necesidad de controlar las condiciones de sus clientes y el seguimiento de la devolución de los préstamos, al menos en parte. 3) Algunos deudores compraban la vivienda con la intención de incumplir con los pagos al poco tiempo y refinanciar la hipoteca cuando el precio de la vivienda hubiese crecido. 4) Las instituciones financieras incurrieron a menudo en problemas de “riesgo moral”, llevando a cabo operaciones demasiado arriesgadas, contando con la garantía explícita o implícita del gobierno sobre sus pasivos. 5) Los bancos de inversión, que habían sido compañías de responsabilidad ilimitada (*private partnerships*), pasaron a ser de responsabilidad limitada (*public corporations*), con la consiguiente reducción de su responsabilidad por las pérdidas, lo que alentaba estrategias más arriesgadas. 6) El crecimiento de la remuneración de los directivos, basado a menudo en opciones sobre acciones (*stock options*), les llevó a buscar la rentabilidad a corto plazo, incluso con fraudes o manipulaciones contables. Cfr. Kane (2008).

ellos mismos<sup>25</sup>. En todo caso, el diseño y la implementación de esos sistemas de remuneración fue también una conducta imprudente y una muestra de mal gobierno, precisamente porque no se previeron aquellos resultados perversos<sup>26</sup>.

En la crisis se dieron también otros problemas de mal gobierno de las instituciones financieras, como el “arbitraje regulatorio”, por el que se trasladan las operaciones a países con controles laxos o se transforman las operaciones para eludir las regulaciones<sup>27</sup>. También la falta de transparencia (opacidad en las operaciones, ocultación de información a los clientes, a los reguladores e incluso a los accionistas, etc.) es otra característica de muchas de las conductas que condujeron a la crisis.

Y fallaron también algunos mecanismos de regulación y control. En los años recientes hemos asistido a manipulaciones de ese tipo: cambios institucionales y regulatorios, como la abolición de la ley Glass-Steagall en Estados Unidos, que separaba la actuación de la banca comercial y de inversiones; incentivos a la concesión de hipotecas *subprime*, a cargo de empresas bajo patrocinio del Estado, como Fannie Mae y Freddie Mac en Estados Unidos; resistencia a la regulación de algunos derivados financieros, etc. Y éstos no son sólo problemas técnicos, porque esos mecanismos los elaboran y los manejan las personas y, por tanto, son también decisiones con una dimensión ética.

## ¿Es ésta una crisis ética?

Ya hemos señalado antes que, para algunos, ésta es una crisis ética: detectan, o creen detectar, conductas moralmente reprochables en algunas de las personas que han tomado las decisiones que condujeron a la crisis, y les parece que ésta es la causa última. El punto de vista contrario sostiene que la crisis se debe a una confluencia, quizá fortuita, de acontecimientos como una expansión crediticia sostenida durante mucho tiempo, que dio lugar a una burbuja especulativa, cuyo final coincidió con una crisis financiera en la que fallaron los mecanismos de control, prevención y defensa que se habían creado. Esta sería, pues, una crisis técnica: un conjunto de fallos de gestión de algunas instituciones, sobre todo desde el punto de vista del riesgo<sup>28</sup>. Las

---

<sup>25</sup> Las elevadas remuneraciones de los directivos y analistas financieros se han presentado a menudo como causa de la crisis, como manifestación de codicia. Pero parece más bien que fueron un efecto de la burbuja especulativa: el dinero acude a aquello que está de moda, y en los años recientes fueron los inmuebles y los activos financieros los que protagonizaron esa moda. Y allí donde va el dinero, suben los precios, generando beneficios extraordinarios, que los distintos agentes implicados tratan de capturar. Y los directivos tienen una ventaja comparativa a la hora de conocer cuáles son esas rentas, dónde se generan y cómo capturarlas, y otro tanto sucede con los analistas y otros expertos, cuya contribución es necesaria para la creación de esas rentas. En todo caso, la cuantía de esas remuneraciones no puede explicar, ni aun remotamente, el volumen de pérdidas de los bancos implicados y la naturaleza de los problemas producidos por la crisis.

<sup>26</sup> Un caso particular de incentivos perversos serían los conflictos de intereses que se han producido, por ejemplo, en las compañías de evaluación o agencias de *rating*, cuyos ingresos dependían, en buena medida, de la valoración que daban a los activos que les presentaban sus clientes, además de otros problemas, como la inadecuación de sus modelos, la falta de una historia suficientemente larga y variada para incorporarla a los parámetros de aquellos modelos, y el hecho de que sus mejores analistas acababan siendo contratados por sus clientes (lo que acentuaba el conflicto de intereses).

