

MIHIR A. DESAI

# LA SABIDURÍA DE LAS FINANZAS

Descubrir el lado humano en el mundo  
del riesgo y el rendimiento



«Una nueva perspectiva fascinante de las finanzas modernas». Oliver Hart, Premio Nobel de Economía 2016. Las finanzas han sacudido la economía una y otra vez. De manera similar, en la academia y en la práctica, estas se han vuelto más especializadas, más difíciles de entender y más alejadas de las vidas de las personas, con un rasgo, incluso, que intimida a la gente. Mihir A. Desai, profesor de Harvard Business School, propone un nuevo acercamiento. Con ironía e ingenio, recorre el mundo de la literatura, el cine, la historia y la filosofía para descubrir el lado humano de las finanzas y cómo estas también ofrecen una visión sorprendente sobre aspectos cotidianos de nuestra humanidad. Entenderemos cómo el filósofo Charles Sanders Peirce y el poeta Wallace Stevens funcionan como guías para explicar las nociones de riesgo y seguros; cómo Lizzy Bennet, la protagonista de *Orgullo y prejuicio*, y Violet Effingham, de *Phineas Finn*, son excepcionales administradoras de riesgos; o cómo entender el modelo de valoración de activos financieros puede permitirnos descubrir la naturaleza del amor incondicional. *La sabiduría de las finanzas* delinea las ideas principales de las finanzas sin una sola ecuación o gráfica, solo con historias; ofreciendo una perspectiva nueva y refrescante sobre uno de los campos más complejos e incomprensidos del mundo.



Mihir A. Desai

# **La sabiduría de las finanzas**

**Descubrir el lado humano en el mundo del riesgo y el  
rendimiento**

**ePub r1.0**

**diegoan 08.12.2019**

Título original: *The Wisdom of Finance. Discovering Humanity in the World of Risk and Return*

Mihir A. Desai, 2019

Traducción: Enrique Calderón Savona

Editor digital: diegoan

ePub base r2.1



## Índice de contenido

Cubierta

La sabiduría de las finanzas

Nota del autor

Introducción. Las finanzas y la buena vida

1. La rueda de la fortuna

2. Un negocio riesgoso

3. Sobre el valor

4. Convertirse en un productor

5. Sin finanzas no hay romance

6. Viviendo el sueño

7. Fracasar y levantarse

8. Por qué todos odian las finanzas

Epílogo

Agradecimientos

Sobre el autor

Notas

Créditos de las ilustraciones

*Para Teena, Mia, Ila y Parvati*

El dinero es una forma de poesía.

—WALLACE STEVENS,  
Adagia en *Opus Posthumous*

## NOTA DEL AUTOR<sup>[1]</sup>

Este libro no se trata de la investigación más reciente que te ayudará a ganar dinero en la bolsa de valores o que te impulsará a ahorrar más. Tampoco se trata de cómo administrar de manera óptima tus fondos para el retiro.

Este libro trata de descubrir el lado humano de las finanzas al disminuir la brecha que existe entre las finanzas y la literatura, la historia, la filosofía, la música, el cine y la religión.

Este libro explica cómo el filósofo Charles Sanders Peirce y el poeta Wallace Stevens funcionan como esclarecedoras guías para entender las nociones de riesgo y seguros, y cómo Lizzy Bennet, la protagonista de *Orgullo y prejuicio*, y Violet Effingham, de *Phineas Finn*, son excepcionales administradoras de riesgos. Este libro analiza la parábola de los talentos y a John Milton para entender mejor la creación de valor y la acción de valorar; las finanzas de las dotes en la Florencia del Renacimiento y la película *Secretaria ejecutiva* para entender mejor las fusiones; la caída épica del hombre más rico de las colonias norteamericanas y las tragedias griegas para comprender mejor la bancarrota y la angustia financiera; la carrera de Jeff Koons y el personaje del señor Stevens, de la novela *Los restos del día*, para conocer el poder y el peligro del apalancamiento.

En resumen, este libro es acerca de cómo el terreno de las humanidades puede arrojar luz sobre las principales ideas de las finanzas. Pero también es acerca de cómo las ideas de las finanzas pueden ofrecer una perspectiva sorprendente sobre aspectos comunes de nuestra humanidad.



Por lo tanto, este libro también trata sobre cómo un seguro puede ayudarnos a darle sentido al mundo y enfrentar su desorden; cómo entender el modelo de valoración de activos financieros puede permitirnos descubrir el valor de las relaciones y la naturaleza del amor incondicional; cómo entender la creación de valor puede ayudarnos a vivir una vida satisfactoria; cómo entender la bancarrota puede ayudarnos a reaccionar ante el fracaso; y cómo apreciar las teorías del apalancamiento puede enseñarnos el valor de los compromisos.

Para los lectores que no están familiarizados con las finanzas, pero sienten curiosidad por ellas, este libro intenta delinear las ideas principales de las finanzas sin una sola ecuación o gráfica, solo con historias. Siempre me sorprende lo intimidantes que son las finanzas para muchos de mis alumnos. Hay una razón detrás de esto: a ciertas personas del ámbito financiero les gusta intimidar a la gente. Al combinar historias con principios financieros, lo intimidante, con suerte, se puede volver accesible y divertido. Para los ciudadanos comprometidos o los que aspiran a ser profesionales, las finanzas nunca han sido tan importantes, y no saber de ellas nunca ha sido tan costoso. Al menos cuando alguien que conoces comience a hablar de opciones, apalancamiento o generación de alfa, sabrás de qué están hablando.

Este libro les permite a los estudiantes o profesionales de las finanzas revisar las ideas esenciales de las finanzas de una forma nueva y diferente. Muchos financieros que veo en mi salón de clase aprendieron finanzas de una manera mecánica que resultó en un entendimiento precario de esas ideas. Cuando les pregunto cuestiones intuitivas básicas, su comprensión de las fórmulas no sirve de mucho, y les cuesta trabajo transmitir los fundamentos conceptuales de lo que hacen. Al ver estas mismas ideas de una manera completamente diferente a la que estás acostumbrado, profundizarás en tu comprensión y, lo más importante, los principios básicos.

Para aquellos lectores que se dedican a las finanzas, el libro tiene una nota promisorio al final. Hoy en día su labor recibe difamaciones de forma habitual, y puede ser difícil encontrarle sentido a la vida cuando tu trabajo se juzga con tanto rechazo. Pero hay un gran valor, grandes valores, en las

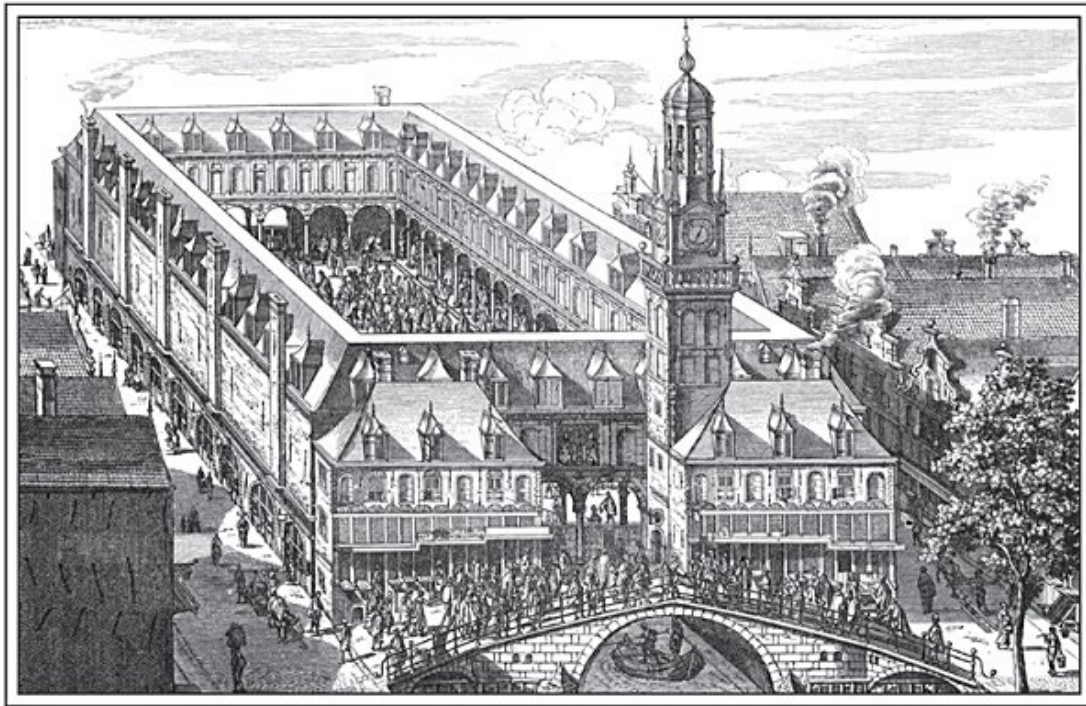
finanzas. Al reconectarte con ese valor, con esos valores, tal vez puedas entender tu profesión como una extensión significativa de los valores que tenemos en alta estima. Al final de su poema acerca de un hombre que es leñador por pasatiempo, «Dos vagabundos en tiempo de lodo», Robert Frost percibe con claridad lo importante que es entender nuestro trabajo y nuestras vidas como un todo integrado.

Mi objetivo en la vida es unir  
mi pasatiempo y mi vocación  
como mis ojos se hacen uno al ver.  
Solo donde el amor y la necesidad son uno,  
y el trabajo se vuelve una apuesta de vida o muerte,  
es que la obra se lleva a cabo de manera auténtica  
por el cielo y por el bien del futuro<sup>[2]</sup>.

De manera más ambiciosa, este libro es un esfuerzo por mejorar las prácticas financieras al redescubrir la dimensión humana de los principios básicos de las finanzas. La demonización de las finanzas es contraproducente y la regulación, si bien es útil, favorece un limitado compromiso al transformar las finanzas en una industria extractiva y no de creación de valor. Tal vez todos podamos descubrir una profesión más noble si fortalecemos las ideas financieras con historias que inspiren nuestras vidas y nuestro trabajo.

# INTRODUCCIÓN

## LAS FINANZAS Y LA BUENA VIDA<sup>[1]</sup>



[Antigua Bolsa de Valores]

La retórica de «Wall Street contra Main Street»<sup>[\*]</sup> que se ha generalizado tanto refleja una percepción frecuente de las finanzas como una industria que extrae más valor de la economía del que crea. Al mismo tiempo, hay una creciente conciencia de la importancia de las finanzas para nuestra economía y nuestras vidas. Vemos las finanzas en todas partes, desde nuestros fondos para el retiro hasta nuestras inversiones en vivienda y educación. La combinación de profunda desconfianza con curiosidad se

enreda aún más por la complejidad que envuelve las finanzas: las siglas, las fórmulas y las hojas de cálculo que adormecen la mente son obstáculos para comprender el mundo financiero.

Para los profesionales de las finanzas, esto genera varias complicaciones. Necesitan explicar y justificar lo que hacen con más claridad para recuperar la confianza. Deben asegurarse de que sus actividades sean en realidad creadoras de valor. De forma más personal, trabajar en una industria que se percibe de manera negativa puede pasar factura. Con expectativas tan bajas, los profesionales de las finanzas pueden aspirar a poco, lo que crea una espiral descendente de bajas expectativas y conductas inapropiadas.

¿Cómo abrimos las ideas financieras para que todos puedan acceder a ellas de manera positiva? ¿Cómo recuperamos el aspecto virtuoso de las finanzas para que las prácticas financieras puedan mejorarse?

Este libro adopta la creencia poco ortodoxa de que ver las finanzas a través del prisma de las humanidades nos ayudará precisamente a restituir el lado humano de las finanzas. Las cuestiones que abordan las finanzas, y el atractivo del enfoque que adoptan, se entienden con más facilidad al asociarlas con las historias de nuestras vidas. Más que regulación o indignación, para reivindicar las finanzas se necesita que los profesionales vuelvan a las ideas básicas y a los ideales financieros, lo cual puede ayudarlos a garantizar que están creando valor y no sustrayéndolo. Al vincular esas ideas básicas con la literatura, la historia y la filosofía, les damos una mayor resonancia y las hacemos más resistentes a la corrupción.

Me tropecé de casualidad con la idea de relacionar las finanzas con la narrativa. En la primavera de 2015, estaba en una situación en la que muchas veces me encuentro, luchando de último momento para cumplir un compromiso. Había acordado dar una de las «últimas lecciones» a la generación que se graduaba del MBA de la Escuela de Negocios de Harvard

(HBS por sus siglas en inglés). La así llamada última lección es una tradición que permite a los profesores brindarles a los estudiantes, en la víspera de su graduación, algunas palabras de sabiduría. En su mejor momento, la universidad vuelve a una época anterior. En lugar de producir y difundir conocimiento especializado, por un momento todos regresamos a la noción tradicional de una universidad que reconoce, como lo dijo John Henry Newman hace más de 150 años, que «los principios generales de cualquier materia puedes aprenderlos con libros desde casa; pero el detalle, el color, el tono, el aire, el espíritu que la hace vivir en nosotros, todo eso lo debes asimilar de aquellos en cuyo interior ya vive»<sup>[2]</sup>.

Tras postergar el asunto durante un tiempo, en principio recurrí a un lugar común y decidí dar una charla sobre los recientes desarrollos financieros en las corporaciones estadounidenses. Se titularía «La LBO<sup>[\*\*]</sup> en cámara lenta de Estados Unidos» y mostraría cómo debe entenderse y revertirse la actual tendencia de recompra de acciones. Tenía algo concreto que decir, sería provocador y, para sentirme aún más superior, me parecía que era más sustancial que el bombo y platillo que por lo general se ofrece en esas circunstancias.

Después de tomar esta decisión, vi a un querido amigo y colega, con quien había dialogado durante el último año sobre cómo reinventarnos y forzarnos a enfrentar nuevos desafíos. Después de que le conté mi decisión de hablar acerca de estos desarrollos, su reacción fue quedarse callado. Ya había interiorizado su voz lo suficiente como para oírlo preguntarme: «¿En serio? ¿Crees que es lo que necesitan cuando se gradúan? ¿Y eso es lo que tú necesitas?».

Su silencio fue suficiente para darme cuenta de que estaba perdiendo una oportunidad. Y su amistad me dio ánimos para pensar en hacer algo que representara un desafío para mí, un científico social que se dedica a las estadísticas y los modelos económicos. En lugar de un tema inofensivo, trataría de hablar sobre la buena vida. ¿Pero qué sabía yo, un hombre de mediana edad, acerca de la buena vida?

Durante mucho tiempo me había molestado la típica suposición de que los mercados, y las finanzas en particular, eran un ámbito de mal gusto del que teníamos que refugiarnos para vivir una buena vida. Se ha vuelto

común denigrar las finanzas y asumir que tienen poco valor que ofrecer al mundo, y desde luego que no hay ninguna sabiduría detrás de ellas. Y los ejecutivos que hacen comparaciones torpes entre las finanzas y la obra de Dios solo ponen en evidencia que en las finanzas hay poca sabiduría.

No obstante, este rechazo común de las finanzas y los mercados resulta problemático. Para empezar, el rechazo de los mercados y las finanzas como fuente de sabiduría no ayuda en nada. Muchas personas de alto nivel educativo están muy comprometidas con los mercados y se preocupan por asuntos financieros durante la mayor parte de su tiempo en esta tierra. Al decir que las finanzas carecen de valores positivos implícitos, fomentamos que esas personas tengan una vida profesional sin valores y separen su ser personal y su ser moral de su trabajo. Esa división es complicada y a menudo no se sostiene. ¿Puedes comprometerte en tu profesión si está desprovista de sabiduría y valores y aun así esperar tener una buena vida?

Aparte de ser muy poco práctico, este rechazo parece simplemente incorrecto. A muchos de mis amigos y antiguos estudiantes les encantan las finanzas, los mercados y los negocios, y los consideran algo positivo. Entienden que las finanzas están lejos de ser obra de Dios, pero lo que hacen les produce auténtica felicidad. ¿Podría algo tan burdo y carente de valor moral crear tanta alegría y satisfacción profesional? Si la opinión común es poco útil e incorrecta, ¿cuál podría ser la perspectiva opuesta?

Como es habitual, partí de un título, «La sabiduría de las finanzas», aunque no estaba seguro de lo que significaba. En las siguientes semanas, me sorprendió la facilidad con la que pude vincular las lecciones de las finanzas con la vida y la riqueza de esas conexiones. Después de impartir la conferencia, me sentí abrumado por la reacción de los estudiantes de MBA, quienes claramente deseaban adquirir conocimientos que no vinieran de lo alto sino de sus propios mundos y su propio trabajo. Los ejecutivos que ya llevaban tiempo trabajando se mostraron aún más agradecidos, ya que comprendieron mejor muchos de los desafíos que presenta la vida. Y, como ya me había ocurrido antes, sin darme cuenta me topé con una tarea

que me dio rendimientos que excedían con creces la inversión que había hecho.

Si bien la conferencia tuvo éxito al relacionar las ideas esenciales de las finanzas con las preguntas de una vida significativa, escribir un libro generó una nueva dificultad. La correspondencia entre las finanzas y las dificultades de la vida podría sostenerse con facilidad durante una hora con personas que valoran los negocios. ¿Pero podría sostener y apuntalar esa correspondencia en el curso de un libro para diferentes tipos de personas? ¿Era una charla o un libro?

Mientras me peleaba con estas preguntas, me acordé de que la mejor caracterización de las finanzas que jamás había visto no provenía de un libro de texto o de un especial de CNBC, sino de una parábola que relató un judío sefardí que, allá por 1688, vivía en Ámsterdam y escribía en español.

En *Confusión de confusiones*, José de la Vega ofrece una extraordinaria descripción de los mercados financieros nacientes que cautivaron a muchos observadores de aquella época. En esos mercados vibrantes figuraban las acciones de una sola compañía, la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, que hoy sería similar en su alcance y hegemonía a alguna combinación de Google, Alibaba y General Electric.

Algunos de los comentarios de De la Vega parecen lejanos. Explica, por ejemplo, que los dividendos de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales «a veces se pagan en forma de clavos [especias]... según los directores juzguen competente». Otras partes de su historia son sorprendentemente actuales, como cuando explica cómo a los mercados efervescentes los impulsan las tasas de interés muy bajas y cómo se reestructura una empresa en bancarrota.

En vez de hacer un planteamiento árido de la naturaleza de esos mercados, cuenta una historia: una conversación entre un comerciante, un filósofo y un accionista. El comerciante y el filósofo son arquetipos del emprendedor

y el pensador. Desconcertados por cómo funcionan los mercados financieros, consultan al accionista para obtener información.

Cuando el filósofo explica lo poco que entiende sobre los mercados financieros, el accionista responde con mi definición favorita de las finanzas:

Bien digo yo que no sabéis nada, oh Barbón amigo, pues no tenéis conocimiento de un negocio enigmático, que es el más real y el más falso que tiene la Europa, el más noble y el más infame que conoce el mundo, el más fino y el más grosero que ejercita el orbe: mapa de ciencias y epítome de enredos; piedra de toque de los atentos y piedra de túmulo de los atrevidos; tesoro de utilidades e incentivo de despeños; y, finalmente, un retrato de Sísifo que jamás descansa, y un símbolo de Ixión que siempre anda en un rueda viva<sup>31</sup>.

De la Vega retrató lo mejor y lo peor de las finanzas al transmitir una historia, y esa historia me llevó a ver las finanzas en muchas otras historias. Siempre me habían gustado las historias, pero convertirme en economista me hizo desconfiar. Y ahora quería regresar a ellas.

Pronto empecé a encontrar finanzas en la literatura, en la filosofía, en la historia e incluso en la cultura popular. Una vez que comencé a ver los paralelismos, no pude parar. Y comencé a entender por qué las finanzas y esos campos de conocimiento estaban conectados tan a fondo. Muchos desconfían de los mercados, en particular de los mercados financieros, porque se cree que son hostiles a la humanidad, pero tal vez esto parte de un razonamiento equivocado. Quizás las finanzas están conectadas con nuestra humanidad de manera profunda.

Como ejemplo de una perspectiva diferente, el filósofo Friedrich Nietzsche señala que toda la idea de deber y obligación personal está arraigada en

la más antigua y originaria relación personal que existe, la relación entre compradores y vendedores, acreedores y deudores: fue aquí donde por vez primera se enfrentó la persona a la persona, fue aquí donde por vez primera las personas *se midieron* entre sí. Aún no se ha encontrado ningún grado de civilización tan bajo que no sea posible observar ya en él algo de esa relación. Fijar precios, tasar valores, imaginar equivalencias, cambiar —esto preocupó de tal manera al más antiguo pensamiento



del hombre, que constituye, en cierto sentido, *el* pensar: aquí se cultivó la más antigua especie de perspicacia... el hombre se designaba como el ser que mide valores, que valora y mide, como el «animal tasador en sí»<sup>[4]</sup>.

Una vez liberado de la percepción general de que las finanzas y los mercados se oponen a la humanidad, decidí escribir un libro que intentara unificarlos. Esa unificación es mi intento por adaptar las finanzas y hacerlas accesibles.

Los siguientes capítulos se pueden leer en cualquier orden. Pero el libro está organizado con un cierto sentido. De modo ideal, el lector tomará de manera inconsciente un curso de finanzas y asimilará las ideas básicas de las finanzas, pero solo por medio de historias.

Si bien muchos comparan las finanzas con la física, la mejor analogía es con la biología. Hay una rama que, como la biología molecular, se enfoca justo en los bloques de construcción más esenciales de la vida. Esa rama se llama «valoración de activos». Y existe una rama llamada «finanzas corporativas», que es similar a la sociobiología, interesada en las contingencias y el desorden del mundo que observamos. El libro sigue un arco conceptual que se divide más o menos entre esas dos ramas.

Los primeros tres capítulos abordan la cuestión fundamental de la valoración de activos: ¿cómo se enfrenta la omnipresencia del riesgo en el mundo? Cuando concebí el libro, me acordé de lo importantes que son los seguros en las finanzas y en mi forma de entender el mundo, por lo que el primer capítulo sienta las bases del riesgo y los seguros, con la ayuda de Francis Galton y su *quincunce*, el autor Dashiell Hammett, el filósofo Charles Sanders Peirce y el poeta Wallace Stevens.

El siguiente capítulo amplía la lógica de los seguros a dos estrategias clave de administración de riesgos (opciones y diversificación) que corresponden a estrategias para enfrentar la incertidumbre. En este capítulo, Jane Austen y Anthony Trollope, así como el filósofo griego Tales, se llevan la mayor parte de la exposición. Ya con los fundamentos del riesgo y los seguros explicados de manera puntual, el siguiente capítulo aborda cómo el riesgo es proporcional al retorno y cómo esa

relación dicta las condiciones para crear valor en el mundo. Aquí, John Milton, Samuel Johnson y la parábola de los talentos nos sirven de guías.

La rama financiera de la valoración de activos trata de estimar el valor de un bien analizando con detenimiento los riesgos que presenta y los rendimientos que necesitamos para asumir esos riesgos. Hay muchos que desestiman los mercados como mecanismos para establecer valores reales. Esta primera parte del libro sugiere que la cuestión del valor, cómo surge y cómo debemos medirlo, tiende puentes entre las finanzas y las humanidades de muy diversas formas.

La valoración de activos ofrece una buena perspectiva sobre el riesgo y el valor, pero pasa por alto una gran parte del desorden de la vida. De hecho, un mito fundador de la valoración de activos es la historia de varios individuos en islas con árboles que producen fruta y deben intercambiar fruta entre ellos. La valoración de activos se enfoca solo en la relación entre los propietarios y sus activos inmateriales, lo cual suprime un mundo de complejidades donde residen las empresas, las motivaciones individuales más complejas y la distribución desigual de recursos e información. Ese desorden es lo que la mayoría de nosotros experimentamos a diario, y ese es el tema de las finanzas corporativas.