<sup>27</sup> Que esas acciones fuesen legales en muchos casos no obsta para que fuesen muestras de conducta no ética: porque no todo lo legal es ético.

<sup>28</sup> «La explicación razonable de una crisis de esta magnitud (...) es que la combinación de factores complejos y ampliamente interrelacionados ha contribuido a este caos. Los factores están relacionados con elementos económicos, con el gobierno corporativo de bancos e instituciones financieras, con la política monetaria del gobierno

conductas inmorales, si se dieron, pudieron agravar o complicar la crisis, pero no fueron su causa.

Este punto de vista se entiende mejor si nos paramos a considerar la manera de entender la ética que subyace en esta interpretación de la crisis. En primer lugar, las decisiones económicas son de naturaleza técnica, no moral. Lo que se discute en la ciencia económica y en las finanzas responde a unos supuestos de conducta racional, que el economista toma como datos, sin discutirlos (“tesis de la separación”)<sup>29</sup>. En el plano práctico, esto significa que todo lo que se puede hacer en este ámbito es moralmente neutro<sup>30</sup>.

En segundo lugar, la valoración moral de las acciones humanas se lleva a cabo, principalmente, de acuerdo con dos criterios alternativos: a) por su conformidad con unas leyes o normas de carácter racional y objetivo (deontologismo): ético es lo que está de acuerdo con la norma, y la pluralidad de normas significa que las conductas que son éticamente correctas en un entorno pueden no serlo en otro (relativismo ético,) y b) alternativamente, lo que es ético viene definido por sus consecuencias (utilitarismo), sobre todo en economía: si los resultados netos de una acción son positivos, la acción será éticamente correcta<sup>31</sup>.

En tercer lugar, la valoración ética de una acción es independiente de la de otras acciones: no hay aprendizajes morales (adquisición de virtudes o vicios). El carácter o calidad moral de la persona que actúa es irrelevante: una acción es justa por sus resultados, independientemente de que la lleve a cabo una persona que ha adquirido o no la virtud de la justicia, y que la haya adquirido ya o no será irrelevante a la hora de tomar futuras decisiones justas.

Y cuarto, tampoco son relevantes los efectos que esa acción pueda tener sobre la calidad moral de otras personas, más allá de las consecuencias (principalmente económicas) sobre ellas. La calidad ética de una acción no depende de cómo contribuya o no a la formación del carácter de otras personas. El componente social vendrá dado, en todo caso, por el cumplimiento de las normas, leyes, códigos de conducta o la cultura de la sociedad o de la organización.

No es éste el lugar adecuado para llevar a cabo una crítica de esta manera de entender la ética en la economía y en las finanzas. Basta señalar que los supuestos en que se basan son muy limitados. Las organizaciones humanas son comunidades de personas (propietarios, directivos, empleados, y también clientes y proveedores), y cada una de esas personas actúa impulsada por una variedad de motivaciones; algunas son de naturaleza económica (la remuneración, por ejemplo), pero otras tienen contenidos de otro tipo: el deseo de aprender, la satisfacción por el trabajo realizado, las relaciones con otras personas, la satisfacción de necesidades de otros,

---

norteamericano, con la carencia de controles rigurosos de supervisión de la industria bancaria y de los mercados financieros, con la cultura de elevado apalancamiento crediticio de los ciudadanos de Estados Unidos y Reino Unido, con la filosofía y la cultura de gestión de los bancos, con el papel jugado por las agencias de *rating*» (Pezzuto, 2008, págs. 6-7). Nótese que este autor cita no sólo variables económicas, sino también sociales, políticas, culturales y éticas.

<sup>29</sup> Se admite también la existencia de otras motivaciones, pero consideradas siempre como secundarias, necesitadas de explicación y convertibles en motivaciones económicas, porque hay un intercambio o *trade off* entre las variables económicas y las demás (cuánto estaría dispuesto a pagar un agente por conseguir un resultado no económico determinado, o cuánto habría que pagarle por renunciar a él).

<sup>30</sup> Este es el punto de vista de Miller (2009), como ya hemos señalado. Esta manera de ver los problemas está muy difundida: es la «mentalidad tecnocrática, que hace coincidir la verdad con lo factible» (Benedicto XVI, 2009, n. 70).