Los siguientes cuatro capítulos discurren sobre este desorden. El cuarto capítulo considera qué sucede cuando la relación entre los inversionistas y sus activos productivos subyacentes está mediada por seres humanos con motivaciones propias. El énfasis en la relación entre los dueños (accionistas) y los representantes (directores) apunta al problema de la gestión corporativa, y posiblemente al dilema central del capitalismo moderno. El problema del agente principal, como se muestra en la película *Los productores* de Mel Brooks, y en la novela *Una habitación con vistas* de E. M. Forster, es también un marco poderoso para las situaciones de nuestra vida en las que, de manera consciente o inconsciente, actuamos en nombre de los demás.

Una vez que se han analizado las empresas, podemos considerar cuándo y cómo deben combinarse entre sí, una operación conocida como *fusión*. En el quinto capítulo, las fusiones se comparan con las relaciones románticas al examinar cómo el amor y las finanzas se han entrelazado

desde la Florencia del Renacimiento, pasando por el ascenso de los Rothschild, hasta la fusión de AOL y Time Warner.

En los siguientes dos capítulos, se intercalan las lecciones de riesgo de la valoración de activos con el desorden de las finanzas corporativas al explorar la idea de la deuda y lo que puede resultar de los niveles excesivos de deuda; es decir, de la bancarrota. El artista Jeff Koons y *El mercader de Venecia*, de William Shakespeare, nos permiten delinear los compromisos del *apalancamiento* en un entorno mucho más personal. Finalmente, *Los restos del día*, de Kazuo Ishiguro, la caída del hombre más rico de la América colonial y un estudio de caso de la quiebra de American Airlines nos enseñan los riesgos del endeudamiento excesivo y los beneficios de los deberes en conflicto.

El capítulo final pretende sintetizar gran parte del libro al tratar de darle sentido a las diferencias entre la nobleza de las ideas expuestas en los capítulos anteriores y la reputación de las finanzas en la actualidad. Las historias de Lev Tolstói y Theodore Dreiser muestran la reputación típica de las finanzas, y Willa Cather nos da la receta para vivir la vida de una manera que sea consistente con la nobleza de las ideas financieras discutidas en los capítulos anteriores. El libro concluye con un breve epílogo y referencias detalladas (que incluyen sugerencias para lecturas adicionales).

Con suerte, en este recorrido completo a través de la biología molecular (valoración de activos) y la sociobiología (finanzas corporativas) de las finanzas, el mundo de las finanzas cobrará vida para ti, y te ayudará a navegar entre los riesgos y los rendimientos de tu vida.

LA RUEDA DE LA FORTUNA<sup>[1]</sup>

[Fortuna]

A la mitad de *El halcón maltés*, Dashiell Hammett interrumpe el desarrollo de la trama vertiginosa y una prosa sobria para contar una pequeña historia curiosa. La parábola de Flitcraft es, según el crítico literario Steven Marcus, el «momento central de toda la novela... y uno de los momentos centrales de la obra de Hammett»<sup>[2]</sup>. Por alguna razón, John

Huston decidió omitirla en su clásica adaptación al cine negro, protagonizada por un joven Humphrey Bogart como el detective Sam Spade.

En una escena, Spade, la encarnación del detective rudo, platica con Brigid O'Shaughnessy, que representa a la *mujer fatal*. De ser su cliente, ella se ha convertido con rapidez en su amante y, cada vez más, en su principal sospechosa. Sin motivo aparente, Spade comienza a contar la historia de Flitcraft, un exitoso ejecutivo de bienes raíces en Tacoma, Washington, que gozaba de todas las «pertenencias de una vida estadounidense exitosa»<sup>31</sup>. Tenía un nuevo Packard, dos hijos, un hogar, una esposa y un negocio prometedor. Flitcraft no tenía vicios secretos ni demonios ocultos. De hecho, llevaba una vida muy ordenada y estaba en camino de aumentar su éxito. Pero un día desapareció de forma repentina después del almuerzo, «como un puño cuando se abre la mano», sin dejar rastro y sin ningún motivo romántico o financiero.

Cinco años después, alguien de Spokane, una ciudad cercana, contactó a la esposa de Flitcraft y le dijo que habían visto a su esposo. Enseguida ella le pidió a Spade que investigara y encontró a Flitcraft, que ahora era un exitoso vendedor de automóviles con una nueva familia y un nuevo hogar, viviendo con el seudónimo de Charles Pierce. Flitcraft/Pierce no sentía, en apariencia, ningún remordimiento; pues, según le dijo a Spade, su familia anterior estaba en una posición desahogada. No obstante, Flitcraft/Pierce estaba ansioso por darle una explicación a Spade, ya que nunca le había contado a nadie lo que había sucedido.

Flitcraft reveló que en su camino para almorzar el día en que desapareció, una viga de acero cayó desde el octavo piso de una construcción y se estrelló en la banqueta muy cerca de él. Incluso se le hizo una pequeña cicatriz pues un pedazo de cemento del piso voló y golpeó su mejilla. Flitcraft estaba conmocionado: «Sintió como si alguien hubiera levantado la tapa de la vida para mostrarle su mecanismo».

Flitcraft había construido un modo de vida «limpio, ordenado, juicioso y responsable», y ahora una «viga al caer le había demostrado que la vida no era nada de eso». Vivimos mientras «el ciego azar» nos respeta. Tras el impacto inicial, se sintió perturbado cuando descubrió «que al ordenar su

existencia de manera razonable se había apartado de la vida en lugar de ajustarse a ella». Después del almuerzo, al instante decidió que tenía que «adaptarse a ese nuevo destello de vida». Y concluyó: «Si una viga al caer accidentalmente podía acabar con su vida, entonces él cambiaría su vida, entregándola al azar por el sencillo procedimiento de irse a otro lado». De inmediato tomó un barco hacia San Francisco y vagó durante varios años.

Spade termina la parábola señalando que Flitcraft/Pierce finalmente «regresó al noroeste, se estableció en Spokane, se casó» y tuvo un hijo. Al enterarse de lo ocurrido, su primera esposa «no quería saber nada de Flitcraft. Así que se divorciaron discretamente y todo el mundo contento». Flitcraft/Pierce no sentía culpa ni remordimientos, ya que consideraba que sus acciones habían sido razonables.

Luego Spade concluye con su parte favorita de la historia:

No creo que nunca llegara a darse cuenta de que llevaba la misma clase de vida rutinaria de la que había huido al escapar de Tacoma. Y sin embargo, eso es lo que me gustó de la historia. Se acostumbró primero a la caída de vigas desde lo alto, y no cayeron más vigas, y entonces se acostumbró a que no cayeran.

Mientras leía esta historia, me vinieron a la mente dos imágenes. La primera fue cuando David Byrne, de los Talking Heads, agitaba los brazos, cuestionaba su vida banal en los suburbios y se preguntaba a sí mismo, como todos lo hacemos en diferentes momentos de nuestras vidas, «¿cómo llegué aquí?»<sup>[4]</sup>. Una experiencia similar hizo que Flitcraft se cuestionara todo. Y la segunda imagen fue la de Gwyneth Paltrow, como Helen Quilley en *Dos vidas en un instante*, corriendo para alcanzar el metro en Londres. De pronto vemos que ante ella se despliegan dos realidades alternativas, debido al azaroso cierre de puertas del vagón. En última instancia, la casualidad es la que determina las vidas de Flitcraft y Quilley.

Al menos dos lecciones extraemos de la parábola de Flitcraft. La primera es el predominio del azar en nuestras vidas. Flitcraft se da cuenta de que la vida simplemente no está bien ordenada y de que el papel del azar es una realidad esencial que todos debemos entender. La segunda lección es más sutil: la parte favorita de la historia de Spade es cuando Flitcraft regresa a su realidad anterior a pesar del gran empeño por

«cambiar su vida al azar». En otras palabras, el azar puede ser muy importante, pero al mismo tiempo parece que no podemos escapar de nuestros propios patrones. Como Byrne canta una y otra vez a lo largo de «Once in a Lifetime», todo es «igual que siempre».

Como en cualquier buena historia de detectives, las claves de la parábola de Dashiell Hammett se ocultan a simple vista. Al elegir los nombres Flitcraft y Charles Pierce, Hammett agregó capas de sentido y conectó la historia con las finanzas. Esto, porque las finanzas son, en esencia, una manera de entender el papel del riesgo y el azar en nuestras vidas y una forma de utilizar a nuestro favor la preeminencia de los patrones. Flitcraft es un nombre que ahora casi ha desaparecido; pero como investigador de la agencia Pinkerton que trabajaba para compañías de seguros, Hammett sabía que Flitcraft publicó la biblia del análisis actuarial en el negocio de seguros de vida en aquella época. Flitcraft fue un asistente de estadística que escribió libros que ayudaron a la incipiente industria de seguros a descubrir las probabilidades de vivir y morir de los clientes potenciales.

Y al elegir a Charles Pierce como segundo nombre, Hammett invocó una leyenda que también ha sido casi olvidada. Charles Sanders Peirce (sí, Hammett invirtió las vocales) fue 1) el fundador de la tradición filosófica conocida como pragmatismo; 2) un matemático y lógico cuyo trabajo se considera precursor de muchos desarrollos significativos en las matemáticas del siglo XX; 3) el fundador de la semiótica (el estudio de los signos), que es la base de gran parte de la teoría literaria moderna; y 4) un fundador de la estadística moderna e inventor de los experimentos aleatorios.

En resumen, este filósofo, científico y matemático fue el típico hombre renacentista: el filósofo británico Bertrand Russell lo calificaba como «el máximo pensador estadounidense»<sup>[5]</sup>, el filósofo Karl Popper lo consideraba «uno de los más grandes filósofos de todos los tiempos»<sup>[6]</sup>, y el novelista Walker Percy decía que era más digno que Darwin y Freud pues «sentó las bases para una ciencia coherente del hombre»<sup>[7]</sup>. Olvídate de Jefferson, Emerson, James, Niebuhr o Dewey: Peirce fue el más notable.

Y para Peirce todo se reducía a... *seguros*. A lo largo de su vida, volvió una y otra vez a los seguros, y en 1869 dijo que «cada uno de nosotros es una compañía de seguros»<sup>[8]</sup>. ¿Cómo y por qué un pensador tan amplio y profundo volvía a algo que a muchos de nosotros nos parece el tema más mundano y sin interés? ¿Seguros? Porque los seguros son cualquier cosa menos mundanos y poco interesantes. Para Peirce, se convirtieron en un referente central para entender la propia vida.

Su apego por los seguros se ve con más claridad en un curioso giro que ocurrió casi al final de su vida. La academia rechazó a Peirce debido a ciertas aventuras románticas que estaban fuera de la norma aceptada. Repudiado por diversas fuerzas en la academia, incluido el entonces presidente de Harvard, Charles William Eliot, a Peirce le negaron la permanencia y sus últimos años los vivió en la pobreza y buscando trabajo. Su amigo, el filósofo William James, trató de ayudarlo a concretar algunas oportunidades financieras y propuso con insistencia que Peirce ofreciera una serie de conferencias sobre pragmatismo, dado su papel central en la fundación de esa escuela filosófica. Finalmente, después de convencer a Harvard Corporation de que pasara por alto su percepción de baja moral, en 1903 invitaron a Peirce a dar seis conferencias.

Su serie de conferencias se anunció con mucha algarabía. No obstante, James y sus colegas se horrorizaron cuando Peirce dedicó una gran parte de su primera conferencia a hablar solo sobre probabilidades y compañías de seguros. Para desconcierto de su audiencia, Peirce utilizó el cálculo para derivar las condiciones de ganancias de las compañías de seguros cuando establecen el valor de sus pólizas. En ese momento, el cálculo infinitesimal tal vez no se usaba en el departamento de economía, y mucho menos en el departamento de filosofía.

James, que nunca fue adepto a las matemáticas, estaba horrorizado e insinuaba que Peirce había perdido la razón. Le escribió a un amigo que Peirce se había convertido en un «monstruo de intelecto débil»<sup>[9]</sup> y se había transformado en un «anciano harapiento y casi sórdido»<sup>[10]</sup>. En lugar de aprovechar esta nueva oportunidad de ingresar en el mundo académico y ganar algo de estabilidad económica, Peirce impartió conferencias que lo



relegaron aún más. Peirce fue desterrado de la academia, pasó sus años restantes en la pobreza y murió en 1913.

¿Qué vio Peirce en los seguros? ¿Por qué y cómo la comprensión de los seguros es tan importante para la condición humana? ¿Por qué Hammett invocó los seguros de una forma tan deliberada al elegir los nombres Flitcraft y Pierce? La respuesta comienza con la comprensión de la naturaleza del riesgo y la idea de probabilidades.

En mis veinte años de docencia, he impartido cursos de microeconomía, finanzas, derecho tributario, finanzas internacionales y emprendimiento. Me las he arreglado para abrirme camino con material didáctico ciertamente arriesgado, pero siempre me ha costado más trabajo cuando trato de enseñar probabilidad. Dos de mis fracasos más épicos ocurrieron cuando traté de presentar intuiciones probabilísticas. En el primer caso, traté de desarrollar la idea de probabilidad planteando una pregunta simple sobre la probabilidad de que yo tuviera dos hijas. Esta pregunta pronto nos llevó a una discusión sobre el patrón empírico de que en muchos países nacen un poco más de niños que de niñas, y este patrón no es atribuible por completo a la prevalencia de medios atroces para seleccionar niños en lugar de niñas en algunas culturas. Veinte minutos después de esta discusión, estábamos hablando sobre las relaciones sexuales, los abortos selectivos y el infanticidio, y nadie había aprendido nada acerca de probabilidad.

Mi segundo intento fallido ocurrió cuando intenté enseñar el «problema de Monty Hall». En este problema, tú eres el concursante del programa de juegos *Let's Make a Deal* que elige una de las tres puertas. Una de las puertas oculta un premio valioso, mientras que las otras dos ocultan premios de broma. Después de elegir una puerta, el presentador del programa, Monty Hall, revela que una de las dos puertas restantes oculta un premio de broma. Te pregunta si quieres cambiar tu elección a la última puerta. ¿Deberías renunciar a la puerta que elegiste primero por la otra puerta? Esta discusión confundió más de lo que iluminó (y sí, uno tiene que cambiar, te lo juro) y se transformó en un debate sobre cómo se

debe minimizar el arrepentimiento en la vida y simplemente ir por todo, ¡*carpe diem*! Mi clase de finanzas se había convertido en la *Sociedad de los poetas muertos*.

Si has lidiado como yo con las intuiciones probabilísticas, no te preocupes. Durante una buena parte de la historia de la humanidad, las intuiciones probabilísticas simples fueron escurridizas. Los estudiosos de las estadísticas se han preguntado por qué la humanidad tardó milenios en llegar a la intuición moderna de que el azar es irreductible y omnipresente, pero puede comprenderse y analizarse con rigor. Esta revelación, según el filósofo de la ciencia Ian Hacking, la personifica mejor que nadie el *alter ego* de Flitcraft, Charles Pierce. Y la base de los seguros y gran parte de las finanzas modernas se halla justo en esta revelación. Las finanzas, en última instancia, son un conjunto de herramientas para comprender cómo afrontar un mundo incierto y riesgoso.

La naturaleza escurridiza de la intuición probabilística es un enigma bastante profundo, ya que las apuestas se han practicado durante milenios, y no hay actividad más cargada de azar y regularidad que las apuestas. Entonces, dada la antigüedad de las apuestas, ¿por qué no se desarrolló antes el pensamiento probabilístico? Considera una variante moderna de las apuestas, el programa de juegos *La rueda de la fortuna*. En esencia, estás jugando una versión de «Ahorcados» con la variante de que tienes que hacer girar una rueda que cambia los premios por obtener una letra correcta. Digamos que sabes que la frase oculta es «*carpe diem*», ya ganaste mil dólares en esa ronda, pero debes decidir si girar una vez más para pedir una «c». ¿Deberías hacerlo? Ya sabes cuál es la frase oculta, pero tienes que sopesar la probabilidad y la recompensa de girar y aterrizar en «Perder un giro» o «Quiebra» en lugar de caer en un espacio que marque dinero. Para responder a esta pregunta, debes pensar en la probabilidad de caer en esos espacios. Tienes que pensar en términos probabilísticos.

De hecho, los dos problemas clásicos de probabilidad son problemas de apuestas que existieron durante siglos antes de que por fin se resolvieran. En el primero, «el problema de los puntos», dos jugadores ponen la misma cantidad para un premio y comienzan a lanzar una

moneda. Acuerdan que el vencedor será el primero que gane cuatro veces, cara o cruz. Después de tres volados que caen en dos caras y una cruz, el juego se interrumpe y tienen que dividir el premio. ¿Cómo deberían hacerlo? Es claro que el jugador que eligió cara debería obtener más, pero ¿cuánto más?

El otro problema clásico de apuestas es el de la *martingala*. En la estrategia de la martingala un jugador va a un casino y apuesta 10 dólares a que un volado será cara, mientras que la casa escoge el otro lado. La estrategia es muy sencilla, después de cualquier volado que caiga en cruz, el jugador duplica su apuesta hasta que en un volado caiga en cara. A fin de cuentas, habrá un resultado positivo, él se irá y ganará el monto de su apuesta original, 10 dólares. Así que es obvio que se trata de una estrategia ganadora y debe usarse en todo momento. Entonces, ¿por qué no todos lo hacen así? ¿Tú lo harías? Para ganar con la estrategia de la martingala, uno tiene que seguir jugando el tiempo que sea necesario, y si tu horizonte y tu riqueza son limitados, puedes perder una fortuna.

Los apostadores se enfrentaron a las variantes de estos problemas durante siglos y no pudieron llegar a un acuerdo sobre una lógica clara para analizarlos. ¿Por qué? Parte de la dificultad era que, hasta la llegada de un sistema numérico manejable, civilizaciones muy sofisticadas, como los griegos, no tenían las herramientas para analizar estos problemas en su totalidad.

Las mayores dificultades ocurrieron cuando la rueda de la fortuna original dominaba la imaginación de la humanidad, mucho antes de que Merv Griffin inventara el programa de juegos con más duración que se transmitió de forma viral en el mundo. En la rueda de la fortuna original aparecía la diosa romana Fortuna, en lugar de Vanna White, y ella era la que giraba la rueda, no solo las letras. Los giros que hacía Fortuna de la *rota fortunae* resultaban ya sea en una gran recompensa o en una desdicha extrema para los seres humanos. Esta rueda fue una imagen permanente de los tiempos antiguos y medievales e indica que los efectos del azar se consideraban por encima del dominio del razonamiento humano y que las fuerzas divinas estaban detrás de los efectos. De hecho, en Chaucer y Dante hay grandes ruedas como explicación de la caída en desgracia de

muchos personajes. ¿Cómo podrían razonar los seres humanos a partir de resultados casuales si las fuerzas divinas los dictaran?

La expansión del cristianismo no hizo más que consolidar la idea de que las fuerzas divinas estaban actuando y que se resistían al entendimiento humano. La ruptura se produjo con el surgimiento del racionalismo y el deseo de entender la asunción de riesgos tras la expansión del comercio mundial durante el Renacimiento. El comercio prometía altos rendimientos si se comprendían bien los riesgos, y la confianza en las habilidades humanas para entender el mundo era el catalizador para resolver estos problemas. Los efectos que antes se atribuían a la intervención divina se volvieron susceptibles de análisis.

Un avance crucial en el pensamiento probabilístico se dio con la correspondencia que sostuvieron dos matemáticos pioneros, Blaise Pascal y Pierre de Fermat, acerca del problema de los puntos antes mencionado. En 1654, crearon las herramientas para entenderlo al analizar las variantes de los resultados y derivar los valores previstos de las apuestas cuando el juego se interrumpía. Esa correspondencia desencadenó dos siglos y medio de avances vertiginosos en el pensamiento probabilístico.

De manera sorprendente, estos desarrollos probabilísticos fundamentales llevaron a una sobrecorrección en la comprensión humana del azar. Al fatalismo de larga data que mostraba el papel de las fuerzas divinas lo sustituyó un nuevo tipo de fatalismo que reflejaba el descubrimiento de las llamadas leyes de la naturaleza. Cuando la estadística logró un punto de apoyo, se observaron cada vez más fenómenos que obedecían la forma de campana de una distribución normal. Esto simplemente significa que las observaciones de todo tipo de fenómenos —como la altura o la habilidad humana— corresponderán en términos empíricos a la distribución en forma de campana, donde las observaciones se concentran en torno a un valor promedio y se vuelven mucho menos frecuentes a medida que uno se aleja de ese valor.

Este conjunto de notables descubrimientos lo representa bien el artilugio que creó Francis Galton llamado *quincunce*. Si alguna vez has estado en Japón, piensa en una máquina de *pachinko* simplificada. En el

*pachinko*, las bolas rebotan a través de un laberinto de obstáculos donde ganas premios. Suena aburrido, pero es increíblemente adictivo.

En un quincunce, las bolas se dejan caer desde la parte superior de una tabla vertical con clavijas de madera espaciadas de manera uniforme y con bordes de madera. En la parte inferior del tablero, hay varias hendiduras para que caigan las bolas. Uno podría imaginar que las bolas bajan de forma caprichosa por los caminos de madera y finalmente aterrizan en cada hendidura por igual, después de todo, las bolas solo rebotan entre clavijas de madera al azar al pasar a través del tablero.

Sin embargo, el quincunce, al igual que muchos resultados que son producto de múltiples procesos aleatorios, en realidad se traduce en la extraordinaria y reconfortante distribución en forma de campana donde la mayoría de las bolas caen en el centro. Esta regularidad se halló tan a menudo y en tantos lugares intrigantes que dio lugar a la convicción de que lo que parecía casualidad era ilusorio y que la naturaleza seguía leyes férreas.

Pierre-Simon Laplace, un pionero de la estadística y la probabilidad durante este periodo, fue un personaje emblema de una irónica confusión: los descubridores de las herramientas para analizar la aleatoriedad llegaron a creer en el determinismo. Laplace comenzaba una famosa obra sobre probabilidad afirmando que «todos los eventos, incluso aquellos que por su insignificancia parecen no seguir las grandes leyes de la naturaleza, son resultado de ellas de forma tan necesaria como las revoluciones del sol»<sup>[11]</sup>. Las leyes están en todas partes, y ellas mandan, no la casualidad.

Galton, otro de los pioneros de la estadística y el creador del quincunce, se refirió de manera elocuente a la curva en forma de campana. Para Galton, no había nada más impresionante que «la maravillosa forma de orden cósmico»<sup>[12]</sup> representada por esa curva, tanto que los griegos la hubieran deificado si la hubieran descubierto. A medida que describe la curva con simpatía, concluye que «reina con serenidad y en completa discreción en medio de la confusión más salvaje... Es la ley suprema de la Sinrazón»<sup>[13]</sup>. A la voluntad de los dioses la reemplazaron las leyes de la naturaleza. La suerte era solo un artificio porque no sabíamos lo

suficiente: tan pronto como descubriéramos la ley, todo estaría claro y se crearía el orden.

A pesar de que se le atribuye haber nombrado la distribución «normal», Peirce se rebeló contra esta lógica. Donde otros veían leyes que hacían que el azar fuera irrelevante, para Peirce «el azar surge en todos los caminos de los sentidos... es absoluto... Y la más manifiesta de todas las percepciones intelectuales»<sup>[14]</sup>.

Peirce fue capaz de sostener al mismo tiempo dos ideas que al parecer eran contradictorias: la casualidad y la aleatoriedad estaban en todas partes (la intuición del primer tipo de fatalismo, si pensamos en Flitcraft), pero había patrones que sugerían regularidades en el conjunto (la intuición del último tipo de fatalismo, si pensamos en Flitcraft como Pierce). El universo estaba lleno de azar y era estocástico (determinado de forma aleatoria), pero los patrones podrían ayudarnos a orientarnos en el mundo.