<sup>31</sup> Esto quiere decir que las acciones que condujeron a la crisis eran éticamente aceptables, porque estaban dirigidas a la consecución de la mayor eficiencia (social) que la ciencia económica vigente podía concebir; si algo salió mal, no se puede imputar moralmente a los agentes que llevaron a cabo aquellas acciones (Millar, 2009).

etc<sup>32</sup>. La empresa debe conseguir la colaboración de todas esas personas en una actividad común, que incluye la consecución de objetivos económicos (porque se trata de una entidad de naturaleza económica), pero también otros objetivos: al menos un mínimo de satisfacción que reciben por lo que hacen en la empresa y un mínimo de atención a las necesidades de las otras personas. Y, al hacerlo, la empresa debe tener en cuenta los procesos de aprendizaje que se producirán como consecuencia de esas acciones: aprendizajes operativos (hacer mejor lo que ya hacen, aprender a hacer cosas nuevas) y evaluativos (entender qué es importante para la organización y para ellos mismos). Y, más allá de los aprendizajes, el desarrollo de las capacidades para llevar a cabo lo que deben hacer.

Si esto es así, el planteamiento de la ética que hemos presentado más arriba necesitará una profunda revisión. En efecto, cualquier decisión tiene varios efectos<sup>33</sup>. Por ejemplo, cuando el empleado de una oficina bancaria vende un producto financiero a un cliente, está obteniendo los resultados económicos que le permitirán ganar su sueldo –y éste es, probablemente, un motivo dominante en su acción. Pero también se producirán otros resultados: puede que aprenda algo más sobre aquel producto financiero, o sobre la psicología de sus clientes, y puede que se sienta más o menos satisfecho por el trabajo realizado... Quizás él no buscaba esos efectos, pero se producirán, sin duda. Y luego están los efectos sobre el cliente, que se sentirá bien tratado o no, y cuya confianza en la institución crecerá o disminuirá. Y sobre sus superiores, colegas y subordinados, que también recibirán su influencia y su ejemplo. Y, finalmente, pero no de menor importancia, están los efectos sobre el propio directivo.

Y al llegar aquí hemos entrado ya en el ámbito de la ética. Si mintió para colocar el producto financiero, ha puesto en peligro su credibilidad y la de la institución, y ha aprendido a mentir: se ha convertido en un mentiroso –aunque lo haya hecho por obediencia a su jefe o a la institución. Y si ha empujado a sus subordinados a mentir, está minando la confianza que ellos tienen en la institución, y se está comportando de una manera injusta. Y si está dispuesto a anteponer su remuneración al interés legítimo de su cliente, ha vuelto a ser injusto, y ha desarrollado su capacidad para seguir siendo injusto. Y si ha hecho *lobby* para que se cambie una regulación que controlaba el riesgo de su entidad, está creando las condiciones para que otras entidades asuman también demasiado riesgo, que puede desembocar en riesgo sistémico y acabar causando un daño a toda la sociedad.

Las interpretaciones meramente económicas de la crisis no son erróneas, pero son parciales, porque omiten toda esa gama de consecuencias sobre los propios decisores, que aprenden a hacer el bien o el mal, y sobre los demás, creando culturas morales o inmorales, fomentando o destruyendo la confianza y extendiendo las consecuencias de las propias acciones a otras entidades. La ética, tal como la entendemos aquí, añade a la economía una concepción más rica de las motivaciones humanas y, por tanto, explicaciones no siempre distintas, pero sí más completas, en las que se pueden perfilar mejor las consecuencias, sobre todo a largo plazo, de las decisiones económicas. Y esto sirve: 1) para identificar los problemas, incluso antes de que el economista los vislumbre: si el personal de una entidad miente para colocar sus productos, algo funciona mal, y si no se trata de una acción aislada, tarde o temprano la institución y las personas sufrirán sus consecuencias; 2) para entender mejor la naturaleza de los fallos que se han producido: el exceso de riesgo o el arbitraje regulatorio no tienen sólo resultados económicos y, desde luego, sus causas no son sólo económicas, y 3) para ofrecer mejores

---

<sup>32</sup> Cfr. Argandoña (2008a,b), Pérez López (1993).

<sup>33</sup> Sobre lo que sigue, cfr. Pérez López (1993).

soluciones. Y esas soluciones las dará el economista, no el moralista, que no sabe cómo diseñar una regulación o cómo valorar el riesgo de una cartera. Pero el economista deberá tener en cuenta los criterios de la ética, si no quiere que sus recomendaciones acaben produciendo los efectos negativos que hemos identificado más arriba.

No hay, pues, decisiones puramente económicas, porque todas afectan a las diversas motivaciones de las personas y, por tanto, a sus aprendizajes: todas las decisiones serán económicas, pero también éticas y sociológicas<sup>34</sup>. Y no se puede decir que cada decisión es independiente de las demás: lo que da sentido a una acción es, precisamente, su inserción en el conjunto de decisiones en la organización. Lo que el agente aprende influye, pues, en sus conocimientos, en sus capacidades operativas y en su sistema de valores: el agente es capaz de hacer algo “distinto”, “nuevo”, porque ha aprendido, tanto en el plano operacional (capacidades, habilidades, conocimientos) como en el moral (virtudes). Y lo que el agente hace en cada ocasión influye también en los conocimientos, capacidades y valores de los demás, incluso de algunos con los que no se relaciona directamente o a los que no conoce.

La ética en la organización no consiste, pues, en la aplicación de normas, códigos o principios establecidos desde fuera, ni en una valoración de los costes y beneficios de cada decisión. No responde sólo a la racionalidad económica, porque las decisiones reales van mucho más allá de la elección de medios para la consecución de fines dados: los fines mismos son objeto de la elección. Y éste es un proceso dinámico, que dependerá de los aprendizajes evaluativos de los agentes: cada vez que toma una decisión, el sujeto va desarrollando, positiva o negativamente, su capacidad para tomar nuevas decisiones correctas en el futuro. De modo que el carácter ético de una decisión dependerá no tanto de su conformidad con unas normas como del desarrollo de la capacidad moral del agente, es decir, de su capacidad para conocer en cada ocasión qué es lo adecuado, y de su capacidad para hacerlo, venciendo las resistencias (primeramente, las internas del propio agente) que le dificultan llevarlo a cabo. En este sentido, la ética va unida al desarrollo de las virtudes en la persona: es, pues, dinámica, pero no relativista; no depende de los caprichos del decisor, ni (sólo) de las circunstancias.

¿Qué aporta esta manera de entender la ética a las explicaciones que hemos dado antes sobre la crisis financiera? A primera vista, no gran cosa: descubrimos acciones inmorales (fraude, opacidad, manipulación contable...), carencia de virtudes (codicia, injusticia, cobardía...), fallos en la gestión (exceso de riesgo, incentivos perversos...), etc. Pero si profundizamos en lo que acabamos de decir, descubriremos algo más: un posible hilo conductor para entender por qué ésta es una crisis ética –y por qué todas las crisis lo son, y por qué muchas conductas acabarán provocando otras crisis, quizá limitadas a una persona o a una organización, pero no por ello menos relevantes.

Lo que la crisis señala es un conjunto de fallos en las conductas de algunos agentes en instituciones financieras, organismos reguladores y gobiernos. Y esas conductas fallaron porque lo hicieron los modelos teóricos y prácticos en que se inspiraban. Y éstos fallaron porque sus fundamentos antropológicos y éticos eran incorrectos. Es decir, modelos construidos a partir de supuestos incompletos o erróneos llevaron a planteamientos equivocados en la gestión: en los sistemas de incentivos, de control y de información, en los sistemas contables, en la selección, formación y remuneración del capital humano y en la cultura misma de las organizaciones<sup>35</sup>. Y

---

<sup>34</sup> Sobre el contenido sociológico de las conductas financieras, véase Slovic (2000).

<sup>35</sup> Véase la excelente explicación de Sahlman (2009).

de esos planteamientos equivocados sólo cabía esperar la proliferación de conductas desacertadas: codicia, imprudencia, orgullo, fraude, mentira...

De algún modo, los fallos que llevaron a la crisis y la hicieron tan profunda, grave y duradera, antes que errores éticos, fueron fallos de dirección, y no sólo en algunas entidades financieras, sino en una amplia gama de organizaciones, incluyendo oficinas gubernamentales, agencias de *rating*, supervisores, analistas, etc. Dirigir es conseguir resultados económicos (la cifra de ventas, la buena calificación de un activo y su colocación entre los clientes), pero también resultados intangibles en las personas (satisfacción en su trabajo, aprendizajes operativos) y, sobre todo, la identificación del personal (y de los clientes) con los objetivos de la organización y la creación de confianza, imprescindible en las entidades financieras.

Un buen directivo debe tener en cuenta toda esa amplia gama de resultados de sus acciones, al menos por dos razones. En primer lugar, porque las personas con las que trata (clientes, empleados, proveedores) esperan que la entidad atienda sus motivaciones, en mayor o menor medida. Y esto no se consigue simplemente cumpliendo un contrato: si los clientes se sienten maltratados, no desearán llevar a cabo nuevas transacciones, aunque la entidad se atenga siempre a lo previsto en el contrato y en la ley.