Galton era brillante, sin duda, pero su fe en las leyes lo extravió de manera grave. Se convirtió en el fundador de la eugenesia, un movimiento cuyos seguidores creen que se puede mejorar la calidad genética de la población humana, entre otras cosas, esterilizando de forma obligatoria a segmentos de la población que se consideren menos calificados. Dicha lógica se extendió tanto durante un tiempo que incluso la Suprema Corte de Estados Unidos sustentó esa práctica en *Buck v. Bell* (1927) cuando el juez Oliver Wendell Holmes concluyó: «Tres generaciones de imbéciles son suficientes». La ambición de Galton era crear «orden» y eliminar el papel del azar y la «inferioridad» percibida en nuestras poblaciones. Y ya conocemos la tremenda devastación que produjo esa lógica a lo largo del siglo XX.

Por el contrario, Peirce abrazó el azar y la aleatoriedad, y eso lo condujo a... ¡los seguros! De hecho, la comprensión de Peirce del mundo —que la aleatoriedad está en todas partes, pero que resulta predecible en el conjunto— es la base de los seguros y las finanzas modernas. Las herramientas necesarias para orientarse en un mundo lleno de incertidumbre es lo que brinda el quehacer financiero. El riesgo está en todas partes, es innegable, y no debemos ignorarlo ni rendirnos ante él,

debe gestionarse. Y los seguros son la principal forma en que gestionamos los riesgos en nuestras vidas.

A muchos de mis estudiantes los convocan las finanzas, pero a menudo por las razones equivocadas. Su visión de las finanzas la conforman inversionistas y banqueros: quieren trabajar en bancos de inversión o en las llamadas administraciones de activos alternativos, como los fondos de cobertura o los fondos de capital privado. Me sorprende y me gusta cuando un alumno llega a mi oficina interesado en aventurarse por el camino menos transitado: las finanzas de las instituciones en la economía real o, mejor aún, de los seguros.

Entrar en el área de seguros es la mejor apuesta a contracorriente, dada la imagen generalizada de los ejecutivos de seguros hoy en día: aburrida, *nerd* y un tanto perversa mientras se aprovechan de los males de los demás. No siempre fue así: los ejecutivos de seguros alguna vez fueron héroes, como los personajes interpretados por Fred MacMurray y Edward G. Robinson en la película de cine negro más grande de la historia, *Pacto de sangre*. Ahora tenemos al olvidable e irritante Ned Ryerson de *Hechizo del tiempo* que ofrece un seguro de vida de prima única.

De vez en cuando, mis alumnos se impresionan cuando les digo que el capitalista más venerado de hoy, Warren Buffett, construyó su negocio a partir de los seguros. Buffett transformó una empresa textil en un vehículo de inversión al financiarla con un negocio de seguros. De hecho, gran parte de lo que se atribuye a la habilidad de inversión de Buffett se entiende mejor como su capacidad para obtener financiamiento a bajo precio por medio de las compañías de seguros. Entendió lo atractivo que puede resultar un seguro. Lo mismo hizo aquel insuperable personaje norteamericano, Ben Franklin, quien fundó la primera compañía de seguros contra incendios en las colonias. Entonces, ¿qué es lo que pasas por alto cuando volteas la mirada ante la mención de un seguro?

Al igual que muchas innovaciones en finanzas, los seguros se originaron con los riesgos de viajar, a menudo en el mar. Los viajes normalmente se financiaban con préstamos, pero el comerciante-

prestatario era responsable (dado el caso, esclavizado) si los bienes no llegaban. Y las rutas de viaje eran peligrosas. Por lo tanto, un préstamo se ligaba a un seguro por medio de un «contrato de riesgo marítimo». Se trataba de un préstamo estándar, pero el prestatario no tendría que pagar en caso de que los bienes fueran robados o se perdieran a causa de las tormentas. A su vez, el prestamista sería compensado con una tasa de interés más alta que la que cobraría en otra circunstancia. Entonces el riesgo de perder bienes en tormentas o a manos de piratas se compartía y se cotizaba. Aquellos mejor capacitados para asumir el riesgo (¿tomarías ese préstamo si supieras que una tormenta imprevista podría resultar en tu esclavitud?) —los financieros— cobrarían a los comerciantes por asumir ese riesgo.

El otro gran riesgo que enfrentaban los cargamentos comerciales era la posibilidad de encallar y verse obligados a deshacerse de los productos para salvar el viaje. La «ley de echazón» se desarrolló alrededor del año 1000 a. C., conocida como *Lex Rhodia* o Ley de Rodas (por la isla de Rodas). Hasta hoy persiste con el nombre de derecho de avería. El espíritu de esta práctica se establece con puntualidad cuando se aborda en el Código de Justiniano de hace más de mil años:

La Ley de Rodas estipula que si la mercancía se arroja por la borda para aligerar un barco, la misma que se ha abandonado en favor de todos debe reemplazarse con la contribución de todos<sup>[15]</sup>.

Si un capitán tiene que arrojar algunos bienes por la borda para salvar otros bienes, es justo que los propietarios de los bienes que se han salvado compensen a los propietarios de los bienes que se desecharon. Incluso hoy, los barcos declaran el derecho de avería, según las Reglas de York y Amberes, y les imponen esos costos a los propietarios de la carga.

La práctica del derecho de avería es una combinación de riesgos, que es la esencia de los seguros. Los seguros unen a las personas por medio de la repartición del riesgo: todos estamos juntos en esto. La puesta en común que se logró con el derecho de avería ocurre de manera obligatoria como una cuestión de derecho marítimo y no según un contrato de seguro



voluntario. Entonces, ¿cuándo y cómo el seguro se volvió más personal y voluntario?

Para los romanos, uno de los peores riesgos que enfrentaban era una vida de ultratumba llena de insatisfacción. Y la única manera de prevenir ese desenlace era con un entierro apropiado. ¿Pero cómo podían asegurarse de que alguien cuidaría de su entierro? ¡Con un seguro! Las sociedades de entierro romanas eran asociaciones voluntarias, comunes sobre todo entre los soldados viejos, donde la cuestión de financiar los gastos de los funerales se compartía con personas de creencias y estatus social similares, de modo que pudieras asegurarte de contar con un entierro apropiado... y, por tanto, alcanzar la salvación.

De hecho, la palabra «aseguramiento» (que he incluido en dos variantes en el párrafo anterior) vincula los seguros y la salvación, ya que significa ambas cosas en diferentes ámbitos. Es un sinónimo de seguro, así como una doctrina cristiana que indica el camino a la salvación<sup>[\*]</sup>. La idea de que la salvación es el último pago de un seguro es la lógica de otro famoso rompecabezas probabilístico. Pascal, uno de esos pioneros de la probabilidad, propuso la célebre «apuesta de Pascal» para sugerir que valía la pena creer en Dios, incluso si la probabilidad de una presencia divina era pequeña. En efecto, Pascal se preguntó: «¿En realidad vale la pena creer en una eternidad en el infierno?».

Las sociedades de entierro romanas ejemplifican la forma organizativa que predominó en los seguros hasta finales del siglo anterior: organizaciones fraternales y voluntarias que daban seguros para sus miembros. Está, por ejemplo, la Orden Independiente de los Socios Extraños (Independent Order of Odd Fellows, IOOF), sí, socios extraños. El nombre se originó tal vez en el conjunto de operaciones *extrañas* (*odd*)<sup>[\*\*]</sup> que practicaban sus integrantes. A la vuelta del siglo pasado, esta sociedad fraterna tenía casi dos millones de miembros en América del Norte repartidos en dieciséis mil logias y era el mayor proveedor de seguros por discapacidad, que compensaba la pérdida de ingresos sufrida por los trabajadores en los sitios de trabajo cada vez más peligrosos de la era industrial.

Agrupar los riesgos es un impulso humano natural, ya que estos riesgos —por ejemplo, ¿cómo sobrevivirá mi familia si no puedo trabajar y ser la fuente de ingresos?— son demasiado onerosos para que la mayoría de las personas los pueda cubrir por su cuenta. La importancia de los seguros también se ilustra en las prácticas que reemplazaron. Varios estudiosos han atribuido la disminución de las historias de brujería con el aumento de los seguros. El historiador Alan Macfarlane advierte que:

el castigo de las brujas no era meramente por delitos pasados... [sino que se] consideraba como un requisito previo para la curación de la brujería y como un seguro contra desastres futuros<sup>[16]</sup>.

Y el historiador Owen Davies señala que, con el aumento de los seguros, «no solo disminuyeron el alcance y el impacto del infortunio, sino que la responsabilidad por la experiencia del infortunio comenzó a recaer en las fallas de estos mecanismos de protección»<sup>[17]</sup>. Si la opción es ahogar a tu vecina después de acusarla de bruja, quejarse de que la compañía de seguros decline tu reclamo no debería ser tan malo.

Si los seguros satisfacen una necesidad humana tan básica y esto se logra al agrupar los riesgos entre los individuos, la gran pregunta que se plantea enseguida es: ¿cuánto debe pagar la gente por ello? ¿Cuáles deberían ser las cuotas de la sociedad de entierro o de la IOOF? Aquí es donde las cosas se complican y donde el quincunce y la distribución normal vuelven a ayudarnos. Incluso si no podemos predecir nuestros propios resultados individuales debido a la naturaleza de la aleatoriedad, podemos predecir los resultados en su conjunto, debido a la omnipresencia y perspectiva de esa distribución normal. De hecho, esa es justo la lógica en la cual se basa la industria de seguros. Usando nuestra experiencia histórica en las medias poblacionales, podemos estimar las probabilidades y el precio de las pólizas de seguros, tal como lo hizo Peirce en aquella serie de conferencias en Harvard.

Sin embargo, ese enfoque puramente estadístico pasa por alto una cuestión clave: cuando ofrece un contrato de seguro, no conoce todo sobre

el que compra el seguro. Las consecuencias pueden ser graves: tanto que de hecho tuvieron un papel decisivo y subestimado en la Revolución francesa. Luis XVI y sus ministros de finanzas no le dieron importancia al problema y, como resultado, establecieron el precio de los seguros de manera equivocada, y lo pagaron muy caro.

El gran error del antiguo régimen consistió en ofrecer un seguro para las personas que estaban preocupadas por vivir demasiado tiempo. ¿Por vivir demasiado tiempo? Nos puede parecer extraño ver esto como un contratiempo por el que vale la pena asegurar a alguien. Sin embargo, históricamente los individuos se han preocupado más por vivir demasiado tiempo que por morir de forma prematura. Esto se debe a que si vivimos demasiado tiempo, en lugar de morir jóvenes, podemos agotar nuestros ahorros y morir en la pobreza; piensa en lo que le sucedió a Peirce. Ese riesgo, el riesgo de la longevidad, puede resolverse «anualizando» tu riqueza actual. Las *anualidades* son contratos en los que inviertes una suma global y la aseguradora te paga una cantidad anual fija hasta que falleces. Esta puede ser una forma efectiva para asegurarte de que tendrás ingresos hasta que mueras.

De hecho, esos contratos de anualidades fueron una forma predominante de financiamiento público para Inglaterra y Francia durante el siglo XVIII. Y se hicieron viables a partir del registro de nacimientos y muertes. En efecto, algunas de las primeras manifestaciones de esas curvas normales tenían que ver con la mortalidad. Si sabemos cuándo morirán personas de diferentes edades, en promedio, podemos asegurarnos de que el precio de las anualidades funcione. Cada grupo de edad obtendría una tasa de anualidad diferente según la mortalidad esperada.

Cuando Inglaterra y Francia pelearon durante el siglo XVIII, se vieron obligados a gastar grandes cantidades en guerras, incluida la muy cara Guerra de los Siete Años. De hecho, se hallaban inmersos en una especie de carrera armamentística, lo cual aumentaba las demandas fiscales de las aventuras militares. Antes del siglo XVIII, ambos países tenían un historial de haber incumplido con sus obligaciones públicas de varias maneras. Inglaterra reformó su sistema con la Revolución Gloriosa y creó un sistema de finanzas públicas que garantizaba que los gastos se financiaran

con el cobro de impuestos, promulgando una versión temprana de un sistema presupuestario equilibrado.

En contraste, Francia continuó siendo un desastre fiscal y comenzó a depender cada vez más de brindarle anualidades a su población. Lo que llamó la atención es que estaban tan desesperados por obtener financiamiento que decidieron que los individuos de todas las edades podían obtener la misma anualidad. Los mismos pagos anuales se ofrecieron a niños de cinco años, así como a adultos de ochenta durante el tiempo que vivieran. El pago anual se estableció sobre la idea de que un típico grupo de inversionistas se interesaría en estas anualidades, por lo que en promedio una tasa de anualidad uniforme estaría bien.

Este episodio histórico nos da un ejemplo brutal de una razón por la cual los seguros son tan complicados: la selección adversa. ¿Adivina quién le proporcionó fondos al gobierno francés con la compra de anualidades? Como era de esperar, los ancianos no aceptaron la oferta, pero los jóvenes sí, justo aquellos que serían los jubilados más caros para el gobierno francés.

Se pone mejor. En el que tal vez sea el ejemplo más antiguo de ingenieros financieros que causan estragos en el mundo, un grupo de banqueros suizos compró anualidades para niñas de cinco años de edad que se sabía que provenían de un ambiente particularmente saludable. Luego, permitieron que las personas invirtieran en carteras de esas anualidades, en lo que quizá sea el primer ejemplo de *titulización*. En la época de la Revolución francesa, estas anualidades eran la principal fuente de financiamiento del gobierno y la mayoría de los jubilados tenían menos de quince años.

Estas obligaciones crearon una crisis fiscal que llevó al incumplimiento de otra deuda que asumió la sociedad en general. A su vez, el descontento resultante condujo a la Revolución francesa. La autopsia de estos instrumentos que en la década de 1790 llevaron a cabo los futuros ministros de finanzas condenó la imbecilidad del antiguo régimen y la injusticia de las anualidades. Parecían regalos a personas como los banqueros suizos que podían entender las maquinaciones. De manera sorprendente, una de esas anualidades, la cual se extendió a los

descendientes del comprador en un obsequio muy generoso, sigue pendiente hasta hoy. Todavía hay un rubro presupuestario para el gobierno francés de €1.20 para el «Linotte rente» emitido en 1738, testimonio del hecho de que todavía vivimos en un mundo que creó la Revolución francesa.

Incluso si los franceses hubieran tenido tasas de anualidades que variaran según la edad, como era claro que debían tenerlas, la cuestión de la selección adversa habría persistido. Las personas que saben que están lo suficientemente saludables para sobrevivir su esperanza de vida, comprarán estas anualidades, mientras que las personas que se saben con historias que indican una mortalidad prematura nunca invertirían. De hecho, los economistas Amy Finkelstein y James Poterba han demostrado que el gran mercado de planes de retiro del Reino Unido sigue mostrando esta misma tendencia: las personas que compran planes de retiro viven más que las personas que no lo hacen. Eso significa que el precio de los planes debe tratar de anticipar cuánta selección adversa habrá, y eso no es fácil.

El dilema de la selección adversa —no poder asegurarse de que las personas que se aseguran cumplan con tu expectativa de aquellos que comprarán el seguro— es tan solo una de las dos grandes dificultades que enfrentan los seguros. Los esquemas nebulosos de las finanzas públicas francesas del siglo XVIII también son un ejemplo de este segundo problema.

Solo para hacer las cosas más interesantes, el gobierno francés permitió que las personas compraran anualidades en grupos, y luego el pago de cada individuo aumentaría a medida que otros miembros del grupo murieran. Por lo tanto, el gobierno pagaría una cantidad fija al grupo hasta que el último integrante falleciera y, a medida que murieran las personas, los sobrevivientes obtendrían cantidades cada vez mayores de esa cantidad. El último sobreviviente recibiría pagos muy grandes hasta que ellos también fallecieran. Estos esquemas se llamaban *tontinas*.

En efecto, se trata de un plan de retiro con el atractivo adicional de que cuando vives más es como si te sacaras la lotería. También ayuda al gobierno porque puede predecir con más facilidad cuándo morirá la última persona en lugar de cuándo morirá una persona promedio. Los esquemas de tontinas siguieron siendo comunes hasta finales del siglo pasado en Estados Unidos y Europa. La sede original de la Bolsa de Nueva York estaba justo afuera de Tontine Coffee House, un edificio financiado por la creación de una tontina. Los académicos estiman que nueve millones de pólizas de seguro tontinas estaban vigentes en Estados Unidos a principios del siglo xx, lo cual corresponde a 8 % de los recursos nacionales.

¿Qué podría salir mal con estas tontinas? Bueno, ¿cómo reaccionarías si los pagos de tu seguro dependieran de la mortalidad de otras personas? Para saberlo, es útil, como casi siempre, consultar a los Simpson. Si fueras el señor Burns, el malévolo propietario de la planta de energía nuclear, tratarías de matar a todas las otras partes que conforman tu tontina, incluyendo al abuelo de Bart.

Este argumento de los Simpson sería un buen ejemplo de cómo la presencia de un seguro puede crear un incentivo para alterar tu comportamiento, una manifestación de lo que se conoce como *riesgo moral*. El ejemplo no es perfecto, ya que en general una persona asegurada asume más riesgos a causa del seguro, y no al tratar de matar a alguien a causa del seguro, pero entiendes la idea. Los seguros y las redes de seguridad de todo tipo pueden llevar a asumir más riesgos, y las aseguradoras tienen que pensar en respuestas conductuales al establecer el valor de una póliza. Para obtener más información sobre este tema, simplemente reproduce la película clásica de cine negro *Pacto de sangre* y piensa en el personaje de Barbara Stanwyck: eso significa estar en un grave riesgo moral.

Dada la relevancia de la selección adversa y el riesgo moral, ¿cuáles son los mejores mecanismos para afrontarlos? Asegurarse de que los fondos de los seguros no estén sujetos a que las personas elijan de manera ventajosa las pólizas es de lo que se tratan las obligaciones estatales de comprar seguros, así como los seguros que proveen las empresas. De manera similar, los deducibles aseguran que las personas no abusen de la

atención médica por el hecho de que estén aseguradas. Pero ¿qué *organización* es la más adecuada para agrupar el riesgo y contrarrestar los efectos del riesgo moral y la selección adversa? Debe ser una en la que la membresía no sea una opción, de modo que no opere la selección adversa, y una donde pueda controlarse de cerca el comportamiento de cada uno para asegurarse de que el riesgo moral no funcione en su contra.

Bueno, por supuesto, es la familia. Tú no eliges a tu familia, por lo que eso cubre la parte de la selección adversa. Y las familias brindan la intimidad para asegurarse de que el comportamiento no cambie para aprovecharse del seguro. De hecho, las familias han sido la fuente de aseguramiento más importante durante milenios. Varios estudios han confirmado que en una familia y en las familias extendidas se facilitan todo tipo de aseguramientos, en particular en países en desarrollo. Como un claro ejemplo de esto, considera lo que sucedió con la tasa de «formación de hogares» después de la crisis financiera. Vimos un colapso en la creación de nuevos hogares cuando los jóvenes regresaron con sus padres después de la recesión financiera. Como dijo Robert Frost, «El hogar es ese lugar al que si acudes han de recibirte».

Esto no significa que las familias sean mecanismos ideales para proveer seguros. Los beneficios de la agrupación están limitados por su tamaño y por el hecho de que las familias son complejas. Un indicador de que las familias no siempre son el mejor medio para brindar un seguro fue el rápido aumento de las personas mayores que viven solas después de la creación de las pensiones que otorga el Estado. Los veteranos del ejército de la Unión de la Guerra Civil fueron algunos de los primeros estadounidenses que recibieron generosas pensiones. La economista Dora Costa ha demostrado que en aquella época adoptaron planes de vivienda separados de sus hijos en una proporción mucho más alta que la población general, lo cual sugiere que el aseguramiento familiar puede no ser de interés para todos. Las pensiones crearon una opción para el modo de vida que eligen los adultos mayores, y muchos decidieron que las pensiones familiares no eran tan buenas como las pensiones del gobierno. A veces, la ausencia en realidad hace que el cariño crezca.

¿Cómo nos ayuda a interpretar el mundo el conocimiento de la omnipresencia del riesgo y la naturaleza de los seguros? Para ello, podemos volver a Peirce. ¿Por qué Peirce, el notable hombre renacentista que aceptaba tanto el azar como las regularidades de la distribución normal, concluyó que deberíamos vernos a nosotros mismos como compañías de seguros?

Para Peirce, si el «el azar surge en todos los caminos de los sentidos»<sup>[18]</sup>, de manera natural se seguía que «todos los asuntos humanos dependen de las probabilidades, y lo mismo es cierto en todas partes»<sup>[19]</sup>. La primera lección de Peirce proviene de la asunción del azar. Esta asunción lo llevó a uno de sus descubrimientos más importantes. En un experimento usó una baraja de cartas para asegurarse de que los sujetos fueran asignados aleatoriamente, de modo que los resultados fueran más creíbles e imparciales. Esa fue la primera instancia de aleatorización en ensayos científicos, una herramienta que ahora es una regla de oro en la investigación intelectual. En lugar de negarlo, Peirce comprendió que asumir la omnipresencia del riesgo era un método efectivo; en realidad, puede ser la base de la sabiduría.

Una vez que se adopta la aleatoriedad, queda la tarea de darle sentido al mundo y buscar los patrones que pueden guiar su comportamiento. Eso nos lleva a la probabilidad como la única manera de entender realmente el mundo: nada es cierto por completo y debemos acercarnos al mundo de forma probabilística. Si queremos entender cómo son las cosas probables y cómo funciona el mundo, la única forma de descubrir estas probabilidades es por medio de la experiencia, al igual que con una compañía de seguros. Cuanta más experiencia tenga una compañía de seguros con una población, mejor será su comprensión de las probabilidades y más exitoso será su negocio. Es por eso que, en efecto, todos somos compañías de seguros: la experiencia es el método fundamental para comprender cómo prosperar.

El énfasis de Peirce en los seguros fue una extensión natural de su filosofía del pragmatismo. El pragmatismo es lo opuesto al solipsismo; en



el pragmatismo, las verdades son valiosas solo en la medida en que pueden comunicar las acciones, y las acciones son valiosas solo si confirman una verdad. En distintas ocasiones, Peirce se refiere a la experiencia con el término estadístico «muestreo». Solo mediante el muestreo de lo que el universo nos ofrece podemos aprender algo de valor. Deberíamos experimentar lo más que podamos —así como deben hacerlo las compañías de seguros— para tomar buenas decisiones y entender el mundo con las probabilidades adecuadas. *Carpe diem*, en efecto.

Finalmente, Peirce llevó la importancia de la experiencia a su extremo lógico. Si nuestra experiencia es lo más importante para comprender el mundo, ¿cómo debemos acercarnos a los otros en el mundo? En un giro notable, Peirce desarrolla un análisis sobre cómo la estrategia de las apuestas de la martingala requiere un horizonte infinito, y cómo las compañías de seguros establecen los valores de sus pólizas, para construir un argumento en torno a la vida virtuosa, en esencia debido a nuestra propia mortalidad:

La muerte hace que el número de nuestros riesgos, de nuestras inferencias, sea finito, así como que el resultado promedio sea incierto. La idea misma de probabilidad y de razonamiento se basa en la suposición de que este número es indefinidamente grande. De este modo, llegamos a la misma dificultad que antes, y solo puedo ver una solución... La lógica requiere de forma inexorable que nuestros intereses no sean limitados. No deben detenerse en nuestro propio destino, sino que deben abarcar a toda la comunidad. Esta comunidad, una vez más, no debe ser limitada, sino que debe extenderse a todas las razas de seres con los que podemos establecer una relación intelectual inmediata o mediata. Debe ir, aunque sea de manera imprecisa, más allá de esta época geológica, más allá de todos los límites... La lógica está enraizada en el principio social. Para ser lógicos, los hombres no deben ser egoístas<sup>[20]</sup>.

Si nuestras propias experiencias son intrínsecamente limitadas, para entender el mundo es necesario integrar las experiencias y el bienestar de los demás. En contra de la idea del darwinismo social, Peirce creía que la lógica de los seguros y el muestreo conducían de forma inexorable a «ese famoso trío de Caridad, Fe y Esperanza, que, en la opinión de San Pablo, son los mejores y más grandes dones espirituales»<sup>[21]</sup>. Debemos comprender a los demás para entender el mundo: el imperativo de sumar

experiencias lo exige. Para Peirce, los seguros nos enseñan que la experiencia y la empatía son los métodos clave para lidiar con el caos del mundo.