La segunda razón es porque esas personas aprenden, como consecuencia de sus actuaciones en la organización: aprenden conocimientos y desarrollan capacidades, pero también actitudes, valores y virtudes, y de este modo las interacciones futuras con la organización serán distintas. Si los empleados perciben, por ejemplo, que la organización pone los intereses económicos de los directivos por encima de los intereses legítimos de los clientes, es probable que piensen que también sus intereses como empleados pasarán a un segundo lugar, y esto reducirá su confianza en la organización; o aprenderán a poner ellos también sus intereses personales por delante de los de sus clientes, en detrimento de la calidad del servicio. De este modo, las reglas de funcionamiento de la organización estarán cambiando, de una manera que los directivos no podrán prever. Y esto vale también, como ya señalamos, para los propios directivos, que aprenden de sus propias acciones, con lo cual sus propias conductas cambian.

Dirigir es conseguir resultados en frentes muy diversos. Lo que la empresa pretende conseguir condicionará su organización interna, su estructura, sus reglas de comportamiento y su cultura. Los resultados aparecerán al final de todo ese proceso, y mostrarán lo que la organización pretendía conseguir de sus miembros y, en definitiva, qué son para ella esas personas: sus clientes, proveedores, directivos y empleados. Por en medio se irán desgranando los sistemas de incentivos (la relación entre riesgo y remuneración, y la relación entre el interés propio de los agentes y el sistema de premios y castigos de la organización), los sistemas de información y control (cómo se recoge y procesa la información, cómo se miden los riesgos y cómo esos sistemas influyen en la estrategia y en las operaciones), los sistemas de contabilidad (la elección de las políticas y criterios contables y la relación entre beneficios económicos y contables), el capital humano (cómo se atrae, remunera, retiene y gobierna a las personas, en función de su experiencia, formación, carácter y actitudes) y la cultura (qué valores guían a los individuos y a los grupos que toman las decisiones, y cómo la cultura controla la consistencia de las decisiones)<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> Cf. Rosanas (2006), Sahlman (2009).

Pues bien, lo que la crisis ha puesto de manifiesto es la debilidad de todo esto: de los sistemas de incentivos y de control, de los criterios contables, de la gestión del capital humano y de la cultura de la organización –insisto, en todo tipo de organizaciones. Kenneth R. Andrews, el conocido profesor de la Harvard Business School, afirmaba que, «al final, la gente acaba haciendo aquello para lo que le pagan». Esta frase, aplicada a la crisis financiera actual, tiene dos lecturas. Una, optimista: la crisis es el resultado de unos sistemas perversos de incentivos y control, que remiten, en definitiva, a la formulación de la estrategia, a los objetivos de la organización y, en última instancia, a la concepción de la persona que tengan los que la dirigen, y es optimista porque sugiere una vía para superar los fallos del sistema de dirección que ha llevado a la crisis. La otra interpretación es pesimista: lo único que cuenta son los incentivos económicos, y es negativa porque ya hemos probado esos incentivos, y hemos acabado en la crisis más profunda y dolorosa desde hace muchas décadas.

«Mientras suena la música, has de bailar», declaró Charles O. (“Check”) Prince, director ejecutivo de Citigroup, al *Financial Times* en julio de 2007. Y añadió: «Nosotros todavía bailamos». Esta frase resume lo que han sido los negocios para muchos financieros en los años recientes: un baile desenfrenado, del que, como en el juego de las sillas musicales, nadie se podía retirar. «Estas palabras son ahora el epitafio del auge del crédito global»<sup>37</sup>.

## Conclusiones

Todas las crisis, ésta también, tienen una dimensión ética, por sus causas y por sus consecuencias. Los agentes que intervinieron en la preparación y en el estallido de la crisis llevaron a cabo acciones inmorales (codicia, fraude, injusticia...). Pero, sobre todo, el sistema económico o, si se prefiere, la sociedad, se fundó sobre bases moralmente defectuosas. Lo que fallaron no fueron (sólo) algunas acciones de personas concretas, sino un modelo económico, social y político que no era adecuado, porque no lo eran sus supuestos antropológicos y éticos.

El resultado fueron unos sistemas de dirección en instituciones tan diversas como organismos internacionales, gobiernos, reguladores, entidades financieras, empresas y familias, capaces de obtener resultados económicos muy favorables durante muchos años, pero que no pudieron desarrollar las capacidades y, sobre todo, las actitudes, valores y virtudes necesarios para que esas instituciones fueran capaces de fomentar unas ventajas competitivas sostenibles, la integración de sus *stakeholders* y un clima ético en el que las personas mejorasen, no sólo económicamente, sino sobre todo en su dimensión moral. En esas condiciones, los problemas que hemos señalado antes, como la creación de incentivos perversos, la manipulación de las regulaciones y los efectos inducidos de unas instituciones y mercados sobre otros, señalaban una debilidad fundamental del sistema.

La crisis se debió, sin duda, a una confluencia de factores exógenos: unos tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo, una burbuja inmobiliaria que explotó, un sistema financiero cuya opacidad hizo imposible la confianza en las instituciones afectadas, fallos de decisión de los gobiernos y bancos centrales, el pánico en septiembre de 2008, etc. Pero incidía sobre un sistema moralmente débil, que disponía de buenos medios técnicos, pero no de los recursos morales necesarios para plantear el gobierno y la gestión adecuada de todas esas instituciones y, en definitiva, de la sociedad.

---

<sup>37</sup> Mackenzie (2009).

Para acabar, quiero fijarme en un último aspecto de la crisis financiera actual: la crisis de confianza. Atribuimos su pérdida a razones técnicas, como la falta de transparencia en el contenido de los productos estructurados, pero el problema es más profundo, porque se ha perdido la confianza en las entidades y en las personas que las dirigen o que trabajan en ellas.

En su origen, la confianza hace referencia a las relaciones entre personas. Pero en un mundo en el que las relaciones se multiplican y se despersonalizan, sobre todo en los mercados financieros, hemos acabado poniendo la confianza en otras cosas. Primero, en la ley: decimos que el depositante confía en el banco porque sabe que está obligado a guardar diligentemente su dinero y devolvérselo cuando lo solicite –y la ley ha creado incentivos poderosos, positivos y negativos, para que así sea. Segundo, en las instituciones: si el banco no puede devolver el depósito, el fondo de garantía de depósitos asumirá esa obligación. Y tercero, en el propio interés de las entidades financieras, es decir, en su capacidad para internalizar sus obligaciones, haya o no una ley que las ampare, porque ése es su interés y a ello le obliga la competencia. Durante años, ésta parecía ser la razón más profunda de nuestra confianza en el sistema financiero: en palabras de Alan Greenspan<sup>38</sup>, que fue Gobernador de la Reserva Federal norteamericana en los primeros años de la crisis, «la primera y principal línea de defensa contra el fraude y la insolvencia es la vigilancia de las demás contrapartidas. Por ejemplo, J. P. Morgan examina cuidadosamente el balance de Merrill Lynch antes de prestarle. No pregunta a la Securities and Exchange Commission (el equivalente norteamericano a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en España) para comprobar la solvencia de Merrill».

Pero todo esto se ha venido al suelo. La ley no puede crear confianza: de hecho, si la ley es eficaz, no hace falta la confianza, pero si deja de serlo, ¿en qué se puede confiar?<sup>39</sup>. Y tampoco podemos confiar en la capacidad de autocontrol de las entidades, que han incumplido sus deberes de manera clamorosa. Sólo nos queda volver a las relaciones personales. Pero ¿es esto posible en un mundo globalizado?

La confianza entre dos personas tiene dos componentes, ambos necesarios: uno funcional o técnico, y otro personal o ético<sup>40</sup>. La confianza funcional tiene que ver con las capacidades y conocimientos técnicos de aquel en quien se confía: en el ejemplo puesto más arriba, los directivos y empleados del banco deben ser técnicamente capaces de gestionar su negocio, de modo que el dinero del depositante esté seguro. La confianza personal hace referencia a lo que mueve a esas personas a actuar: si, llegado el momento, estarán dispuestas a poner los intereses legítimos del depositante por encima de los intereses de la institución o del propio decisor, es decir, si harán honor a su compromiso con el depositante, a pesar de que tengan intereses en comportarse de otro modo.

La confianza personal está fundada, en definitiva, en razones éticas, sea por convencimiento personal, sea por la existencia de una sólida cultura profesional, basada, por ejemplo, en códigos éticos profesionales, la defensa de una reputación, etc.<sup>41</sup>. Y es incompatible con los supuestos de comportamiento que están presentes en las teorías financieras y de dirección vigentes: si los directivos de las instituciones financieras actúan buscando su interés personal,

---

<sup>38</sup> Cf. Greenspan (2007), citado por Kay (2009b).