Wallace Stevens, «la quintaesencia de la poesía norteamericana del siglo XX»<sup>[22]</sup>, según el crítico Peter Schjeldahl, no mostró interés por una parte considerable de la filosofía. Después de un ensayo de 1944 acerca de la superioridad de la poesía sobre la filosofía, un amigo lo reprendió por no leer a los filósofos adecuados. Stevens respondió a su amigo que «la mayoría de los filósofos modernos son demasiado académicos»<sup>[23]</sup>, pero apuntó una excepción: «Siempre he sentido curiosidad por Pierce [*sic*]». Varios críticos han notado los profundos vínculos intelectuales entre Peirce y Stevens, pero también hay algo interesante: Stevens apreciaba los seguros incluso más que Peirce. Trabajó como ejecutivo de una compañía de seguros toda su vida, incluso cuando su éxito como poeta significaba que no tenía que hacerlo.

Stevens rechazó la oferta de ser el profesor de poesía de la cátedra Charles Eliot Norton en Harvard. En cambio, dedicó la mayor parte de su vida a pensar cómo la Compañía de Indemnizaciones y Accidentes Hartford debía resolver o litigar las reclamaciones de seguros. El poeta John Berryman, en su elegía para Stevens, se burló llamándolo «un hombre gracioso interesado en el dinero» «entre los actuarios»<sup>[24]</sup>. ¿Pero qué veía Stevens en los seguros? Como hemos dicho, los seguros tratan de dar sentido al caos de la experiencia humana al sacar provecho de los patrones y luego crear mecanismos de agrupación para que podamos manejar ese caos. Para Stevens, la poesía tenía el mismo objetivo al abordar el caos del mundo.

En su prefacio al libro *Ideas de orden*, Stevens dijo que se trataba de «poesía pura» con el objetivo de abordar la «dependencia del individuo, confrontando la eliminación de ideas establecidas, del sentido general de orden»<sup>[25]</sup>. Además de los dramáticos acontecimientos del primer tercio del siglo XX (la Primera Guerra Mundial y la Gran Depresión), Stevens también fue sensible al caos de la naturaleza y de nuestras propias mentes.

En el poema «La idea de orden en Key West», Stevens concluye con un anhelo fundamental: «¡Oh! Bendita rabia por el orden». El biógrafo de Stevens, Paul Mariani, califica esto como un llamado a la única «arma contra el caos que invade no solo el exterior sino también, lo cual es más aterrador, nuestro interior... Clama por una ficción que nos sostenga»<sup>[26]</sup>. En el poema, Stevens contrasta «la oscura voz del mar» y las «caídas sin sentido del agua y el viento» con la voz de una cantante que «cantaba más allá del genio del mar», sugiriendo que el arte —narrativa, música, poesía— era la única manera de sobrevivir al caos del mundo.

La poesía era decisiva para Stevens porque revelaba cómo la imaginación podía ayudarnos a dar sentido al caos que nos rodeaba. En su ensayo «La imaginación como valor», Stevens arremete contra la idea de Pascal de que «la imaginación es esa parte engañosa en el hombre, esa dueña del error y la falsedad». Al contrario, Stevens concluye que «la imaginación es el único genio»<sup>[27]</sup> y la «única pista a la realidad»<sup>[28]</sup>. ¿Por qué era tan importante la imaginación? Para Stevens, «la imaginación es el poder de la mente sobre las posibilidades de las cosas»<sup>[29]</sup> y es el «poder que nos permite percibir lo normal en lo anormal, lo opuesto al caos en el caos»<sup>[30]</sup>. Stevens casi suena como uno de los primeros descubridores de la distribución normal.

Percibir lo normal en lo anormal es justo la base de los seguros y es lo que nos ayuda a lograr lo opuesto al caos en medio del caos del mundo. Peirce también comprendió que la imaginación era tan poderosa como la ciencia y el racionalismo para enfrentar el azar y el caos. En contraste con el hiperracionalismo de Pascal, Peirce creía en el valor de la imaginación tanto como Stevens, y concluyó que «la obra del poeta o el novelista no es tan diferente a la del científico»<sup>[31]</sup>.

El problema fundamental de la vida tanto para Peirce como para Stevens, y para Hammett en su parábola de Flitcraft, era enfrentar el desorden y el caos, darle sentido, no negarlo, vivir con él. Para Peirce, los seguros se volvieron la metáfora central para explicar cómo afrontarlo por medio de la experiencia, el pragmatismo y la empatía. Para Stevens, un hombre que pasó su vida negociando reclamaciones de seguros en lugar de dedicarse únicamente a la poesía, la imaginación fue la herramienta

central para lidiar con la omnipresencia del caos y para buscar y ver el orden oculto de las cosas en medio del caos. No es de extrañar que Stevens concluyera que «los reclamos de la poesía y las fianzas no son una combinación tan improbable como pueden parecer»<sup>[32]</sup>.

UN NEGOCIO RIESGOSO<sup>[1]</sup>

[Jane Austen]

Si los esquemas irresponsables de las finanzas públicas francesas hallaron un espacio en *Los Simpson*, ¿qué surgió de los instrumentos financieros que Gran Bretaña utilizó para financiar a su gobierno? De hecho, estos bonos figurarían en buena medida en la literatura inglesa del siglo XIX.

*Orgullo y prejuicio*, de Jane Austen, abre con la famosa frase: «Es una verdad reconocida universalmente que un soltero dueño de una gran fortuna debe necesitar una esposa»<sup>[2]</sup>. Para medir la fortuna —y así establecer uno de los criterios clave de elegibilidad—, la sociedad consideraba los ingresos anuales y la seguridad que ofrecían. A menudo estos ingresos se generaban por medio de inversiones en bonos del gobierno británico denominados «tres por ciento» o «cinco por ciento». Estos bonos perpetuos, llamados *consols* (consolidados), no terminaban con la muerte, como anualidades o tontinas, sino que duraban para siempre, brindando estabilidad familiar durante generaciones.

La elegibilidad que generaban los ingresos anuales fue un factor crítico en el problema de la administración de riesgos que figura en buena parte de la literatura inglesa del siglo XIX: las dificultades que enfrentan las mujeres jóvenes en el mercado matrimonial. Las oportunidades para gozar de seguridad financiera debían compararse con los riesgos intrínsecos de varios pretendientes: hacer ese balance es lo que preocupa a muchas heroínas y su familia en estas novelas. En la que tal vez sea la propuesta de matrimonio más torpe, el señor Collins se acerca a Lizzy Bennet, la heroína de *Orgullo y prejuicio*, y le pide su mano con un gesto irremediabilmente narcisista. A pesar del rechazo de Lizzy, Collins no se rinde. En lugar de halagar o cortejar a Lizzy, Collins sostiene que Lizzy debe aceptar su propuesta, dados los riesgos que enfrenta.

Luego de explicar una vez más qué lo hace tan valioso, Collins concluye:

Habrás de considerar que a pesar de tus numerosos atractivos no es seguro que se te haga otra proposición de matrimonio. Tu fortuna es, por desgracia, tan escasa que con toda probabilidad anulará los efectos de tu amabilidad y gratas cualidades. Y dado que por eso deduciré que no procediste con sinceridad al rechazarme, optaré por atribuirlo al deseo de acrecentar mi amor con este fracaso, de acuerdo con las normas habituales de las mujeres elegantes<sup>[3]</sup>.

En resumen, confórmate conmigo o date cuenta de que podrías terminar sin nada, sobre todo con tus escasos medios. Y seguramente, Lizzy, no serías tan tonta, ¿o sí? La madre de Lizzy le advierte: «Te aseguro que si se te ocurre rechazar todas las propuestas de matrimonio, jamás te casarás,

y no sé quién te mantendrá cuando muera tu padre. *Yo no podré, te lo advierto*»<sup>[4]</sup>. Como observa la hermana de Lizzy, Mary, los riesgos para una mujer en el mercado matrimonial eran enormes, ya que «un paso en falso la lleva a una ruina sin fin»<sup>[5]</sup>. Lizzy rechaza a Collins con habilidad después de obtener el permiso de su padre. Ella quiere seguir tirando los dados.

Al día siguiente, con una lógica similar, Collins termina conquistando a la mejor amiga de Lizzy, Charlotte Lucas, a quien no le gustan tanto los riesgos. Charlotte parece estar en sintonía con el pragmatismo de Collins. Ha asumido la convicción de que «la felicidad en el matrimonio es una cuestión de azar»<sup>[6]</sup>, por lo que el cortejo o la química son de poca utilidad para encontrar a la pareja adecuada. Y después de todo, concluye Charlotte:

Ya sabes que no soy romántica, que nunca lo he sido. Solo busco un hogar, y considerando el carácter, las relaciones y la posición social del señor Collins, estoy segura de que mis probabilidades de ser feliz con él son tan grandes como las de la mayoría de la gente al contraer matrimonio<sup>[7]</sup>.

En pocas palabras, desde su perspectiva, se trata de una buena idea, pues no tiene mayor interés en el riesgo financiero y eso es lo que espera de los riesgos y retornos de un vínculo matrimonial. Ante los riesgos del mercado matrimonial, Charlotte opta por la comodidad frente a una mayor exposición al riesgo, mientras que Lizzy elige un riesgo permanente con la esperanza de un resultado romántico.

Los problemas de administración de riesgos que enfrentan Lizzy y Charlotte para encontrar un esposo son como las ventajas y desventajas que enfrentamos en muchos otros entornos. ¿Vale la pena tener una educación superior? ¿Los beneficios de esa educación compensarán los riesgos de la especialización y el endeudamiento? ¿Vale la pena invertir tu capital humano en esa empresa de nueva creación que podría fracasar en los próximos doce meses? ¿Debes seguir buscando el trabajo perfecto o aceptar la oferta que tienes frente a ti? Estas preguntas involucran, de forma implícita, el riesgo y el rendimiento, y te obligan a pensar cómo asignar tu tiempo, tu energía y tus recursos, dado un conjunto de opciones

ante un futuro incierto. Y este problema de asignación es justo el meollo de las finanzas.

Los seguros, como vimos, son una poderosa herramienta para administrar los riesgos de mortalidad, longevidad o desastres naturales. ¿Pero qué pasa con los riesgos que enfrentamos en el mercado laboral o en el mercado matrimonial? No hay pólizas de seguro disponibles para esos riesgos. Afortunadamente, las finanzas han adaptado la lógica de los seguros para crear las dos herramientas de administración de riesgos más valiosas que tenemos disponibles: las opciones y la diversificación. Estas estrategias de administración de riesgos pueden parecer esotéricas e inconexas. Por suerte, el personaje de Violet Effingham de *Phineas Finn*, de Anthony Trollope, como veremos, es una buena guía sobre el problema de la administración de riesgos del mercado matrimonial, que llegó a intuir ambas estrategias mucho antes de que las finanzas modernas las formalizaran. Estos dos instrumentos también tienen un antepasado intelectual común: un oscuro matemático francés que nunca tuvo el reconocimiento que se merecía por resolver el problema que planteó un botánico inglés.

Si alguna vez te has detenido a reflexionar sobre cómo el polvo parece flotar cuando se ve a la luz del sol, has experimentado la misma sensación que tuvo el botánico Robert Brown en 1827. Mientras observaba que el polen emitía partículas en el agua, estas partículas parecían moverse al azar. ¿Por qué y cómo se movían? Con las partículas de polvo ocurría lo mismo, con lo cual quedaba claro que las partículas de polen no se movían de manera autónoma.

La historia estándar de los avances intelectuales que siguieron se cuenta así: en el *annus mirabilis* de 1905, cuando Albert Einstein aportó cuatro descubrimientos notables, ofreció la primera interpretación de los mecanismos del llamado movimiento browniano. Demostró que muchos procesos que parecen continuos (como el movimiento del polvo o el polen) son producto de muchas partículas discretas que se mueven alrededor. En otras palabras, las partículas de polen se movían de manera



continúa porque reaccionaban a pequeñas moléculas de agua que las golpeaban al azar. Esta idea fundacional transformó la física al demostrar la presencia de átomos y también proporcionó los instrumentos para describir en términos matemáticos todo tipo de procesos en apariencia aleatorios, dando lugar finalmente a la mecánica cuántica.

Las finanzas y la economía, que desde siempre envidiaron el rigor y el prestigio de la física, adoptaron estos hallazgos y comenzaron a imitar a las ciencias físicas, marcando así el principio del fin. Esta historia presupone que las finanzas perdieron el camino al favorecer la precisión y los modelos sobre la realidad humana, y al tratar de describir fenómenos inherentemente sociales con la física y la mecánica cuántica.

La narrativa resulta conveniente para aquellos a quienes no les gusta el progreso de las finanzas, pero es una historia intelectual de mala calidad. De hecho, un personaje que se le adelantó a Albert Einstein por cinco años fue Louis Bachelier, un estudiante de doctorado en París. En lugar de estudiar el movimiento de las partículas, estudió el movimiento de las acciones bursátiles y obtuvo un modelo matemático para describir todo tipo de movimiento, incluido el movimiento de las partículas de polen que observó Robert Brown. ¿Cómo lo hizo? Se dio cuenta de que podía emplear y generalizar la distribución mágica creada por el quincunce en entornos donde los resultados no eran las ubicaciones de las bolas que caían, sino los procesos de movimiento que eran el efecto de que muchas moléculas se comportaran como si estuvieran atravesando un quincunce. Aún más, sus datos sobre los precios de las acciones coincidían muy bien con esa descripción matemática. En aquella época se menospreciaba el uso de la información del mercado de valores, y a pesar de su descubrimiento, Bachelier nunca tuvo el reconocimiento que merecía. De hecho, matemáticos destacados dijeron con falsedad que Bachelier había cometido errores, obligándolo a permanecer en los márgenes de la academia francesa y a morir en una relativa oscuridad.

Como tal, la idea de que las finanzas, un estudio de los mercados y los fenómenos sociales inherentes, se perdieron en el camino de la física, una ciencia «dura» de la precisión, es simplemente errónea. Al contrario, como ha dicho el filósofo e historiador Jim Holt:

Esta es la cronología correcta: se propone una teoría para explicar una misteriosa institución social (la Bolsa de París). Luego se usa para resolver un misterio de nivel medio en física (movimiento browniano). Finalmente, aclara un misterio aún más profundo en la física (comportamiento cuántico). La conclusión es clara: el misterio del mercado explica el misterio cuántico, no al revés. Considéralo de esta manera: si Isaac Newton hubiera trabajado en Goldman Sachs, en lugar de sentarse debajo de un árbol de manzanas, habría descubierto el principio de incertidumbre de Heisenberg<sup>[8]</sup>.

Aparte de un interesante giro de la creencia generalizada, la historia del descubrimiento de Bachelier es también la historia de las dos estrategias de administración de riesgos más importantes: las opciones y la diversificación. La capacidad de Bachelier para describir en términos matemáticos el movimiento de los precios de las acciones como «paseos aleatorios», le dio la base para determinar de forma rudimentaria el precio de los contratos de opciones que se estaban negociando en París y que desde el siglo XVII se habían celebrado en Ámsterdam. Myron Scholes y Robert Merton ganaron el Premio Nobel en 1997 por una fórmula de precios que coincide (mejorándola de manera considerable) con la lógica casi olvidada que instituyó Bachelier. En última instancia, la habilidad de Bachelier para describir los precios de las acciones moviéndose al azar dio origen a la *teoría de cartera* al plantear la idea de que era imposible intentar ganarle al mercado: lo mejor que podías hacer era tener una cartera diversificada.

Quizás está mal burlarse de la historia de las finanzas francesas como lo hice en el capítulo anterior. Sí, los esquemas de finanzas públicas franceses eran inestables y poco prácticos en comparación con el sistema inglés. Pero en los mercados financieros parisinos podemos reconocer las ideas que dieron origen a la comprensión moderna de la administración de riesgos. Incluso los británicos, los inventores del sistema más estable, parecen haber admitido esto. El escudo real de armas del Reino Unido tiene la expresión francesa *Honi soit qui mal y pense*, que se traduce como «Que la vergüenza caiga sobre quien piense mal de ello».

Violet Effingham, personaje de la obra *Phineas Finn*, representa de forma excepcional el problema de la gestión de riesgos de protagonistas

femeninas como Lizzy Bennet. Al considerar los riesgos que puede correr con un pretendiente, Violet concluye:

Un niño y un hombre no deben preocuparse por sí mismos. Déjalos hacer lo que desean, luego se pueden enderezar. Déjalos que caigan como quieran, después puedes levantarlos. Pero una mujer sí tiene que cuidarse a sí misma<sup>[9]</sup>.

Violet deja en claro que las mujeres debían administrar sus riesgos con mucho más cuidado pues las consecuencias del fracaso eran mucho mayores. Por fortuna, Violet también sabía cómo manejar ese riesgo.

Violet rechaza la idea de simplemente esperar al tipo «perfecto».

No creo que sea posible enamorarse de alguien, como dicen las chicas. Me puede gustar un hombre, tal vez me gusta media docena... Pero preocuparme por cualquiera de ellos para amarlo, querer casarme con él, tenerlo para mí sola y ese tipo de cosas, no sé lo que significa<sup>[10]</sup>.

Entonces, ¿cómo es que Violet decidió casarse? Para Violet, todo era bastante simple. En el momento adecuado, ella solo elegiría entre alternativas en competencia:

Me quedaré con lo primero que venga después de que haya tomado la decisión... Después de todo, un marido es muy parecido a una casa o un caballo. No compras tu casa porque es la mejor casa del mundo, sino porque en ese momento quieres una casa. Vas a ver una casa, y si es muy fea, no la compras. Pero si crees que te irá bien, y si estás cansada de buscar casas, quédatela. Así es como uno compra sus caballos... y sus esposos<sup>[11]</sup>.

Para Violet, entender el matrimonio como el resultado de una búsqueda romántica por el hombre «perfecto» era una estrategia demasiado arriesgada. En su lugar, la estrategia adecuada era asegurarse de tener un buen conjunto de opciones cuando estuviera preparada para tomar esa decisión. Y eso es justo lo que hizo: después de acumular múltiples pretendientes, eligió a Lord Chiltern cuando se sintió lista para casarse.

En el lenguaje financiero, esto equivale a crear una cartera de opciones y luego invertir en un activo en el momento oportuno. La cartera de opciones te permite esperar hasta que estás listo para invertir y observar cómo evolucionan esos activos, lo cual es preferible a comprometerse con

un activo de forma apresurada o a tener la esperanza de que finalmente aparezca el activo «perfecto».

A las personas que trabajan en finanzas les encantan las opciones debido a la libertad y la oportunidad que representan. Y una buena parte de su vida la formulan en términos similares. Al continuar una formación profesional, por ejemplo, aumentan el «valor de opción», pues más títulos y relaciones significan que tendrán más opciones disponibles. Pero ¿qué son con exactitud las opciones y cómo se usan? El padre de la filosofía griega, los mercados financieros holandeses del siglo XVII y el empresario detrás de Federal Express son excelentes guías para entender esa pregunta.

El aprecio de Violet por el autoconocimiento como prerrequisito para el uso cuidadoso de las opciones tiene una profunda resonancia histórica. A Tales de Mileto, reconocido como el padre de la filosofía griega por el propio Aristóteles, se le atribuye muchas veces la frase «conócete a ti mismo», así como la primera transacción de opciones. Tales conquistó un lugar como el único filósofo entre los Siete Sabios de Grecia al ser el primero en dar explicaciones naturales —no sobrenaturales— de los fenómenos, defendiendo un pensamiento guiado por hipótesis e incluso llegando a predecir eclipses solares con los instrumentos más rudimentarios.

A pesar de estos notables logros, a Tales todavía le quedaba algo por demostrar. Según Aristóteles, la pobreza de Tales hizo que le «reprocharan la inutilidad de su filosofía»<sup>[12]</sup>. Al tratar de corregir esa percepción, Tales decidió aprovechar su capacidad para pronosticar una buena cosecha de aceitunas. «Juntó una pequeña suma de dinero y se aseguró por un depósito todos los molinos de aceite de oliva en Mileto y Quíos, lo cuales contrató a un bajo costo ya que no tenía competidores; cuando llegó la temporada, hubo una repentina demanda de varios molinos al mismo tiempo, y al rentarlos en los términos que quiso ganó mucho dinero»<sup>[13]</sup>. La lección de Aristóteles de esta historia refleja la arrogancia de los filósofos y académicos en todas partes: Tales demostró que «para los filósofos es fácil volverse ricos si así lo eligen, pero esto no es lo que les importa»<sup>[14]</sup>.

¿Cómo refleja la transacción de Tales la naturaleza de las opciones? El «depósito» que Tales pagó por primera vez garantizaba el derecho, pero no la obligación, de alquilar los molinos. Esta transacción es la esencia de una transacción de opciones: se pagan primas un tanto bajas para garantizar los derechos a realizar transacciones en lugar de obligar a alguien a hacer algo, lo cual les permite acceder a los recursos que *podrían* necesitar, pero que no saben si necesitarán. Una opción bursátil, por ejemplo, te da el derecho a comprar en el futuro una acción con un precio predeterminado, a cambio de un precio más o menos bajo en el presente.

Las opciones, que hoy en día llegan a considerarse manifestaciones esotéricas de la ingeniería financiera, son tan antiguas como cualquier instrumento financiero. Cuando a fines del siglo XVII nacieron en Ámsterdam las verdaderas transacciones con instrumentos financieros, las opciones eran un instrumento preponderante. En *Confusión de confusiones*, José de la Vega subrayó la importancia de las opciones. En un diálogo entre el filósofo y el accionista, el filósofo está intrigado por los mercados financieros, pero le preocupa que no pueda participar debido a su pobreza y al hecho de que «no habrá quien se fíe de mis barbas, ni me imagino quién pueda darme dinero por ellas»<sup>[15]</sup>. El accionista le dice que no se preocupe y le presenta los «*opsies*», con los cuales «sabréis el límite de la pérdida, pudiendo ser la ganancia inimaginable y mucho mayor que la esperanza»<sup>[16]</sup>. En una explicación detallada de cómo adquirir el derecho a comprar (*call*) y el derecho a vender (*puts*) en la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, De la Vega decía que estos instrumentos «sirven de velas para navegar felices en la bonanza y de anclas para navegar con seguridad en las tormentas»<sup>[17]</sup>.

Al comprar un derecho en lugar de comprar el propio activo, las opciones crean una asimetría que permite la especulación («navegar felices en la bonanza»<sup>[18]</sup>) y la administración de riesgos («anclas para navegar con seguridad en las tormentas»<sup>[19]</sup>). Debido a que una opción es un derecho y no una obligación, no tienes que comprar activos si disminuyen, aun así puedes disfrutar de la posibilidad del aumento de precios, esta característica la convierte en una poderosa herramienta especulativa. Al mismo tiempo, tener el derecho de comprar o vender un

activo significa que en tiempos difíciles puedes estar seguro de obtener un beneficio mínimo, lo cual hace que una opción sea una póliza de seguro efectiva. Piensa en la garantía cuando compras un tostador. De hecho tienes derecho a regresárselo al fabricante como una forma de asegurarte contra un tostador defectuoso.

A las personas que trabajan en finanzas les gustan las opciones en parte por la naturaleza de esta compensación asimétrica. Las pérdidas están contenidas y las ganancias son ilimitadas. Y las aventuras que crean opciones —como las aventuras educativas, por ejemplo— se valoran justo por la naturaleza asimétrica de sus beneficios. Con pérdidas bien definidas y sin un límite máximo al alza, ¿quién sabe qué podría surgir de tales posibilidades? En 1688, De la Vega destacó precisamente esta virtud de las opciones cuando rastreó la etimología de «*opsies*» en el latín «*optio*, que significa elección», y luego hasta «*optare*, que significa desear». De hecho, el «estado de ánimo *optativo*» es la forma gramatical griega, hoy perdida, para expresar un deseo. Las opciones de compra nos permiten desear ciertos resultados y nos permiten imaginar lo que es posible y lo que podría hacerse realidad. Este vínculo entre las opciones y el deseo de explorar lo que es posible es precisamente la razón por la cual Ralph Waldo Emerson calificó a Estados Unidos como un país «*optativo*»: las opciones son para las personas que desean imaginar los resultados que anhelan.

Un aspecto distintivo de las opciones es cómo su naturaleza asimétrica las hace muy valiosas cuando los entornos son más riesgosos. Debido a que tienes poco que perder y mucho que ganar, las eventualidades que hacen que los resultados sean más extremos son bienvenidos. En otras palabras, dado que son una forma de seguro, las opciones resultan más valiosas cuando la vida se vuelve aún más incierta.

En consecuencia, si tienes una opción, te alentará a emprender aventuras más riesgosas. Por lo tanto, la verdadera recompensa de tener opciones es la asunción del riesgo que permite. Esto es evidente cuando de repente te das cuenta de que tienes una opción. Una historia de los inicios de Federal Express, la empresa de paquetería a nivel mundial, muestra esta relación entre las opciones y el riesgo. En los primeros días de la

compañía, el CEO, Fred Smith, se esforzaba por convencer a los proveedores, inversionistas y clientes de las virtudes de los envíos rápidos. Un viernes, las cosas se pusieron tan mal que los proveedores de combustible amenazaron con cerrar los suministros, acabando de ese modo con la joven empresa debido a una factura vencida de 24 mil dólares. Smith tenía solo 5 mil dólares en el banco. ¿Cómo respondió?

Como propietario de la empresa, Smith reconoció que si se declaraba en bancarrota, no conseguiría nada, pero que si se le permitía vivir otro día tenía la posibilidad de obtener la victoria. Eso se parece mucho a una opción: una recompensa asimétrica con poco que perder y mucho que ganar. Entonces, ¿cómo actúas si tienes una opción? Bueno, buscas volatilidad y riesgo. ¿Y dónde puedes encontrar eso? FedEx aún sobrevive hoy porque Smith se fue a Las Vegas y convirtió los 5 mil dólares en 32 mil dólares en la mesa de *blackjack*. Cuando se enfrentó con lo riesgoso de la decisión, Smith solo dijo: «¿Cuál es la diferencia? Sin los fondos para las compañías de combustible, no podríamos haber volado de todos modos»<sup>[20]</sup>. Como poseedor de una opción, Smith hizo lo que era natural: asumió un gran riesgo; si ganaba, ganaría en grande, y si perdía, no le importaría. Los propietarios de empresas solo tienen estos incentivos cuando se acercan a la bancarrota, ya que de lo contrario asumen tanto pérdidas como ganancias.

Por supuesto, aquí hay algunas cuestiones éticas interesantes. Al ir a Las Vegas, Smith de hecho les robó a los proveedores, pues estaba jugando con el dinero que les debía. Pero también era una forma de responder a los incentivos que había, incentivos que siempre existen cuando cualquier empresa se tambalea cerca del precipicio. Los dueños de compañías que están con el agua al cuello, se convierten en titulares de opciones con poco que perder y mucho que ganar, así que ¿por qué no ir a Las Vegas?

Esta viñeta deja en claro que crear opciones y tenerlas como parte de tu cartera te permite, incluso te alienta, a asumir mayores riesgos. Esta es la razón por la que a los financieros les gustan las opciones y ven sus vidas potenciadas por la presencia de estas apuestas asimétricas. La compra de opciones puede ayudarte a evaluar un conjunto de resultados más allá de tus capacidades actuales, permitirte asumir más riesgos de los que

asumirías en otra circunstancia y, al mismo tiempo, protegerte cuando tropiezas.

\* \* \*

A las personas que trabajan en finanzas les gustan tanto las opciones que, con frecuencia, incurren en un sobreaprendizaje en las clases donde ven el valor de las opciones. Se obsesionan con la «opcionalidad» y la creación y preservación de opciones. Como ejemplo, mis alumnos muchas veces me hablan de los caminos enredados que recorrerán hacia sus destinos profesionales, todo con la justificación de crear valor de opción en el trayecto y tener alternativas por si las cosas van mal. Para estos estudiantes, adquirir opciones es habitual y el ejercicio de la elección — con la pérdida de opciones que conlleva la elección— se vuelve complejo.

Ya no me sorprende ver que los alumnos terminan quedándose en empresas, normalmente consultoras o bancas de inversión, que al principio se pensaban como estaciones de paso que crearían más opciones en el camino hacia sus verdaderos objetivos empresariales, sociales o políticos. Muchas veces terminan diciéndose a sí mismos: «¿Por qué no quedarse un año más y crear más opciones para el futuro?». La herramienta que, se supone, conlleva la asunción de más riesgos termina por evitarlos.

Cualquier compromiso debe, necesariamente, superar la pérdida del valor de opción que anula el hecho mismo de elegir. Por lo tanto, los compromisos de diversos tipos se vuelven difíciles dada la carga adicional que producen. No es raro escuchar a financieros hablar sobre el matrimonio como la muerte de la opcionalidad. De manera implícita, el acto del matrimonio se caracteriza como la pérdida de algo —opciones futuras— más que como el inicio de algo. Como resultado, enfocarse en la creación y preservación de elecciones, de forma irónica, puede llevar a una incapacidad para tomar decisiones. De manera alternativa, los individuos más incapaces de tomar decisiones se obsesionan con la idea de opcionalidad y expresan su incapacidad en términos de preservar la opcionalidad.

No sorprende, entonces, que dos célebres cuentos del mundo de las finanzas presenten personajes icónicos justo con esta incapacidad para



tomar decisiones. Mientras que «Bartleby, el escribiente», de Herman Melville, se considera una de las grandes obras de la ficción estadounidense, el subtítulo de «Una historia de Wall Street» generalmente se deja de lado. En este cuento, un abogado de Wall Street narra sus desconcertantes interacciones con un hombre que contrata como empleado. Para cualquier analista financiero o asociado legal familiarizado con el arduo trabajo de Wall Street, el relato puede ser muy cercano. El propio Franz Kafka, quien era empleado de una compañía de seguros, no podría haber evocado un retrato tan sombrío del trabajo financiero. Se trata de una historia de inacción y las consecuencias de no decir *sí* ni *no* a las opciones de la vida.

Aunque al principio es bastante productivo, Bartleby se vuelve insondable e instaura una de las líneas más misteriosas de la literatura estadounidense al contestar las peticiones de trabajo del narrador. Un día, cuando le pide que revise su trabajo, Bartleby solo responde: «Preferiría no hacerlo». Cuando se le pregunta si está diciendo «no», repite: «Preferiría no hacerlo». No niega ni acepta, simplemente dice que preferiría no hacerlo<sup>[21]</sup>.

Después de que descubre que Bartleby vive en su oficina, su jefe le dice que debe mudarse. Él solo responde: «Preferiría no hacerlo». Después de que el abogado se muda de oficina para quitarse la carga de Bartleby, los nuevos inquilinos le piden que deje de vivir en el edificio, y Bartleby solo dice: «Preferiría no hacer ningún cambio». Finalmente, Bartleby es enviado a la cárcel por mendicidad, y el abogado se encarga de sus alimentos, pero Bartleby «prefiere no cenar». La historia termina con Bartleby consumido en la prisión y cuando el abogado encuentra su cadáver.

Mucha tinta se ha derramado sobre el sentido de la frase críptica «preferiría no hacerlo». Algunos críticos han calificado a Bartleby como un modelo de resistencia pasiva, como el primer manifestante del movimiento Occupy. Otros lo ven como una encarnación de la depresión que Melville pudo haber sentido, dada la pobre recepción popular que había tenido. Pero la interpretación que creo que tiene más resonancia es que, al no decir ni *sí* ni *no*, Bartleby prefería la perspectiva de los

resultados potenciales sobre los reales. Todos hemos hecho eso en diferentes momentos: a veces, la mera perspectiva de resultados múltiples es tan tentadora que nos resistimos a tomar una decisión y preferimos vivir en un mundo de posibilidades. Esto es lo que hace Bartleby: preferir la potencialidad sobre la realidad, preferir la opcionalidad a las decisiones reales.

Exactamente cien años después de que Herman Melville publicara «Bartleby, el escribiente» en *The Piazza Tales*, Saul Bellow publicó *Carpe diem*, con un protagonista igualmente indeciso. En esta novela, Tommy Wilhelm es un hombre-niño que pasa un día en Nueva York, se lamenta de su carrera como actor, le pide dinero a su padre, enfrenta a su esposa que le demanda la manutención infantil y, finalmente, pierde sus últimos ahorros con un embaucador financiero que lo convence de que la manteca de cerdo y el centeno son inversiones seguras. El charlatán, el doctor Tamkin, es un personaje parecido a Bernard Madoff, que combina psicología barata con asesoría financiera que Tommy sabe a todas luces que es falsa. Tommy no puede resistirse a la estafa incluso cuando es consciente de ella.

Tommy se da cuenta de que toda su vida ha estado marcada por su incapacidad para tomar decisiones y por el proceso de tropezarse con decisiones que de hecho son una falta de decisiones.

Tras una larga lucha por decidirse, [Tommy] le había dado el dinero [a Tamkin]. El juicio práctico estaba en suspenso. Las vacilaciones lo habían agotado y se decidió en un impulso irreflexivo. ¿Cómo había ocurrido eso? [...] Fue porque Wilhelm estaba maduro para el error. Su matrimonio también se había producido de ese modo. Sin saber cómo, una serie de decisiones de ese tipo había ido conformando su vida<sup>[22]</sup>.

Tommy llega a la conclusión de que «diez de esas decisiones conformaban la historia de su vida»<sup>[23]</sup>. De pronto se da cuenta de que su vida caótica ha «cobrado forma» como resultado de decisiones que no fueron decisiones, solo tropiezos que derivaron de su incapacidad para tomar decisiones y de pensar demasiado en ellas.

Wilhelm le ruega a Dios que lo aleje de su análisis excesivo y lo encamine hacia mejores decisiones.

Sácame de apuros. Librame de preocupaciones, y ayúdame a hacer algo en la vida. Lamento mucho haber desperdiciado el tiempo. Déjame salir de este embrollo y dame una vida diferente. Porque estoy completamente jodido<sup>[24]</sup>.

La novela termina cuando Tommy acaba en el funeral de un extraño, donde se quiebra. Paralizado por completo, lo consume el arrepentimiento y la tristeza. «El gran nudo de injusticia y dolor creció en su garganta, y Wilhelm se abandonó por completo, y se llevó las manos a la cara y lloró. Lloró con toda su alma»<sup>[25]</sup>. Es un hombre destrozado que no puede tomar decisiones e implora ayuda divina.

Bartleby y Tommy Wilhelm son individuos fragmentados, actores pasivos que en apariencia no pueden tomar decisiones. Pero también son diferentes. La de Melville es una fábula de la inacción y la incapacidad de tomar decisiones. El de Bellow es un retrato más realista de lo que sucede cuando no tomamos decisiones: el mundo toma decisiones por nosotros y nos encontramos atrapados en las corrientes de la vida sin la capacidad de navegar en ellas. Esta última versión es el resultado de la tentación a la que veo que se enfrentan muchos de mis alumnos: eligen especialidades, posgrados y empleos apelando de forma excesiva a una lógica de la opcionalidad. Muy pronto, estos estudiantes, como muchos de nosotros, se hallan asumiendo decisiones de manera inconsciente sobre las cuales no tenían idea de que ellos mismos estaban perfilando.

En una intervención sobre los riesgos que enfrentan las mujeres jóvenes, Violet Effingham intuye otra herramienta de administración de riesgos que se aconseja en finanzas. Cuando *Lady Chiltern* se da cuenta de que Lord Chiltern en realidad ama a Violet, Violet desestima el hecho y responde que «puede ser que diez hombres me amen». Luego Violet considera la solución óptima antes de descartarlo: «Pero no puedo casarme con los diez»<sup>[26]</sup>. Si tan solo pudiera casarse con los diez, sus riesgos se mitigarían. Algunos maridos funcionarían bien, otros no. Si tan solo pudiera tomar esa decisión indivisible y repartirse.

Esta lógica de diversificación es la piedra angular de la teoría de cartera y representa la única verdadera «comida gratis» en las finanzas.

También es una lógica con una larga historia como estrategia de administración de riesgos. Los primeros ejemplos, como los de los seguros, se remontan a la navegación antigua donde la carga se dividía entre barcos y rutas para mitigar los riesgos de una pérdida. En la Inglaterra medieval, el riesgo crítico de los agricultores era que estaban sujetos a la producción de una sola parcela de tierra. El famoso sistema agrícola de «campo abierto» de la Inglaterra medieval fue una respuesta a la dificultad de la administración de riesgos. Los siervos cultivaban franjas estrechas de tierra que se extendían a lo largo y ancho del feudo de un señor en lugar de un pedazo de tierra. Este método fue muy ineficiente debido a los costos de transporte adicionales, pero permitió mitigar los riesgos de forma significativa al diversificar la producción de un agricultor en diferentes parcelas de tierra.

El uso de la diversificación para mitigar los riesgos llega hasta nuestros días y surge en escenarios poco probables. Stringer Bell, el cerebro empresarial de la Organización Barksdale en la serie de televisión *The Wire*, empleó la diversificación como un método de administración de riesgos. Mientras juega al gato y al ratón con la policía, la protección de las comunicaciones era crucial, por lo que usaba teléfonos celulares temporales. Pero Bell fue más allá de no confiar en una línea telefónica para evitar la detección: se aseguró de que las compras de los celulares desechables se distribuyeran en varias tiendas, de modo que ningún empleado recordara una gran venta, y también usaba varias tarjetas SIM. Su riesgo más sensible, la detección y el seguimiento por parte de la policía, pudo evitarse mediante la diversificación.

Con amplias perspectivas, su mayor objetivo —el cual consiguió de forma parcial— era diversificarse más allá del tráfico de drogas e incursionar en bienes raíces y contratos gubernamentales, con lo cual buscaba establecer un «juego más allá del juego». En última instancia, su organización criminal se viene abajo porque el empleado de Barksdale que diversificó las compras de celulares desechables con gran esmero no logró diversificar el sitio donde rentaba los autos. El uso de la misma agencia de alquiler de coches una y otra vez es la clave de la que dispone la policía para desarticular la pandilla, lo que lleva a la caída de Bell. Desde la

agricultura medieval hasta las técnicas de los narcotraficantes, la diversificación ha sido una forma poderosa de administrar el riesgo.

Si bien las opciones pueden entenderse como una forma de adquirir un seguro, la diversificación también se basa en la lógica de los seguros. Con los seguros, las aseguradoras reparten los riesgos entre los individuos y dependen de las regularidades de las grandes poblaciones y de la mágica distribución normal para evaluar los riesgos. Con la diversificación, atomizas tus recursos y los distribuyes en diversos itinerarios de viaje, terrenos, celulares o agencias de alquiler de automóviles. Para beneficiarte de la combinación de varios resultados, debes dividir lo que tienes.

Esta lógica es cierta sobre todo en relación con los recursos más valiosos: tu tiempo y tu experiencia. Stephen Curry es tal vez el mejor jugador de basketbol activo hoy en día. ¿Llegó ahí tras especializarse en un deporte y dedicar toda su energía a ese deporte? Al contrario de lo que dice el sentido común en el ámbito de los deportes populares, la especialización en un deporte no es recomendable para los novatos o para los promisorios atletas de alto rendimiento. Y no es el camino que siguió Curry.

En lugar de pasar todo el tiempo en la cancha de basketbol cuando era joven, también practicó beisbol, atletismo, golf, futbol soccer y americano. Tal parece que la ciencia respalda las virtudes de la experiencia diversificada, ya que participar en múltiples deportes conlleva menos lesiones e incluso puede mejorar las habilidades que son esenciales en algunos deportes y secundarias en otros. La lógica de una educación en artes liberales no es muy diferente: al evitar la especialización profesional a una edad muy temprana, la exposición a un amplio conjunto de ideas ejercita diferentes músculos intelectuales y proporciona perspectivas alternativas que alimentan toda una vida de aprendizaje.

La perspectiva desde las finanzas no es solo que la diversificación puede ayudar a administrar los riesgos, sino que en realidad hay una ventaja inherente al diversificar tus activos. En efecto, es una lógica complicada, como lo prueba el hecho mismo de que varios pensadores no la han entendido, incluso John Maynard Keynes concluyó, antes del surgimiento de la teoría moderna de cartera, que:

El método correcto en inversión es poner cantidades bastante grandes en empresas sobre las que uno piensa que sabe algo y en la administración de las que a uno le convencen de verdad. Es un error pensar que uno limita su riesgo al extenderse mucho entre empresas sobre las que se sabe poco y en las que no se puede confiar por alguna razón en especial<sup>[27]</sup>.

Sin embargo, para muchos la lógica de la diversificación ha sido intuitiva durante milenios. El consejo en Eclesiastés es «invertir en siete negocios, sí, en ocho; no sabes qué desastre puede ocurrir». Y en el Talmud, R. Isaac recomienda que «uno siempre debe dividir su riqueza en tres partes: un tercio en tierras, un tercio en mercancía y un tercio en la mano».

La idea clave de las finanzas es que la diversificación recomendada en estos textos religiosos no solo reduce los riesgos, sino que también puede preservar los rendimientos. ¿Qué podría ser mejor que utilidades similares con menos riesgos? Al invertir en activos que tienen un rendimiento diferente, podemos beneficiarnos de la relación imperfecta que hay entre los activos. De hecho, los mejores tipos de activos son aquellos que se comportan de manera muy diferente a los activos que ya tienes: cuando incluyes esos activos en tu cartera, reducen el riesgo y pueden preservar los beneficios. Mientras que los activos que se comportan de manera muy similar a los que ya tenemos son de uso limitado para fines de diversificación.

Esa lección sobre las virtudes de la diversificación también se extiende a nuestras vidas personales. Un buen amigo me planteó las dificultades con su cartera de esta manera: «Sé que lo más importante que puedo hacer con mi tiempo es estar con mis hijos, pero si paso todo el tiempo con ellos, los dañaré terriblemente y quizás me vuelva loco. ¿Por qué es así?». Lo que nos dicen las finanzas al respecto es que diversificar nuestras experiencias y relaciones es justo lo que deberíamos hacer: las relaciones no se excluyen, sino que se enriquecen mutuamente. Ser un buen amigo y colega no disminuye tu labor como padre, pero podría favorecerla.

De hecho, las relaciones que son más enriquecedoras son las que amplían nuestra perspectiva más allá de nuestra experiencia habitual: esas relaciones son, en términos financieros, «activos correlacionados de manera imperfecta», precisamente el tipo de activos que mejoran las

carteras de nuestras vidas. De forma similar, llenar nuestras vidas solo con aquellas personas que piensan como nosotros y que experimentan el mismo mundo que habitamos no es tan efectivo. Así como a Keynes le resultó difícil intuir la diversificación, la lógica de una cartera diversificada de relaciones va en contra de muchos de nuestros instintos. La homofilia, o el deseo de rodearnos de personas con ideas afines, es un instinto social común, y contra el que nos advierten las finanzas. Sí, es más fácil estar cerca de las personas afines, pero las finanzas recomiendan el arduo trabajo de exponerse a las diferencias, no protegerte a ti mismo de ellas.

La lógica primordial derivada del énfasis en la diversificación se conoce como el modelo de valoración de activos financieros. A pesar del nombre intimidante, es un modelo que ofrece información útil sobre nuestras vidas más allá de las finanzas. La idea de ese modelo, dadas las virtudes de la diversificación, es que los individuos tienen muchas inversiones diferentes y cada inversión se mide en función de qué tan diferente o similar es al resto de esa cartera. En pocas palabras, el riesgo de una inversión no puede medirse de forma aislada; el riesgo de un activo puede medirse solo si entendemos cómo se comporta en una cartera diversificada y cuál es su contribución a esa cartera.

Esta es la esencia del modelo: los activos que fluctúan mucho en tu cartera son activos con la «beta alta», los cuales no se valoran mucho debido a su limitado valor de diversificación. De hecho, hacen que tu vulnerabilidad en el mercado sea aún mayor: cuando el mercado cae, estas acciones caen mucho. Los bajos valores de estos activos de beta alta son el resultado de los altos rendimientos que esperas de esos activos: dado que no ofrecen un valor de diversificación tan grande, es mejor que vayan de la mano con altos rendimientos. Y aquí está la parte más difícil de aprehender de esa lógica financiera: si necesitas activos con altos rendimientos, eso solo se puede lograr poniéndoles precios más bajos en este momento. Los precios más bajos para un cierto flujo financiero *crean*

los rendimientos más altos que necesitas para compensar el riesgo que presentan esas acciones de beta alta.

Como ejemplo, piensa en compañías como Yahoo!, Clear Channel Outdoor Holdings o Lamar Advertising. Todas ganan dinero vendiendo publicidad en línea o en exteriores, y Google Finance dice que todas tienen betas altas de más de 1.5. ¿Qué significa una beta de 1.5? Estas acciones tenderán a subir 15 % cuando los mercados suban 10 % y bajarán 15 % cuando los mercados bajen 10 %. ¿Por qué? Bueno, la publicidad es lo primero que recortas en una recesión y lo primero que reactivas en una recuperación, por lo que se mueven de maneras más pronunciadas que la propia economía. Debido a que estas compañías tienen un desempeño particularmente pobre cuando su cartera tiene un bajo desempeño (son acciones de beta alta), necesitan compensarlo con rendimientos más altos, y eso significa que son activos menos valiosos.

Los activos de beta baja, por el contrario, se mueven con tu cartera, pero no tanto, no tienen que generar altos rendimientos y, por lo tanto, tienen precios más altos. Como ya te habrás dado cuenta, el indicador beta es una forma abreviada de señalar la correlación de un activo con tu cartera. En el otro extremo, los activos de beta negativa se mueven en la dirección opuesta a tu cartera: cuando a toda tu cartera le va bien, a estos activos de beta negativa no les va bien, y cuando toda tu cartera se viene abajo, a estas acciones les va muy bien. Y por ello estos activos son muy valiosos. Su alto valor proviene de los bajos rendimientos que esperas de ellos; es decir, dado que brindan un seguro tan efectivo, no necesitan darte grandes rendimientos. De hecho, estos activos pueden asociarse con rendimientos esperados negativos precisamente porque tienen un buen desempeño cuando el resto de tu cartera es un desastre. Todo se remonta a los principios básicos de los seguros. Los activos que brindan un seguro — pagando cuando al resto de tus activos le va mal— son muy valiosos y pagarás mucho por ellos. Y los activos que incrementan los riesgos que enfrentas con el resto de tu cartera no están altamente valorados y necesitan obtener una alta rentabilidad para compensarte por la vulnerabilidad al riesgo adicional.



El oro es un buen ejemplo de un activo de beta muy baja, o incluso negativa. No entiendo exactamente por qué la gente compra oro, pero una razón es la siguiente: cuando el papel moneda pierda su valor y todos vivamos en un mundo infernal como el de *Mad Max*, lo que más te convendrá será tener oro. Estarás dispuesto a vivir con rendimientos bajos o negativos porque el oro te da ese seguro. Incluso si la utilidad del oro en el escenario de *Mad Max* no es realista, el oro todavía puede comportarse como un activo de beta negativa si la gente cree que debería ser así, acudiendo a él en momentos de incertidumbre.

Una versión aún más extrema de esta lógica se manifiesta en los rendimientos esperados de mi póliza de seguro de vida. Incluso si muero en mi fecha designada actuarialmente, la póliza tendrá un rendimiento esperado negativo: todas esas primas a lo largo de los años y la indemnización tendrán un rendimiento negativo incorporado. Pero está bien, porque valoro mucho el hecho de que cuando mi familia se vea más necesitada, la póliza de seguro pagará.