<sup>39</sup> Más bien ocurre lo contrario: «la organización formal [la ley o la regulación] sirve a menudo para minimizar las consecuencias negativas de la falta de confianza» (Rosanas y Velilla, 2003, pág. 56).

<sup>40</sup> Cf. Pérez López (1993), Rosanas y Velilla (2003).

<sup>41</sup> La dimensión personal de la confianza es importante siempre, pero sobre todo cuando una persona no tiene medios para conocer suficientemente el asunto de que se trata –como ocurre con muchas decisiones financieras.



recurriendo a la astucia y engaño cuando lo consideran conveniente para sus fines, la confianza personal es imposible<sup>42</sup>. Pero entonces no nos queda más que la ley y la regulación, los controles y la supervisión... que son lo que ha fallado en la crisis reciente.

La recuperación de la confianza en la crisis actual, y la creación de las condiciones que permitirán desarrollar un sistema financiero basado en la confianza, son dos razones poderosas para desarrollar una cultura ética en las instituciones financieras. Pero, al afirmar esto, estamos suponiendo que hemos aprendido algo sobre la verdadera naturaleza de la crisis actual. Y, lamentablemente, no tenemos evidencia sobre esto, al menos mientras no estemos en condiciones de revisar los supuestos antropológicos y éticos de nuestras instituciones, empresas y sistemas de gobierno.

---

<sup>42</sup> Cf. McKean (1975).

## Referencias

- Abberger, K. y W. Nierhays (2008), "How to define a recession?", *CESifo Forum*, 4, págs. 74-76.
- Acemoglu, D. (2009), "The crisis of 2008: Structural lessons for and from economics", MIT, enero.
- Argandoña, A. (2008a), "Anthropological and ethical foundations of organization theory", en S. Gregg y J.R. Stoner Jr. (eds.), "Rethinking Business Management. Examining the Foundations of Business Education", The Witherspoon Institute, Princeton, págs. 38-49.
- Argandoña, A. (2008b), "Integrating ethics into action theory and organizational theory", *Journal of Business Ethics*, 78 (3), págs. 435-446.
- Argandoña, A. (2009a), "Crisi financera: a la recerca de criteris ètics", en "La situació econòmica global. A la recerca d'uns criteris ètics", Facultat de Teologia de Catalunya, págs. 77-96.
- Argandoña, A. (2009b), "El caràcter global de la crisi financera", *Qüestions de Vida Cristiana*, Segona Època, 234, págs. 91-100.
- Argandoña, A. (2010a), "¿Puede la responsabilidad social corporativa ayudar a entender la crisis financiera?", en M.A. Arráez y P. Francés (eds.), "Ètica y Responsabilidad ante la Crisis", Ediciones Sider, Granada, págs. 51-83.
- Argandoña, A. (2010b), "La dimensió ètica de la crisi financera", *Mediterráneo Económico*, en prensa.
- Baily, M.N., R.E. Litan y M.S. Johnson (2008), "The origins of the financial crisis", DC, Finance Series Paper 3, Brookings Institution, Fixing, Washington.
- Benedicto XVI (2009), Carta Encíclica *Caritas in veritate*, Libreria Editrice Vaticana, Ciudad del Vaticano.
- Bogle, J. (2006), "The depth and breadth of the financial scandals", *Challenge*, 49, págs. 23-32.
- Bordo, M.D. (2008), "A historical perspective of the crisis of 2007-2008", NBER Working Paper No. 14659, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Brunnermeier, M.K. (2008), "Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08", NBER Working Paper No. 14612, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Claessens, S., M. Ayhan Kose y M. E. Terrones (2008), "What happens during recessions, crunches and busts?", IMF Working Paper WP/08/274, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Coleman, L. y S. Pinder (2010), "What *were* they thinking? Reports from interviews with senior finance executive in the lead-up to the GFC [Global Financial Crisis]", *Applied Financial Economics*, 20, págs. 7-14.
- Crotty, J. y G. Epstein (2008), "Proposals for effectively regulating the U.S. financial system to avoid yet another meltdown", Working Paper 2008-15, University of Massachusetts, Department of Economics, Amherst, MA.
- Diamond, D.W. y R. Rajan (2009), "The credit crisis: Conjectures about causes and remedies", NBER Working Paper No. 14739, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