Así que, ¿cuáles son los activos con beta alta, beta baja y beta negativa en tu vida? Los activos de beta alta en tu vida son tal vez tu red de LinkedIn o tus conocidos profesionales. Estas relaciones son en gran parte instrumentales; en otras palabras, es probable que estas personas aparezcan cuando te va bien y que desaparezcan cuando las cosas van mal. En consecuencia, se les deben dar valores bajos; no es que no puedan ser una fuente de grandes beneficios, es solo que aumentan los riesgos que enfrentas y no brindan un gran seguro. Cuando estás de rodillas, estos activos no te dan tranquilidad.

Los activos de beta baja son mucho más valiosos, son los amigos seguros que están ahí para ti sin importar lo que te pase. De hecho, esta clasificación de amistades refleja muy bien la taxonomía de amistades que plantea Aristóteles en la *Ética a Nicómaco*.

Para Aristóteles, la forma más baja de amistad es la amistad transaccional de beta alta en la que los individuos «se quieren entre sí por su utilidad» y «se quieren por ellos mismos solo en virtud de algún bien que obtienen los unos de los otros». Estas son amistades endeble y frágiles, ya que «si una de las partes ya no es agradable o útil, la otra deja

de quererlo»<sup>[28]</sup>. Cuando tienes éxito, estos amigos beta negativos aparecen, pero desaparecen cuando fracasas porque te vuelves menos valioso para ellos. La noción más alta de amistad es la amistad de beta baja, en la que las personas buenas se desean el bien sin reservas, basadas en el afecto que estos amigos sienten entre ellos.

Pero Aristóteles se reserva su mayor elogio para la amistad incondicional: los activos de beta negativa en tu vida. Cuando te va muy mal, estas personas son las que más te apoyan, y cuando vuelas demasiado alto, logran traerte de regreso a la tierra. Al señalar que «la mayoría de los hombres parecen preferir ser amados a amar», Aristóteles contrasta ese sentimiento habitual con las madres que «gozan en querer» y «ellas quieren a sus hijos, incluso cuando estos, por ignorancia, no devuelven nada de lo que se le debe a una madre»<sup>[29]</sup>. Eso se parece justo a los rendimientos negativos con los que estamos dispuestos a vivir a cambio de activos de beta negativa. Cuando queremos de forma incondicional a nuestros activos de beta negativa —damos y damos y damos y no esperamos nada a cambio—, eso significa rendimientos negativos esperados.

La razón por la que la lógica de la diversificación, el modelo de valoración de los activos financieros y la idea del indicador beta coinciden con la taxonomía aristotélica de las relaciones es que el problema subyacente de la cartera es el mismo. En finanzas, tratamos de dilucidar cómo invertir nuestros activos y acercarnos a administrar la mejor compensación de riesgo-retorno. En la vida, tratamos de dilucidar cómo asignar nuestro tiempo y energía entre muchas personas. También coincide porque la lógica subyacente de los seguros está presente en ambos escenarios. Esta analogía me despertó varias preguntas: ¿represento un buen seguro para mis seres queridos y amigos? ¿Estoy ahí cuando más me necesitan? ¿Estoy dedicando demasiado tiempo a los activos de beta alta en mi cartera en lugar de darme cuenta de que son relaciones de bajo valor relativo? ¿Estoy valorando de forma adecuada los activos de beta negativa en mi vida?

La historia de Lizzy Bennet perdura porque ella afronta su problema de administración de riesgos como cabría esperar. Rechaza a Collins y a su madre, quienes juegan con su sentido de aversión al riesgo, tratando de intimidarla para que tome la primera opción (Collins) que se le presenta en lugar de esperar a su verdadero amor (Darcy). No acepta la opción de Darcy, su verdadero y gran amor, cuando él se lo propone por primera vez, pues le parece poco dedicado y excesivamente egoísta. En cambio, espera hasta sentirse lista. No desatiende las relaciones con sus hermanas y valora a Darcy por sus acciones con la familia, negándose a elegir unas sobre otras y comprendiendo que esas relaciones deben enriquecerse mutuamente. Luego termina por apreciar las diferencias en la conducta de Darcy, en lugar de sospechar de ellas.

En última instancia, se da cuenta de que Darcy no está actuando en contra de los intereses de sus hermanas, sino que en realidad es un aliado confiable. Su visita a la propiedad de Darcy es un punto de inflexión crucial, pues descubre su carácter generoso y su naturaleza inquebrantable gracias a las personas que trabajan con él: resulta que no es el activo arrogante y oportunista de beta alta del que ella desconfiaba. Con los riesgos investigados y los retornos bien establecidos, Lizzy tiene una segunda oportunidad cuando Darcy le ofrece la opción una vez más, y ella no duda. En lugar de pensar en cuánto le costaría la pérdida de la opcionalidad, «acepta la oferta». Entonces parece entender que la administración de riesgos no es un objetivo en sí mismo, sino más bien un conjunto de estrategias para garantizar que uno pueda hacer grandes apuestas para crear auténtico valor.

## SOBRE EL VALOR<sup>[1]</sup>



[La parábola de los talentos]

Cuando pensamos en nuestros talentos y en cómo debemos emplearlos, no consideramos nuestra riqueza financiera como un talento. Nuestros talentos son más personales que un simple cálculo de valor neto. Son los dones que nos hacen especiales y las habilidades que desarrollamos con el tiempo. En todo caso, si existe un vínculo entre el dinero y los talentos en

la sensibilidad contemporánea, es que el dinero y la fortuna pueden provenir del ejercicio de nuestros talentos.

Sin embargo, etimológicamente, el talento se vincula de forma cercana con el dinero. El significado original de *talento*<sup>l\*</sup> como unidad de peso (más o menos 30 kilos) se transformó con rapidez en una unidad monetaria asociada con el valor de ese peso en monedas. Los estudiosos no coinciden respecto a cuánto valía con exactitud un *talento*, pero las estimaciones varían de mil a 500 mil dólares actuales. Las denominaciones monetarias más familiares —como siclos y dracmas— eran en realidad pequeñas fracciones de un *talento*. Entonces, ¿cuándo, cómo y por qué esta palabra para referirse al dinero se elevó para nombrar un don o una habilidad que nos define?

Como veremos, la parábola bíblica de los talentos tuvo un papel crucial. Esa parábola, representada en un grabado de Lucas van Doetechum, se corresponde con la lógica financiera de la creación de valor. A menudo escucharás a los profesionales de las finanzas hablar sobre ejecutivos que crean o destruyen valor, y si generan o no «alfa» o se les paga por «beta». La parábola puede iluminar esa jerga.

La idea de la creación de valor se corresponde con otra preocupación de las finanzas: la valoración de los activos. ¿Cómo sabemos lo que vale cualquier activo? Cualquier persona que compre una casa o una acción o un automóvil debe hacer dicha valoración de manera implícita o explícita. ¿Este activo «vale» lo que estoy pagando por él? En términos más generales, cualquier inversión de tiempo o recursos requiere una valoración. ¿Debería esforzarme por obtener ese grado académico? ¿Debería enviar a mi hija a la Escuela Rusa de Matemáticas? Ese tipo de preguntas requiere que cambiemos un sacrificio presente (la colegiatura actual) por algún beneficio futuro (la Medalla Fields de tu hija en 2040), y eso necesita una valoración. El proceso de valoración es el mismo que una empresa como Microsoft llevó a cabo cuando compró LinkedIn por 26.2 mil millones de dólares.

Así como la parábola de los talentos ilustra la idea financiera acerca del lugar de donde proviene el valor, la práctica real de valorar los activos encierra lecciones sobre lo que de verdad es valioso en la vida. Con todo,

estas lógicas de creación de valor y valoración, como la parábola, son muy rigurosas. Como veremos, la severidad de esa parábola cautivó a dos personas, John Milton y Samuel Johnson, cuyos usos de la parábola ofrecen una visión más humilde sobre dónde y cómo se crea el valor.

\* \* \*

En el Evangelio de Mateo, Jesús prepara a sus discípulos para el día del juicio con una serie de parábolas, incluida la parábola de los talentos. Un maestro emprende un viaje y confía sus bienes, que constaban de ocho talentos, a tres siervos: a uno le da cinco talentos, a otro dos y a otro uno, «a cada uno según su capacidad». Cuando regresa, descubre que dos de sus siervos tomaron esos talentos y los duplicaron gracias al comercio en diez y cuatro talentos, respectivamente. El maestro, a quien se le ve como Dios por lo general, se complace y le dice a cada uno: «Bien, buen siervo y fiel. Has sido fiel... Entra en el gozo de tu señor». A esos siervos se les permite guardar esos talentos y entrar en el reino de Dios. Pero el tercer siervo, el que recibió solo un talento, le dice a Dios: «Tuve miedo, y fui y escondí tu talento en la tierra; aquí tienes lo que es tuyo», y devuelve su único talento.

Dios no está contento. «Debías haber dado mi dinero a los banqueros, y al venir yo, hubiera recibido lo que es mío con los intereses». Como castigo, Dios le quita el talento al siervo pobre, se lo da al siervo que tiene diez talentos y les explica: «Porque al que tiene, le será dado, y tendrá más; y al que no tiene, aun lo que tiene le será quitado». Entonces, Dios impone el castigo final: «Y al siervo inútil echadle en las tinieblas de afuera; ahí habrá llanto y crujir de dientes». El siervo más pobre es privado de su talento y expulsado del reino de Dios. ¡Vaya!

Aunque me cuesta trabajo aprehender ciertas dimensiones de la parábola, las lecciones principales parecen claras: a todos nos han concedido talentos y dones; se distribuyen de manera desigual; son increíblemente valiosos; y, lo más importante, deben emplearse a cabalidad. Somos los administradores de esos dones y debemos aprovecharlos al máximo. En algún momento, todos seremos responsables de lo que hacemos con nuestros dones, y vivir con miedo y privarte a ti y

al mundo de tus dones es pecaminoso. También parece haber una conexión cercana con nuestra discusión anterior sobre el riesgo: uno puede tratar de asegurarse y administrar los riesgos hasta cierto punto, pero en última instancia la vida siempre conlleva riesgos.

¿Qué tiene que ver este relato bíblico con las finanzas? Las grandes preguntas en finanzas son: ¿cómo se crea el valor y cómo debemos medir el valor? En particular, cuando pensamos en compañías cuyo valor aumenta con el tiempo, es porque se supone que están creando valor.

La respuesta de las finanzas a la pregunta de dónde viene el valor es simple: el capital que te encomendaron tiene un costo porque las personas que te lo dieron esperan obtener rendimientos. De hecho, los rendimientos que esperan son una función del riesgo del que hablamos antes, y ese riesgo se mide por la forma en que respondes a las fluctuaciones del mercado (¿recuerdas esas betas?). Sus rendimientos esperados son tu costo de capital. Tú eres un administrador de su capital, y la condición *sine qua non* de la creación de valor es *superar* sus expectativas y tu costo de capital si quieres crear valor.

Es una lógica feroz. Por ejemplo, si cumples solo con las expectativas de los inversionistas, no creas nada de valor. Digamos que tus proveedores de capital esperan 10 % por los 100 dólares que te confían. Si en un año les regresas 110 dólares, les habrás dado el rendimiento esperado, pero no habrás hecho nada especial; simplemente habrás cumplido con las expectativas y nada más. Podrías haberte quedado en la cama.

Al llegar, digamos, a 15 %, ya hay creación de valor, pues en ese caso has rebasado sus expectativas. Piénsalo así: abres un restaurante y vendes platillos a un precio que es exactamente el mismo que el costo de sus ingredientes y la mano de obra. Eso no es muy atractivo y es una prueba de que no has creado ningún valor más allá del costo de tus insumos. Esa lógica también se aplica al capital, aunque el costo de capital muchas veces no es preciso.

La lógica se vuelve aún más brutal. Si generas un rendimiento con el capital de tus inversionistas que está por debajo de sus expectativas, lo que ocurre en realidad es que destruyes valor. En pocas palabras, hubiera sido mejor que no aceptaras su capital. Podrías creer que no estás tan mal si

generas un retorno de 8 %. Pero si esperaban 10 %, de hecho destruiste valor. Deberías haberte quedado en la cama.

Esta lógica de creación de valor tiene dos corolarios. Si superas las expectativas de los inversionistas solo durante uno o dos años, no resulta muy alentador. La verdadera creación de valor surge si eres un administrador de su capital durante varios años y cada año superas sus expectativas. De manera similar, si puedes crecer y continuar reinvertiendo sus ganancias a una tasa de rendimiento alta, eso es incluso mejor que simplemente devolverles las ganancias a tus proveedores de capital, justo porque eres bueno superando sus expectativas.

Como ejemplo, compara los dos casos siguientes. En ambos, tus inversionistas esperan 10 %, pero obtienes 20 %, por lo que superas con facilidad las expectativas. Pero en el primer caso, lo haces durante cinco años y solo reinviertes una cuarta parte de sus ganancias mientras les devuelves el resto. En el segundo caso, lo haces durante 25 años y reinviertes todas las ganancias hasta el final. ¿Cuál es la diferencia en la creación de valor? En el primer caso has creado, en efecto, un valor que corresponde a 50 % del capital que se te confió, mientras que en el segundo habrías creado un valor de 900 % de su inversión.

En resumen, las finanzas tienen una receta simple para la creación de valor: 1) superar los rendimientos esperados de tus proveedores de capital; 2) superar esas expectativas mientras puedas; y 3) crecer para que puedas seguir generando rendimientos más altos que tu costo de capital. Eso es todo lo que en realidad importa para crear valor.

Hay al menos dos paralelos sorprendentes entre esta lógica y la parábola bíblica. Primero, en ambos casos somos administradores de recursos de otros. Esa lógica de administración y obligación es fundamental para las finanzas: supervisamos el capital que otros nos han confiado, al igual que los siervos deben cuidar de los talentos de Dios. Como Bob Dylan cantó en su clásico góspel, todos «tenemos que servir a alguien». Todos somos administradores, eslabones en una cadena de personas encargadas de cuidar nuestros recursos.

Segundo, ese papel de administrador conlleva altas expectativas, es riesgoso, y puede significar grandes resultados (altos rendimientos /



salvación) o resultados terribles (destrucción de valor / condenación). En ambos casos hay una lógica severa y desafiante: aprovechar al máximo lo que se te da, ser consciente de cuánto se te ha dado y cuánto se espera de ti, y hacer todo lo posible para superar esas expectativas.

La receta financiera para la creación de valor también puede aplicarse con facilidad a la forma en que pensamos acerca de nuestras vidas. El primer paso, «superar los rendimientos esperados de tus proveedores de capital», puede entenderse como decir que debes dar más de lo que recibes; es decir, regresar mucho más al mundo que los considerables talentos que te han dado. El segundo paso, «superar esas expectativas durante el tiempo que puedas», es tan solo otra forma de decir que nunca dejes de dar más de lo que tomas. Finalmente, «crecer para que puedas seguir generando rendimientos más altos que tu costo de capital» es solo otra forma de decir que nunca debes dejar de invertir en ti y continuar creciendo. Posterga la cosecha todo el tiempo que puedas, ya que los beneficios de invertir en tus proyectos pueden ser enormes.

El fundador del metodismo, John Wesley, comprendió con claridad la relación entre la parábola de los talentos y la creación de valor en el siglo XVIII. En un sermón titulado «El uso del dinero» vinculó de forma explícita la parábola con las finanzas. Las dos últimas partes del sermón se resumen en las frases «No arrojes elpreciado talento al mar» y «Habiendo, en primer lugar, obtenido todo lo que puedes y, en segundo lugar, ahorrado todo lo que puedes, luego da todo lo que puedas»<sup>[2]</sup>. Esta cita es, de hecho, el origen de la formulación más popular de la lógica de Wesley: «Haz todo el bien que puedas. Por todos los medios que puedas. En todas las formas que puedas. En todos los lugares que puedas. Todas las veces que puedas. A todas las personas que puedas. Siempre que puedas». Resulta difícil resumir mejor la lógica financiera de la creación de valor.

Solo hay un pequeño paso desde el razonamiento *de dónde proviene el valor* hasta la forma en que se valora algo. Antes de establecer cuál *es* el modelo de valoración en finanzas, es útil tener claro cuál *no es* su modelo de valoración.

Las finanzas y la contabilidad a menudo se consideran en esencia iguales e intercambiables. Nada más lejos de la verdad. Las finanzas son una reacción directa contra la contabilidad y sus limitaciones. La contabilidad utiliza los balances generales para calcular el valor de los activos de propiedad y las obligaciones contraídas; las cuentas de resultados calculan las pérdidas y ganancias anuales. Los contadores toman esos cálculos como primordiales, y de hecho muchas personas vigilan su salud financiera con estas técnicas y suposiciones.

Para los financieros, el modelo del valor en contabilidad es muy preocupante. Los números en los balances omiten de forma deliberada los activos más valiosos de una empresa debido a una cierta idea de «conservadurismo»: los contadores dan un valor cero a los activos que no pueden valorar con precisión. De hecho, los activos más valiosos de empresas como Coca-Cola, Apple y Facebook (sus marcas, propiedad intelectual y comunidad de usuarios) nunca aparecen en los balances. Y eso no es todo. Debido al principio de la contabilidad histórica de costos —que los activos deben consignarse con el precio de adquisición—, algunos activos se registran con valores que son completamente distintos de los valores actuales. Hay balances con grandes cantidades de «buena voluntad» (el monto pagado para adquirir una compañía que excede su valor contable) que tal vez tenga poco valor hoy en día. Como tales, la contabilidad y los balances son estáticos y retrógrados por naturaleza. Son instantáneas incompletas, divorciadas del valor real.

Las personas que miden su progreso al hacer sus propios balances cometerán los mismos errores que los contadores. Sin duda, insistirán en un sistema de cuentas que les dé prioridad a las muchas cosas que pueden contar con precisión, y que bien pueden no tener un valor real. Por otro lado, el sistema de cuentas no permite que los activos verdaderamente valiosos se muestren en los balances porque es demasiado difícil asignarles un número a su valor.

Dado que la contabilidad es tan problemática, las finanzas tienen un modelo diferente para medir el valor. El punto de partida de las finanzas en la valoración es que los logros anteriores y lo que tienes hoy en día guardan poca relación con el valor real. Las finanzas están completa y

despiadadamente orientadas hacia el futuro. La única fuente de valor hoy es el futuro. El primer paso de la valoración es mirar hacia adelante y proyectar lo que una empresa o inversión producirá en el futuro.

El segundo paso es traducir ese rendimiento futuro al valor de hoy. Aquí es donde las finanzas reconocen que la espera tiene un costo. Somos impacientes por naturaleza y tampoco nos gustan los riesgos, así que cobramos por eso, mediante el costo de capital que analizamos más arriba. Castigamos todos los flujos futuros al disminuir su valor según el costo de capital para obtener su valor actual correspondiente. Y mientras más nos hagan esperar, más severo será el castigo. Al traducir todos esos flujos futuros al presente, habremos llegado a lo que vale algo hoy: el valor verdadero. Ese proceso se llama *descuento*.

Cualquier modelo de valoración utilizado en finanzas tendrá esa estructura básica. Ignora el pasado y el presente. Ve hacia el futuro y proyecta los beneficios económicos. Traduce esos valores al valor actual utilizando un «costo promedio ponderado del capital», una combinación de los rendimientos esperados a partir de tu deuda y el financiamiento de capital. Esa traducción te dice lo que vale algo hoy, y si es más de lo que tienes que pagar por el activo, estás ante un buen negocio.

Valorar una inversión en educación tiene la misma estructura: proyecta los salarios adicionales que ganarás gracias a esa educación, traduce esos salarios incrementales a la actualidad y compáralos con la colegiatura. Si los valores futuros traducidos son mayores que la colegiatura, tienes una buena inversión. Dada la importancia y lo conflictivo de las inversiones educativas (y dado que yo mismo estoy en el negocio de la educación), vale la pena hacer una pausa para ver cómo se obtienen esos cálculos.

Un informe de septiembre de 2016 sobre educación superior del gobierno de Obama estima que, a lo largo de su carrera profesional, un trabajador con una licenciatura gana casi un millón de dólares más que un trabajador similar con solo un diploma de preparatoria. Con un título técnico, gana 330 mil más. ¿Eso nos da el panorama completo? Dado que un estudiante tiene que esperar a que lleguen todos esos salarios adicionales, es fundamental descontarlos del futuro al presente. Cuando lo hagas así, te darás cuenta de que los valores actuales de esos salarios

adicionales son de 510 mil dólares para títulos de licenciatura y de 160 mil dólares para grados técnicos. Ahora, simplemente compara eso con la colegiatura vigente para ver si es un buen negocio. Sí, este análisis (al contrario de la lógica engañosa que se ha difundido hoy en día) dice que una educación universitaria es gran cosa, pero eso no significa que *toda* la educación universitaria sea gran cosa.

Valorar la vivienda tiene la misma estructura, pero es más complicado porque es difícil pensar en los rendimientos de ser propietario de una casa. Para valorar una casa, haz una proyección de la renta que no tendrás que pagar ahora porque serás el propietario de una, junto con los impuestos prediales y las mejoras que tendrás que hacer, tradúcelas al presente y obtendrás el valor actual de una casa. La comparación con el alquiler no pagado es fundamental, y es la razón por la cual subsistió la burbuja inmobiliaria. La gente no se dio cuenta de que las casas eran increíblemente caras en comparación con el alquiler hasta principios de la década de 2000. Si revisaban la proporción entre el precio y la renta, habrían visto lo caro que era comprar una casa.

El modelo de valoración de las finanzas es tan severo como la lógica de la creación de valor. Lo que hayas hecho en el pasado no importa, lo único que importa es el futuro, y cuanto más tiempo hagas que espere mis ganancias en ese futuro, mayor será el castigo a través del descuento. Todo el valor se acumula en el futuro. De hecho, cualquier profesional de las finanzas sabe que los modelos de valoración estándar dan como resultado que la gran mayoría del valor se atribuya al llamado *valor terminal*. El valor de compañías como Facebook, LinkedIn y Twitter depende de los supuestos que hagamos sobre lo que harán en el futuro, y estos supuestos se reflejan en lo que las personas llaman valores terminales. En resumen, aunque proyectemos lo que harán en los próximos años, la mayor parte de su valor provendrá de lo que creamos que harán bien en el futuro. Del mismo modo, al valorar la vivienda, gran parte de su valor actual proviene de la cantidad en que creamos que podremos venderla dentro de varios años.

Esta breve reseña de la valoración nos permite tener una idea del enfoque financiero y cómo podría reflejarse en nuestras vidas. Primero, mira sin piedad hacia adelante e ignora el pasado y el presente para determinar un valor y qué acciones emprender. Tus logros anteriores y las oportunidades perdidas no significan nada cuando te miras a ti mismo hoy. Segundo, este énfasis en el futuro significa que las estimaciones de valor y la toma de decisiones son actos de imaginación y en esencia especulativos. Imaginar futuros alternativos es fundamental para tomar buenas decisiones, al igual que para valorar las inversiones. Finalmente, la mayor parte del valor surge de los valores terminales (que reflejan los retornos a perpetuidad) y no los retornos a corto plazo. Estamos en un juego muy largo, y el valor más perdurable surge de lo que dejamos atrás —nuestro legado— y no de lo que disfrutamos mientras estamos aquí.

Recuerdo que mi padre a menudo me decía algo que ahora les digo a mis hijas (mis valores terminales): «El mundo pertenece a la juventud». Esta es una adaptación de una cita de Mao Zedong, pero el sentimiento impregna muchas tradiciones y es una condensación de la lógica de las finanzas. Estamos al servicio de las generaciones futuras, porque el mundo es mucho más suyo que nuestro.

Las parábolas, por su naturaleza, están abiertas a la interpretación, eso es lo que las hace interesantes y también les permite subsistir durante tanto tiempo. En el caso de la parábola de los talentos, hay varias partes que todavía me desconciertan.

Primero, existe una distribución desigual de los talentos entre los tres siervos, lo cual señala con claridad que esta distribución refleja el principio de «a cada uno según su capacidad». Segundo, hay una redistribución del talento alejada de los más pobres y cercana a aquellos que tienen más, y esto es de manera explícita el objetivo: «Porque al que tiene, le será dado, y tendrá más; y al que no tiene, aun lo que tiene le será quitado». Y, finalmente, está el duro castigo de la condenación impuesta al siervo más pobre. Este «siervo inútil» es echado «en las tinieblas de afuera; ahí habrá llanto y crujir de dientes».

Aquí es donde veo las lecciones más misteriosas de la parábola. ¿Por qué los talentos se distribuyeron de esa manera desde el comienzo? ¿Por qué redistribuir al siervo más rico? ¿Por qué darle el máximo castigo al siervo más pobre que es culpable, a lo mucho, de sentir miedo?

Para algunos financieros, estos elementos de la parábola no son en absoluto desconcertantes y parecen ciertos. Ellos argumentarían: «Las respuestas a tus preguntas son claras. Existen diferencias fundamentales entre las capacidades de las personas, y las personas verdaderamente talentosas acaban obteniendo grandes recompensas debido a su capacidad. Como resultado, dado el talento que tienen, deberían controlar la mayor parte de los recursos de la sociedad. Las personas que obtienen menos recompensas económicas no son tan talentosas y muchas veces desperdician la oportunidad». Esta cosmovisión randiana<sup>[\*\*]</sup> deja ver el machismo por el que tienen mala fama los financieros. Muchos se enorgullecen de la naturaleza meritocrática de sus esfuerzos: el mercado es un maestro severo y los resultados concuerdan con la capacidad.

¿Pero esto es necesariamente cierto? Y si no estamos seguros, ¿es un buen conjunto de creencias operativas?

Para explorar el asunto, es conveniente revisar la obra de dos personajes notablemente talentosos y fructíferos a los que, por coincidencia, los obsesionaba la parábola de los talentos. A Samuel Johnson —quien durante ocho años creó un diccionario que fue el precursor del *Oxford English Dictionary*— lo hechizaba la parábola. Y John Milton, autor del poema épico en verso blanco *Paraíso perdido*, citó en repetidas ocasiones la parábola en sus escritos y perdió muchas horas de sueño con su lógica.

Sin importar lo que hubiera conseguido, Samuel Johnson tenía miedo de ser condenado por no usar sus talentos a cabalidad. «El que descuida la producción de la tierra fértil por naturaleza es más vergonzosamente culpable que aquel cuyo campo apenas recompensa su labranza»<sup>[3]</sup>. El sentimiento de Johnson es justo la carga que sienten muchas personas privilegiadas y dotadas. En lugar de felicitarse a sí mismo por ser el beneficiario de la distribución desigual de habilidades, lo definió como una tarea que debía cumplir.

Además, en su poema «Sobre la muerte del doctor Robert Levet», Johnson le da la vuelta a la lección de la parábola y elogia a un hombre sencillo que no fue bendecido con los muchos talentos con los que Johnson sabía que él mismo había sido bendecido. Levet era un hombre pobre a quien Johnson dio refugio, y se convirtió en una especie de cuidador para los que estaban a su alrededor. Si bien en muchos aspectos era un hombre anodino, Levet fue digno de los mayores elogios de Johnson: «Oscuramente sabio y groseramente amable», un individuo que, por medio del cuidado y el afecto que dio a los que lo rodeaban, demostró «el poder del arte sin el espectáculo». ¿Por qué Levet merecía tal elogio? Johnson invoca la parábola cuando concluye:

Sus virtudes recorrieron su pequeño camino.  
No hizo pausa, ni dejó un vacío;  
y, por supuesto, el Maestro Eterno juzgó  
ese talento único bien empleado.

Johnson, un hombre consagrado con innumerables talentos, se inspiró en un hombre con poca riqueza material o habilidad natural, pero con el talento exclusivo de brindar atención y afecto a quienes lo rodeaban. Para Johnson, la parábola no es una receta para adorar a los «grandes hombres y mujeres» del mundo a quienes se les ha concedido mucho, sino más bien una lección de humildad y una razón para apreciar las contribuciones de aquellos que dan tanto a pesar de no estar dotados con tanta magnificencia como él.

Milton fue aún más lejos en la interpretación de la parábola. Hijo de un escribano (contador y prestamista), Milton estaba obsesionado con las deudas incalculables que tenía con su padre terrenal, quien había invertido tanto en su educación, así como con su padre celestial, a quien veía como la fuente de su talento poético. Milton se afligía ante la posibilidad de no ser capaz de saldar esas deudas y usó la parábola para expresar su preocupación. Él, como muchos de nosotros, estuvo mucho tiempo buscando lo que en ese momento se llamaba un «empleo creíble». Esta preocupación llegó a un punto máximo en sus años cuarenta, cuando descubrió que se estaba quedando ciego. Si bien ya había logrado mucho

como escritor de panfletos a favor de la libertad de expresión y el republicanismo durante la guerra civil inglesa de la década de 1640, aún tenía que explotar a fondo los talentos que sabía que tenía para la poesía, y el avance de su ceguera le hacía preocuparse de que nunca lo lograría.

En el soneto «Cuando pienso cómo mi luz se agota», Milton formula su miedo a la condenación en términos de la parábola de los talentos. A medida que pierde la vista, lo atormenta el miedo de que su «talento que la muerte esconderá» se «quede en [él] inútil».

Milton se libera de la tortuosa atadura que enfrenta al cambiar de la parábola de los talentos a una parábola muy diferente, la parábola de los trabajadores de la viña. En esa parábola, Dios es un terrateniente que contrata trabajadores para su viña. Algunos comienzan a trabajar por la mañana y otros, que han estado parados todo el día, comienzan a trabajar casi al final del día. Él promete «pagarles lo que sea correcto». Al final del día, Dios les paga a todos la misma cantidad, sin importar cuándo comenzaron a trabajar, creando rencor entre los que trabajaron un día más largo. Dios responde: «Quiero darle al último lo mismo que a ti [...] ¿O es tu ojo malo porque yo soy bueno? Así, los últimos serán primeros, y los primeros, últimos».

En el soneto de Milton, la dura lógica de la parábola de los talentos da paso al mensaje más compasivo de la parábola de los trabajadores de la viña. Preocupado porque Dios lo castigará por despilfarrar su talento, Milton reprime su ansiedad e impaciencia, y concluye:

Dios no necesita  
ni la obra del hombre ni sus dones: quienes mejor  
soporten su leve yugo mejor le sirven. Su mandato  
es noble; miles se apresuran a su llamada  
y recorren tierra y mar sin descanso.  
Pero también le sirven quienes solo están de pie y esperan.

En otras palabras, hay algo más en el mundo que la severa lógica de la parábola de los talentos, y uno no puede vivir solo de esa lección. Hay amabilidad, generosidad y perdón, y la parábola de los talentos ignora todo eso, dice Milton. La generosidad de espíritu que Milton obtuvo de esa segunda parábola tal vez le permitió completar *Paraíso perdido*, *Paraíso*



*recobrado* y *Sansón Agonista*, todo después de que se quedó completamente ciego.

Si bien la parábola de los talentos se corresponde bien con la idea de la creación de valor, otro conjunto importante de nociones financieras contradice justo los aspectos más severos de esa parábola, así como los aspectos más inflexibles de la visión del mundo que algunos financieros tienden a mostrar.

Esa concepción rigurosa y meritocrática se resume bien en la idea de «alfa». Muchas personas en finanzas, sobre todo los inversionistas, ostentan sus esfuerzos como «generación de alfa» y ridiculizan a aquellos que reciben «pagos por beta». ¿Qué diablos significa eso? Como vimos, la beta es una medida de cómo una acción se mueve con el mercado. Y este movimiento con el mercado es el riesgo de que los inversionistas no pueden diversificar, así que deben asumirlo y, por lo tanto, demandar una compensación. En consecuencia, los administradores de dinero a los que se les paga por producir rendimientos que solo están comprometidos con asumir ese riesgo no generan nada de valor. Según la lógica de la valoración, no están creando valor. Sin embargo, sí se les llega a compensar con una cantidad considerable; es decir, se les paga por beta. Volviendo a nuestro ejemplo anterior, solo están cumpliendo con las expectativas, pero piensan que están creando valor.

En contraste con esta lógica oportunista, «alfa» representa la creación de valor: esto es, rendimientos por encima de los rendimientos esperados. En resumen, los generadores alfa han alcanzado el nirvana financiero. Cuando generas alfa, generas valor auténtico, más allá de los rendimientos esperados por los riesgos asumidos.

El error que los financieros cometen con demasiada frecuencia se refleja en su apreciación de los pasajes más complejos de la parábola de los talentos. Una gran parte de su éxito y sus rendimientos se la atribuyen a la generación de alfa y se enorgullecen de ello. En realidad, las finanzas nos enseñan que es muy difícil saber hasta qué punto nuestros esfuerzos personales son los responsables de generar alfa. Como consecuencia, gran

parte de lo que etiquetamos como generación de alfa es cualquier cosa menos eso.

Como un ejemplo de esto, tomemos el ejercicio de lanzar una moneda. Este ejercicio es una forma provocativa de humillar a los inversionistas que se enorgullecen de su éxito, ya que enseguida refuta la idea de que el alfa es fácil de etiquetar o generar. En una sala llena de cientos de amigos, pídeles a todos que saquen una moneda, que la lancen al aire diez veces seguidas y anoten sus resultados. Te darás cuenta de que hay casi una garantía de tener un amigo que saca diez caras seguidas. Aquí está la idea clave: ese amigo es indistinguible de un inversionista que dice haberle ganado al mercado durante diez años seguidos. ¿Por qué?

Bueno, se remonta a la naturaleza de la aleatoriedad y el quincunce. Mientras que la mayoría de las bolas caerán en medio y generarán el patrón normal, existe la garantía de que habrá algunas bolas en los lados. Y cuando tienes a decenas de miles de inversionistas profesionales, puedes esperar ver a muchas personas con un rendimiento notablemente bueno. Pero podría no tener nada que ver con su habilidad; es posible que sea suerte, son solo las bolas que cayeron en uno de los lados del quincunce. De hecho, en todo caso, el enigma es por qué a los inversionistas profesionales no les va mejor que al mercado, solo por suerte.

La lección de este ejercicio es que en las finanzas es muy difícil separar la habilidad de la suerte. Primero, existe la naturaleza de la aleatoriedad que hará que cualquier medida de éxito sea poco confiable. Segundo, existe la incapacidad de identificar con claridad qué riesgos se han asumido, creando ambigüedad sobre lo que deberían haber sido los rendimientos esperados. Finalmente, hay mucha evidencia que indica que pocos administradores de dinero le ganan de forma constante al mercado, sobre todo después de considerar las tarifas que terminan cobrando.

Esto último es lo que se conoce como la hipótesis de los mercados eficientes: es muy difícil, si no imposible, ganarle de manera regular al mercado. Esa hipótesis se ha ridiculizado mucho hoy debido a las convulsiones de los mercados y porque muchos inversionistas profesionales están interesados en hacer que la gente crea que no es verdad. Las expresiones ingenuas sobre mercados eficientes —aquellas

que dicen que toda la información disponible ya se encuentra en los precios— son falsas desde luego. En cambio, las expresiones más reflexivas —las que son conscientes de que es muy difícil ganarle al mercado y generar alfa de modo sistemático— se hallan bien respaldadas.

Por lo tanto, el machismo que anuncia los resultados del mercado como claros indicadores de esfuerzo y capacidad personal debe atenuarse. No se puede justificar el heroísmo asociado con la naturaleza supuestamente meritocrática de las finanzas. En todo caso, no hay ningún otro trabajo en el que sea más fácil renombrar la suerte como habilidad, y el mal desempeño como desempeño extraordinario, que en el campo de las finanzas.

De hecho, eso es lo que observamos en grandes áreas de las finanzas. El crecimiento masivo de la industria de activos alternativos en las últimas tres décadas es un desarrollo que se menosprecia en nuestros mercados de capitales. Ese desarrollo parte de la idea de que algunos inversionistas —como los de los fondos de cobertura, los fondos de capital privado y los fondos de capital de riesgo— están realmente capacitados y pueden generar alfa. Esa generación de alfa sirve de base para sus honorarios. Sus tarifas —los llamados *intereses devengados*— se establecen en función de su desempeño, por lo que según la lógica se les paga solo cuando les va bien.

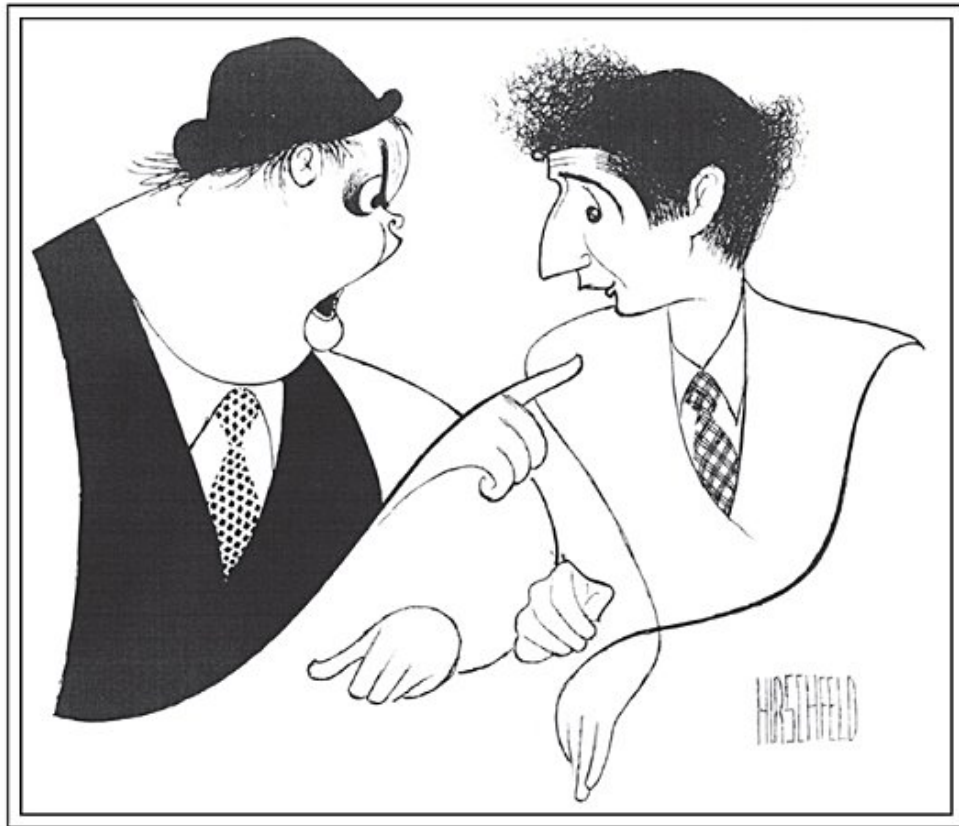
Desde luego, la realidad no es tan bondadosa. Se ha demostrado que estos inversionistas no superan en promedio ciertos parámetros razonables, y para la mayoría los signos de habilidad son momentáneos (excepto, quizás, en los fondos del decil más alto de esos fondos). Su compensación se basa en parámetros que no suelen reflejar los riesgos que asumen. De manera similar, los contratos ejecutivos de compensación que utilizan de manera ingenua el desempeño de las acciones bursátiles para evaluar el trabajo de los administradores están totalmente errados. En los mercados financieros es casi imposible distinguir la habilidad de la suerte en periodos cortos (menos de diez años). Muchos acuerdos de compensación en este ámbito no reflejan dicha realidad, y de hecho han contribuido a la creciente desigualdad de ingresos.

Las finanzas nos advierten los riesgos de atribuir resultados a esfuerzos y habilidades de manera simplista. La suerte es una parte dominante y poco apreciada de la vida y el desempeño. La lección de las finanzas es de humildad, como lo fue para Johnson y Milton. Los aspectos más severos de la parábola de los talentos —y la visión del mundo de muchos profesionales de las finanzas— pueden atemperarse con humildad, generosidad hacia los demás y un reconocimiento puntual de la fuerza de la suerte en la vida.

La lógica de la valoración es la lógica de la gestión y el compromiso, devolver más de lo que tomas, trabajar para las generaciones futuras y no confundir los resultados con el esfuerzo. Los aspectos filosóficos del modelo de las finanzas para la valoración no deberían sorprendernos: ¿acaso no todos tratamos de crear valor en nuestro mundo? La búsqueda de valor por parte de las finanzas corre en paralelo a nuestra propia búsqueda de sentido.

Cuando comenzamos, utilizamos la etimología del «talento» para ubicar nuestro camino hacia las finanzas. Y ahora concluimos con la etimología de «finanzas» para encontrar nuestro camino hacia el sentido. Cuando les pregunto a mis alumnos de qué se tratan las finanzas, muchas veces me responden que de «dinero». De hecho, las finanzas vienen del latín *finis*, que significa un «pago final o liquidación», como en la liquidación de una deuda con un pago final. El primer uso conocido del término «finanzas» se encuentra en la historia medieval del «Cuento de Beryn», que a veces se incluye en los *Cuentos de Canterbury* de Chaucer. Ahí, uno de los personajes reflexiona sobre su vida y dice: «Para convertir tus errores en virtudes, liquida tus deudas». En resumen, estar a la altura y cumplir con tus compromisos es el camino a la salvación.

Cuando llegue el Día del Juicio, ¿habrás liquidado tus deudas?

CONVERTIRSE EN UN PRODUCTOR<sup>[1]</sup>

[Los productores]

Antes de que existiera *Hamilton*, de Lin-Manuel Miranda, estaba *Los productores*, de Mel Brooks, el exitoso musical de Broadway de 2001 protagonizado por Nathan Lane y Matthew Broderick. *Hamilton* ganó once increíbles premios Tony en 2016, pero no rompió el récord de doce que

estableció *Los productores*. Y antes del musical *Los productores*, hubo una película del mismo nombre en 1968, la hilarante producción original que Brooks escribió y dirigió.

En la película, Max Bialystock, interpretado por Zero Mostel, es un productor de Broadway venido a menos con tan mala suerte que tiene que usar un cinturón de cartón. Bialystock engatusa a las mujeres mayores y las convence de que le den dinero para su proyecto más reciente, pero también anhela volver a las comidas con trajes caros en el restaurante Delmonico's. Leo Bloom, interpretado por un joven Gene Wilder, es un contador dócil e inocente que entra en la oficina de Bialystock y se le ocurre una gran idea.

Bialystock y Bloom deciden vender acciones para un musical a inversionistas ingenuos y superan con creces el cien por ciento requerido para la producción. Tras reunir mucho más dinero del que necesitan, Bialystock y Bloom consiguen el peor guion, el peor director y el peor elenco del mundo y producen un terrible espectáculo que de seguro se verá obligado a cerrar de inmediato. Dado que no hay ganancias, los inversionistas simplemente perderán su dinero y atribuirán su pérdida a la mala recepción en Broadway. Bialystock y Bloom huirán a Río de Janeiro con todo el dinero extra que reunieron, y los inversionistas no se enterarán de que colectivamente son dueños de 25 mil por ciento de este fracaso, pues no habrá utilidades que repartir. Mientras no haya ganancias, Bialystock y Bloom permanecerán a salvo y con la certeza de que es más fácil crear un fracaso que un éxito.

Su producción se llama *Una primavera para Hitler*, una obra horrible y ofensiva con una dirección descuidada. Bialystock y Bloom esperan que cierre después de la primera noche. El público, que al principio se siente ofendido y no sabe bien cómo reaccionar, decide interpretarla como una parodia y le parece divertida, transformando *Una primavera* en un gran éxito y destruyendo las esperanzas de Bialystock y Bloom. En la escena final, Bialystock y Bloom se encuentran en prisión replicando la estafa y vendiendo numerosas acciones para una producción llamada *Los prisioneros del amor*.

Hasta ahora hemos analizado los temas del riesgo y el rendimiento y por qué los inversionistas deciden invertir, pero también está la cuestión de cómo y por qué los inversionistas recuperan su dinero. Esto puede parecer un asunto trivial, pues obviamente ellos son dueños de las acciones de una empresa o una producción y, por lo tanto, se les debe su participación en las ganancias. Pero *Los productores* capta una verdad esencial de las finanzas: los inversionistas tienen pocos derechos y, por lo general, tienen poco conocimiento de lo que sucede en realidad.

Entonces el verdadero enigma es, como dicen los economistas Andrei Shleifer y Robert Vishny, por qué «los proveedores de capital recuperan algo. Después de todo, ellos ponen su dinero y luego tienen poco que aportar a la empresa. Los ejecutivos profesionales y los empresarios que dirigen las compañías también pueden fugarse con el dinero»<sup>[2]</sup>. En otras palabras, ¿por qué el capitalismo no se derrumba en una serie interminable de fraudes? ¿Por qué no todos los empresarios hacen lo que Bialystock y Bloom intentaron hacer, y por qué alguien invierte en algo, dados los riesgos de que su dinero pueda terminar en manos de administradores oportunistas o auténticos impostores?

Las respuestas a estas preguntas ilustran el problema central del capitalismo moderno —el problema del *agente principal*— y su comprensión nos ofrece un escenario ideal para pensar en nuestras propias vidas.

Érase una vez que el capitalismo se distinguía por su simpleza. Piensa en hace algunos cientos de años. Los comerciantes, los agricultores y los comerciantes eran dueños de sus negocios y los administraban a diario. Sí, hubo algunas variantes —incluida la esclavitud y el papel de los soberanos en el comercio—, pero ya dije que se trata de un cuento de hadas.

A medida que se expandía el comercio, también crecía la escala de las empresas. Ese crecimiento requería que el capitalismo se adaptara a ciertos cambios fundamentales. Ya no era sostenible que hubiera un solo propietario, ya que las empresas requerían mucho financiamiento para crecer. Y a medida que se multiplicaba el número de propietarios, también

quedó claro que las personas que en realidad dirigían los negocios no serían los mismos dueños. Así que las empresas que antes dirigían los propietarios-ejecutivos, ahora tienen propietarios y ejecutivos por separado.

Como un ejemplo de esto, el propietario individual más grande de Apple es el CEO Tim Cook, pero solo tiene 0.02 % de la compañía. Incluso el mayor propietario de fondos mutuos de Apple posee menos de 10 % de la compañía. Hay millones de inversionistas en Apple que han decidido delegar el trabajo de administración de Apple a los directores ejecutivos, y estos inversionistas esperan que los directores procuren lo mejor para los accionistas de Apple.

Para los economistas financieros, esta transición a compañías con propietarios difusos que delegan autoridad a ejecutivos profesionales es similar al momento en que Adán muerde la manzana en el jardín del Edén: representa el fin de la inocencia y el comienzo del mundo moderno.

¿Por qué este cambio es tan profundo?

Piensa en el poderoso Tootsie Roll, el primer dulce que podías comprar por un centavo con envoltura individual en Estados Unidos. Fundadas en 1896, Tootsie Roll Industries todavía cotizan en la bolsa y ahora también tienen otros dulces, como Charms Blow Pops, Dots y, mis favoritas, las Junior Mints. En enero de 2015, el CEO que había dirigido Tootsie Roll murió de forma inesperada. ¿Cómo reaccionaron los accionistas de Tootsie Roll? ¿Hubo un periodo de duelo? ¿Hubo una oleada de ventas de pánico antes de saber quién se haría cargo?

De hecho, el precio de las acciones subió... 7 %. ¿Qué? ¿Hubo alegría ante la muerte de un CEO? De hecho, esta reacción es algo común. Las muertes inesperadas del CEO desatan reacciones muy fuertes, y muchas veces son positivas. ¿Cómo es esto posible? La navaja de Occam sugeriría algo simple: los accionistas estaban felices de ver que el CEO se había ido. ¿Pero no podrían haberlo echado? ¿No se suponía que estaba trabajando para los accionistas?