- Eichengreen, B. (2008), "Origins and responses to the current crisis", *CESifo Forum*, 4, págs. 6-11.
- Greenspan, A. (2007), "The Age of Turbulence: Adventures in a New World", Penguin Press, Nueva York, NY.
- Gross, D. (2007), "Pop! Why Bubbles Are Great for the Economy", HarperCollins, Nueva York, NY.
- Hellwig, M. (2008), "The causes of the financial crisis", *CESifo Forum*, 4, págs. 12-21.
- Hoffman, P.T., G. Postel-Vinay y J.L. Rosenthal (2007), "Sustaining Large Losses", Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Kane, E.J. (2008), "Ethical failures in regulating and supervising the pursuit of safety net subsidies", Working Paper 2008-WP-12, Networks Financial Institute, Indiana State University, Terre Haute, IN.
- Kay, J. (2009a), "Introduce professional standards for senior bankers". *Financial Times*, 18 de febrero.
- Kay, J. (2009b), "Greenspan could have found a cure at the pharmacy", *Financial Times*, 25 de febrero.
- Kerr, S. (1975), "On the folly of rewarding A while hoping for B", *Academy of Management Journal*, 18, págs. 769-783.
- Kindleberger, C.P. (1978), "Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises", 2ª ed. (con Robert Z. Aliber) 2005, John Wiley & Sons, Nueva York, NY.
- Levine, R. (2010), "An autopsy of the U.S. financial system", NBER Working Paper No. 15956, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Lo, A.W. (2008), "Hedge funds, systemic risk, and the financial crisis of 2007-2008", U.S. House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform, Washington DC., 13 de noviembre.
- Mackenzie, M. (2009), "Cautionary tale from Citi for new giants of finance", *Financial Times*, 17 de enero.
- McKean, R.N. (1975), "Economics of trust, altruism, and corporate responsibility", en Phelps, E.S. (ed.), "Altruism, Morality, and Economic Theory", Russell Sage, Nueva York, NY, págs. 29-44.
- Mendoza, E. y M. E. Terrones (2008), "An anatomy of credit booms: Evidence from macro aggregates and micro data", NBER Working Paper No. 14444, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Miller, R.T. (2009), "Morals in a market bubble", *University of Dayton Law Review*, 35(1), págs. 113-137.
- Pastor, A. (2008), "La ciencia humilde. Economía para ciudadanos", Crítica, Barcelona.
- Pérez López, J.A. (1993), "Fundamentos de la dirección de empresas", Rialp, Madrid.

- Pezzuto, I. (2008), "Miraculous financial engineering or toxic finance? The genesis of the U.S. subprime mortgage loans crisis and its consequences on the global financial markets and the real economy", Swiss Management Center Working Paper No. 12/2008.
- Pieper, J. (1966), "The Four Cardinal Virtues: Prudence, Justice, Fortitude", Temperance, University of Notre Dame Press, Notre Dame, IN.
- Rosanas, J.M. (2006), "Indicadores de gestión, incentivos, motivación y ética en el control de gestión", *Occasional Paper*, OP 06/11, IESE Business School, Barcelona.
- Rosanas, J.M. y M. Velilla (2003), "Loyalty and trust as the ethical bases of organizations", *Journal of Business Ethics*, 44, págs. 49-59.
- Sahlman, W.A. (2009), "Management and the financial crisis (We have met the enemy and he is us...)", Working Paper 10-033, Harvard Business School, Boston MA.
- Sinn, H.W. (2008), "The end of the wheeling and dealing", *CESifo Forum*, 4, págs. 3-5.
- Slovic, P. (2000), "The Perception of Risk", Earthscan Publications, Londres.
- Taleb, N.N. (2007), "The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable", Random House, Nueva York, NY.
- Taylor, J.B. (2009a), "The financial crisis and the policy responses. An empirical analysis of what went wrong", NBER Working Paper No. 14631, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Taylor, J.B. (2009b), "Getting Off Track. How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis", Hoover Institution Press, Stanford, CA.
- Termes, R. (1995), "Ethics in financial institutions"; en Argandoña, A. (dir.), "The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets", Springer Verlag, Berlín, págs. 118-135.
- Torres, M. (2009), "Getting business off steroids"; en Friedland, J. (dir.), "Doing Well and Good: The Human Face of New Capitalism", Information Age Publishing, Charlotte, NC.
- Tugores, J. (ed.) (2009), "Crisi", LID Editorial Empresarial, Barcelona.
- Zamagni, S. (2009), "The lesson and warning of a crisis foretold: a political economy approach", *International Review of Economics*, 56, págs. 315-334.