Las reacciones positivas a las muertes inesperadas de los CEO, además de ser más o menos macabras, son un ejemplo del conflicto básico que surge cuando los propietarios delegan la autoridad a los directores



ejecutivos, esos directores no siempre hacen lo que se supone que deben hacer, y los accionistas luchan por controlarlos. Esta es la dificultad de la gestión corporativa y una muestra del problema del agente principal. También es uno de los dilemas fundamentales del capitalismo moderno.

Sin duda, ya habrás enfrentado alguna versión de este problema en tu propia vida. Todos lidiamos con las dificultades del agente principal cuando interactuamos con contratistas, abogados, médicos y casi cualquier persona que hace algo por nosotros. En estas circunstancias, nosotros (los propietarios) designamos a alguien (un agente) para hacer algo en nuestro nombre (construir una casa, llevar un caso legal, cuidar nuestra salud). El problema tiene dos dimensiones: primero, ellos pueden estar motivados para ayudarnos, pero también tienen su propia agenda (proveer a sus familias, el deseo de irse del trabajo temprano); en segundo lugar, no siempre podemos saber si están trabajando en nuestro nombre. Simplemente no podemos verlos todo el tiempo y pueden saber mucho más que nosotros (¿realmente conozco la calidad del concreto que utilizaron en mi casa? ¿Tengo la certeza de que necesito esa resonancia magnética? ¿O quién es el dueño de ese laboratorio de resonancia magnética?).

Ahora imagina ese mismo problema en una escala mucho mayor, con los billones de dólares invertidos en empresas. En todas estas compañías, los accionistas no pueden monitorear a los directivos, y los directores saben mucho más sobre lo que está sucediendo que los accionistas, lo cual se conoce como asimetría informativa. ¿Cómo sabes si Tim Cook tiene la estrategia correcta? ¿Cómo sabes qué tanto está trabajando Tim Cook? Simplemente no hay manera de saber esas cosas con certeza. Y los directores no son malos, solo que a veces tienen sus propias agendas personales, que pueden no coincidir con las de los propietarios. ¿Tim Cook sería capaz de construir una nueva sede en One Infinite Loop con los fondos de los accionistas que sea mucho más lujosa de lo que se necesita para que él mismo pueda disfrutarla y gozar de la adulación de sus empleados y colegas? No es que él sea alguien malo, pero no debería sorprenderte que pensara en sí mismo antes de pensar en los millones de propietarios. Por lo tanto, el juego del capitalismo moderno consiste en

identificar formas de garantizar que los directores hagan lo que se supone que deben hacer por los dueños, incluso cuando tienen sus propias agendas y los propietarios no pueden verlos.

En el caso de Tootsie Roll, los accionistas habían llegado a cuestionar si en verdad el CEO promovía sus intereses. La industria de los dulces se había estado consolidando a gran velocidad de modo que las compañías de dulces pudieran contrarrestar el enorme poder de los supermercados y otras compañías de alimentos. Conseguir espacio en las estanterías era cada vez más difícil y más costoso, por lo que las compañías de dulces estaban creciendo para poder competir por ese espacio en las estanterías. Muchas empresas habían mostrado interés en comprar Tootsie Roll por una cantidad significativa que superaba los niveles de los precios vigentes de las acciones. Pero el CEO de Tootsie Roll no estaba dispuesto a ir por ese camino, a pesar de que las ventas de Tootsie Roll habían estado estancadas durante varios años y muchos inversionistas querían que considerara la posibilidad de vender. ¿Por qué el CEO se resistía a sus peticiones?

Bueno, una razón podría haber sido que el CEO sabía que vender la compañía lo privaría de su trabajo, un trabajo con un sueldo de 8 millones de dólares, incluidos 1.2 millones que la compañía gastaba cada año en un avión privado para llevarlo de su casa en Massachusetts a Chicago todas las semanas. Esas cifras son muy grandes si tomas en cuenta que la compañía solo facturaba 500 millones de dólares anuales. A Tim Cook le pagan millones de dólares, pero los ingresos de su compañía son de 150 mil millones, trescientas veces más que Tootsie Roll.

Esta dificultad para asegurarse de que las personas tengan el ímpetu para hacer lo que otros esperan que hagan, en términos económicos; es decir, alinear los incentivos, se ha convertido en un tema central en los últimos cien años, ya que las empresas han crecido de forma dramática. De eso se trataron los escándalos de gestión corporativa de principios de la década de 2000 (¿recuerdas a Enron y WorldCom?), al igual que el auge crediticio y el exceso de reservas de las instituciones financieras antes de la crisis económica. Con mucha frecuencia, los directores ejecutivos se

preguntaban: ¿por qué no prestarle a otro comprador especulativo de bienes raíces no calificado que generará comisiones que hoy aumentarán mi sueldo y el incumplimiento se producirá mucho después de que me haya ido? El escándalo de Wells Fargo de 2016 es otro ejemplo de incentivos desalineados con grandes costos sociales.

Hemos estado probando soluciones para este problema durante los últimos cien años. ¿Cómo podríamos resolverlo? En el ámbito personal, muchas veces dependemos de la reputación de contratistas, abogados y médicos para ayudar a protegernos. También contamos con códigos profesionales de conducta. Ambos mecanismos también pueden ayudar en las finanzas, pero son imperfectos. Por ejemplo, ¿hacer el juramento hipocrático siempre impedirá que un médico solicite esa tomografía extra del laboratorio que tiene con los otros médicos de su consultorio? ¿Qué tan útil es la reputación de un CEO cuando puede llevar más de una década conocer la calidad de sus decisiones, mucho después de que haya pasado a su siguiente trabajo?

La teoría de la agencia es la parte de las finanzas que estudia las formas en que podemos resolver el conflicto subyacente de incentivos desalineados. Desafortunadamente, estas soluciones son parciales y conllevan su propio conjunto de problemas. La forma más relevante en la que hemos tratado de resolver el problema de agencia es por medio de la remuneración con acciones de la empresa para los ejecutivos. Si los ejecutivos asumen un riesgo propio en el juego, interiorizarán los intereses de los accionistas y se resolverá el problema de alineación. En los últimos cuarenta años ese gran experimento ha dado resultados mixtos, por decir lo menos. Sí, tal vez los ejecutivos entren en mayor sintonía con la perspectiva de los dueños, pero ahora tenemos una nueva serie de dificultades. ¿Quién decide cuántas acciones deben tener los ejecutivos? En teoría, la junta directiva de una empresa lo decide, pero en la práctica parece como si los ejecutivos decidieran la cantidad de acciones que se dan a sí mismos, y todos lo aceptan porque no es dinero «real», es decir, efectivo. De manera más peligrosa, cuando los ejecutivos quieren vender sus acciones, tienen incentivos peculiares para alterar el rendimiento de la empresa en su beneficio. En resumen, pueden tener un incentivo para

maquillar su desempeño actual y sacrificar el bienestar futuro de la compañía.

Mucho de lo que observamos en los mercados de capital son diversos métodos para abordar el problema de agencia. ¿Por qué vemos que los grandes fondos de cobertura con ejecutivos accionistas le ocasionan problemas a las empresas al asumir participaciones mayoritarias y solicitar cambios? ¿Qué pasa cuando los fondos de cobertura apuestan contra las empresas al «vender en corto»? Estos ejecutivos accionistas, en realidad, representan un liderazgo para todos los accionistas dispersos: monitorean a los directivos y los presionan para que hagan lo correcto. Y esos malvados «vendedores en corto» pueden ser, de hecho, buscadores de la verdad que tratan de desenmascarar a los ejecutivos que cometen fraudes. Y vaya que esos vendedores en corto han tenido éxito, con Enron, con universidades privadas, entre otros. Mucha gente considera a estos personajes como sanguijuelas que extraen valor de las empresas productivas, pero desde otra perspectiva resuelven un grave problema.

De manera similar, los fondos de capital privado, como Kohlberg Kravis Roberts o Blackstone, parten de la premisa de que sus habilidades como propietarios les permitirán crear valor. Ofrecen otra solución al problema de agencia al reemplazar la propiedad difusa de los mercados de capital público con propiedad concentrada para que puedan observar con atención a los ejecutivos. A los capitalistas de riesgo, que financian compañías en su fase inicial, les preocupa en particular este problema y, en consecuencia, disponen sus inversiones en pequeñas fracciones por medio de singulares instrumentos como las «acciones preferentes convertibles». Las peculiaridades de estas prácticas financieras están diseñadas para facilitar el monitoreo de los ejecutivos y para asegurarse de que siguen una agenda que coincide con la de sus inversionistas.

Por desgracia, estas «soluciones» también han producido sus propios problemas. Los ejecutivos inversionistas y los vendedores en corto reciben pagos, incluidos los contratos que les permiten obtener ingresos a corto plazo, lo cual puede llevarlos a darles prioridad a esas ganancias sobre el valor a largo plazo. Podría parecer que los fondos de capital privado son mejores, pero a estos inversionistas también se les paga con contratos

similares que ofrecen incentivos para obtener inversiones en ciertos plazos. Y los inversionistas de capital privado a menudo hacen que sus compañías salgan a la bolsa, lo cual lleva a un conjunto de escenarios en los que pueden jugar debido a sus ventajas informativas antes de la oferta pública.

Estos accionistas e inversionistas de capital privado son directores de sus representantes administrativos, ¡pero ellos mismos son representantes de otro grupo de directores! Estos inversionistas son representantes de grandes fondos de pensiones y dotaciones financieras, que han designado a los inversionistas para salvaguardar su capital y obtener buenos rendimientos. Ah, y esos fondos de pensiones, que son los directores de esos inversionistas, son en realidad *nuestros* representantes como ahorradores y jubilados. En resumen, los mercados de capitales comienzan a parecerse a una cadena de contratos de agente-principal, cada uno con problemas y conflictos importantes.

Volvamos a Apple. En 2013, Tim Cook se enfrentó a una revuelta ocasionada por las acciones de David Einhorn de Greenlight Capital, quien quería que Cook comenzara a liberar todo el dinero que se estaba acumulando en Apple. Cook, y Steve Jobs antes que él, se había resistido a las solicitudes para liberar ese dinero. Einhorn fue el director que le dijo a su representante, Tim Cook, que les devolviera a los accionistas ese efectivo. Pero el propio Einhorn es el representante de los fondos de pensiones del Estado que le han delegado el trabajo de generar rendimientos. Y esos fondos de pensiones del Estado han invertido nuestros ahorros en ellos, y hemos designado a esos administradores de fondos de pensiones para administrar nuestra riqueza. Lo que hay es una serie de relaciones en torno al agente-principal: nosotros (los máximos directores) ahorramos por medio de los fondos de pensiones (nuestros representantes), que designan a David Einhorn (los representantes de los fondos de pensiones), que vigila a Tim Cook (el representante de David Einhorn), quien nombra a Jony Ive (el representante de Cook) como director de diseño de Apple, quien nombra a... ya entiendes la idea. Una vez que asimilas la relación del agente-principal, es difícil no ver cómo se despliega en todas partes en la vida.

En muchos sentidos, los mayores debates de hoy en día sobre lo que está mal con el capitalismo son en realidad discusiones sobre las finanzas y la teoría de la agencia. Para algunos, el gran problema es que los defensores de la teoría de la agencia han tenido demasiado éxito: ¡ahora los ejecutivos solo se preocupan por sus dueños! También deben estar atentos a los trabajadores, a los clientes y al ambiente. Si tan solo los ejecutivos tuvieran la capacidad de pensar en otras cosas y no buscaran únicamente ganancias, el mundo sería un mejor lugar. Para otros, el gran problema es que no hemos interiorizado lo suficiente las lecciones de la teoría de la agencia: ¡los ejecutivos actúan de forma inapropiada todo el tiempo y no están enfocados exclusivamente, como deberían estarlo, en crear valor para los propietarios! Tenemos ejecutivos que buscan ganancias a corto plazo en lugar de valor a largo plazo, inversionistas que asumen demasiados riesgos debido a incentivos perversos, y fondos de pensiones que pagan demasiadas comisiones porque están dormidos al volante.

¿Quién tiene razón? Ese es tema de un libro diferente. Pero para nuestros propósitos, vale la pena revisar la historia de Tootsie Roll para comprender cómo se relaciona todo esto con nuestras vidas. Resulta que la historia es más rica y compleja de lo que he contado hasta ahora. El CEO que murió, Melvin Gordon, se casó con una integrante de la familia Rubin, que históricamente había controlado Tootsie Roll. Había sido director general durante más de cincuenta años (murió a los noventa y cinco años) y había rechazado en repetidas ocasiones las propuestas de Carl Icahn, un notorio ladrón corporativo, que había querido vender la compañía a una empresa de dulces más grande, como Mars o Hershey's. La familia Gordon-Rubin era propietaria de una parte considerable de Tootsie Roll, pero la clave es que controlaban a la compañía con una clase separada de acciones que tenían derechos adicionales de voto, lo cual significa que siempre participarían en las decisiones.

Entonces, la primera versión de la historia, la de un CEO irresponsable que ignora la voluntad de los accionistas (un representante que no cumple con los objetivos de los directores) es algo simplista. La propia familia

Gordon era una accionista importante y tenía su propia agenda, que el CEO estaba cumpliendo. Además, la familia Gordon-Rubin sentía que Icahn y otros accionistas tal vez no satisfacían a todos los propietarios cuyos intereses cuidaba la familia: la venta de la compañía podría llevar a la pérdida de empleos para los empleados antiguos, a una reubicación de actividades que perjudicaría a las comunidades, y a una reducción de marcas que privarían a muchos clientes de sus preciados dulces. Icahn, a su vez, sentía que la familia Gordon-Rubin, enraizada de manera egoísta con sus poderosas acciones con derecho a voto, no cuidaba a los otros accionistas.

Como resultado, los directores en el caso Tootsie Roll (los accionistas) no hablaban con una sola voz, y el representante (el CEO) podía estar persiguiendo su propia agenda o estar respondiendo a su percepción de lo que querían *sus* directores (sus familiares accionistas y otros integrantes). Se vuelve más complejo aún. El propio Icahn era un representante de los fondos de pensión y las dotaciones financieras para las que administraba el dinero. ¿Icahn (ahora el agente) estaba buscando una venta de Tootsie Roll para los intereses a largo plazo de sus directores (sus inversionistas en fondos de pensiones) o estaba siguiendo un plan de ganancias a corto plazo para mejorar su propio historial y atraer más fondos a su cartera de gestión?

¿Qué nos dice esta compleja saga de Tootsie Roll? El marco del agente-principal es increíblemente provechoso para entender el capitalismo moderno. Pero ese marco no da respuestas simples y claras sobre quién tiene razón y quién está equivocado. De hecho, la situación puede ser bastante confusa. Los accionistas pueden estar divididos o ser poco claros en sus agendas (¿a qué accionistas debe servir el CEO?). Puede ser difícil saber si los representantes son defensores honestos o egoístas (¿el CEO está haciendo lo correcto?). A veces, las personas que parecen representantes de hecho actúan como accionistas (los CEO pueden trabajar para otros propietarios). Y las personas que parecen accionistas de hecho también son representantes con su propio problema del agente-principal (es decir, los inversionistas pueden ser representantes con motivos cuestionables).

¡Bienvenido al enredo del capitalismo moderno! Entonces, volviendo a la pregunta original: ¿qué tiene de malo el capitalismo moderno? Que es complejo. Las denuncias de que nuestros mercados financieros están amañados y son opacos pueden tener algo de verdad, pero pasan por alto la complejidad del problema que intentamos resolver con los mercados financieros.

El marco del agente-principal es un lente poderoso para comprender el enredo del capitalismo moderno y el papel de las finanzas. El marco del agente-principal puede ayudarnos a formular las preguntas correctas sobre los mercados de valores y, de manera sorprendente, también es muy útil para llegar a las preguntas correctas cuando afrontamos los enredos de nuestras vidas.

Me parece que el lente del agente-principal es muy útil para comprender los enredos de la vida en cuatro dimensiones o aspectos. Primero, el más obvio, en entornos profesionales el lente del agente-principal funciona como una guía para comprender el papel que tenemos: cuando nos desempeñamos como supervisores, ¿le damos poder a nuestros subordinados para que cumplan con sus obligaciones? Cuando se nos delega una tarea, ¿buscamos cumplirla como quisieran nuestros supervisores o de cierta forma que se adapte a nuestra propia agenda? Segundo, las funciones que tenemos en nuestras familias se pueden ver a través del lente agente-principal, aunque los papeles reales que desempeñamos en diferentes momentos cambian a medida que envejecemos y cuidamos a los niños y a nuestros padres mayores.

Si bien estos dos primeros casos se refieren a nuestras relaciones con individuos particulares, los siguientes dos son acerca de cómo conducimos nuestras relaciones a partir de las expectativas sociales y nuestras propias experiencias pasadas. ¿Estamos ejerciendo como accionistas que concebimos nuestros propios planes o como representantes de accionistas ocultos? En cada caso, al igual que con el enredo del capitalismo moderno, usamos el lente del agente-principal no en la búsqueda de respuestas concluyentes, sino para hacer las preguntas correctas.



Siempre he buscado diferentes retos en el campo de la enseñanza y en cierto momento me aventuré en el liderazgo y el comportamiento organizacional. Uno de mis casos favoritos para la clase, tan efectivo que incluso un profesor de finanzas puede enseñarlo, es sobre un joven ejecutivo con un MBA que ha crecido muy rápido y ahora está lidiando con un subordinado mayor que no cumple con las expectativas del ejecutivo. El caso funciona para plantear un cierto escenario, que incluye la forma en que el ejecutivo ha tratado de darle retroalimentación al subordinado. Por lo general, comienzo la discusión preguntándole a la clase si 1) despedirían al subordinado, 2) tratarían de entrenar al subordinado o 3) sortearían el conflicto con el subordinado creando posiciones paralelas. Cuando los obligo a representar la opción que eligieron, los estudiantes que defendían con mucha labia sus respuestas suelen sentirse oprimidos ante la perspectiva de emprender alguna de estas acciones.

La mayor enseñanza del caso está en la conclusión de que tal vez el problema no sea el subordinado en absoluto. Hay claves obvias en el caso, pero los estudiantes, usualmente, no son sensibles a ellas; por lo general, pasan alrededor de cuarenta minutos para que alguien se dé cuenta de lo que ha sucedido en realidad. El problema es que el ejecutivo talentoso le delega responsabilidades al subordinado y luego lo desacredita en todo momento. Como resultado, el subordinado está frustrado y desmotivado y, en última instancia, deja la empresa y la industria.

Después, al joven ejecutivo lo regañan (en una actualización del caso) porque su obsesión por el control persiste y sus jefes directos lo han notado. La capacidad de delegar tareas con efectividad a sus subordinados es un componente crítico de la gestión empresarial, pero parece que el joven no sabe cómo hacerlo. Castiga a su subordinado por no cumplir con las tareas que le asignó, pero al mismo tiempo, sutilmente no le permite dar resultados en su puesto.

Cuando he usado este caso en clase, los alumnos parecen verse a sí mismos de inmediato como el joven ejecutivo o como el subordinado. A algunos les recuerda situaciones en las que han sido subordinados

atrapados en medio de expectativas desproporcionadas y recursos insuficientes. Otros recuerdan su propio trastorno de delegar y luego abrumar a las mismas personas que podrían ayudarlos. En cierto sentido, el mundo profesional es una suma de problemas del agente-principal, y saber si los accionistas son administradores razonables es tan complicado como determinar si los agentes fallan porque les falta autoridad o porque son incapaces. Al igual que el ejecutivo en el estudio de caso y los alumnos de mi clase, tendemos a asumir que el problema está fuera de nosotros y el lente del agente-principal puede ser un recordatorio de que la realidad quizás tenga muchos más matices.

Varios años después de la muerte de mi padre, mi hermana y yo platicamos sobre las condiciones de vida de mi madre. Mi madre tenía un cuidador confiable y considerado, pero su vida era cada vez más solitaria. Nos preocupaba que esa soledad pudiera, finalmente, hundirla en la depresión o acortar su vida. Mi hermana y yo vivimos muy cerca, y de pronto se nos ocurrió la idea de llevar a mi madre a un sitio cercano para que le resultara más fácil ver a sus hijos y nietos. Era una de esas ideas que, después de que se te ocurre, te preguntas por qué te tardaste tanto en pensarla. Así ella nos podría ver a todos cuando quisiera y terminaría con la soledad creciente en su vida.

Le planteé la idea a mi madre, pero reaccionó con reserva. Luego la presioné con mi ofrecimiento explicándole las ventajas evidentes. Ella siguió resistiéndose y yo seguí presionando. Finalmente me obligó a guardar silencio: «Pero todavía veo a tu padre en esta casa y no quiero dejarlo», me dijo. Ella sabía exactamente qué decir para que me fuera, y así lo hice.

Mi hermana y yo exploramos las posibilidades. Estábamos convencidos de que a nuestra madre le gustaría esa nueva vida, pero se estaba resistiendo a la idea de cambio. Una vez que hiciera el cambio, sabíamos que estaría encantada. Consideramos un plan más agresivo porque sabíamos que nuestra madre cedería en última instancia.

Mientras lo discutíamos, poco a poco caí en la cuenta de que tal vez ella simplemente no valoraba estar tan cerca de sus hijos y nietos. Quizás le gustaba su vida actual más que la vida que habíamos imaginado para ella. Peor aún, me di cuenta de que nuestro plan podría reflejar nuestros deseos y no los de ella. Hacer que se mudara cerca nos facilitaría la vida de forma considerable, y mi hermana y yo queríamos que nuestros hijos pasaran la mayor cantidad de tiempo posible con ella.

Al plantear el cuidado de su bienestar, ¿no estábamos en realidad viendo por nuestro propio bienestar? ¿Actuábamos como sus agentes responsables o en realidad la convertimos en una agente de nuestros propios planes para mejorar nuestras vidas? Al mismo tiempo, no quedaba muy claro si ella era una buena representante de sus propios intereses, ya que su resistencia podría ser un reflejo de los supuestos costos del cambio en lugar de los beneficios de su nueva vida futura. Más allá de todo, no quedaba claro lo que mi padre hubiera querido que hiciéramos por ella. En muchos sentidos, él era un accionista oculto al que estaba tratando de complacer. Sin darnos cuenta, la situación se volvió un enredo, con accionistas que pretendían ser representantes y un accionista oculto con una agenda en última instancia incognoscible.

Estas mismas preguntas son evidentes en la crianza de los hijos. A la mayoría de los padres, incluido yo, nos gusta considerarnos representantes responsables en nombre de nuestros hijos. Queremos que sean «todo lo que pueden ser» y las «mejores versiones de sí mismos». Cuando hablamos así, estamos pensando en nuestros hijos como nuestros accionistas, a los que simplemente estamos ayudando a conseguir sus propios logros.

Sin embargo, en la práctica me parece que esa versión de la crianza de los hijos es bastante superficial. De forma inevitable, los niños también se convierten en representantes de nuestros planes. A veces, eso sucede de manera inconsciente: los niños se acostumbran a las elecciones que reflejan las preferencias de los padres y luego las interiorizan. Es mucho más probable que sigan nuestras profesiones y disfruten de las cosas que nos gustan, en relación con una muestra aleatoria de la población general. De hecho, para muchos de nosotros, la responsabilidad principal de la

crianza es dejar la marca de un conjunto de valores en nuestros hijos. Si este es el caso, ¿quién es el representante y quién el accionista en la crianza?

A veces, la inversión de los roles de accionista y representante no es tan inocente ni tampoco deliberada. Muchos de nosotros somos padres con las mejores intenciones, pero somos culpables de proyectar nuestras ambiciones o esperanzas no realizadas en nuestros hijos. En esas situaciones, pretendemos ser representantes de los sueños y el potencial de nuestros hijos, pero en realidad somos los accionistas que intentan forzar a nuestros niños-agentes a seguir un modelo.

La lente del problema del agente-principal no puede decirnos qué es lo correcto, pero puede hacernos conscientes de cuán confusas llegan a ser ciertas situaciones, y cómo las historias laborales y familiares que solemos contarnos son narrativas que adaptamos a nuestros propios fines. Ser honestos y conscientes de nuestros papeles como accionistas y representantes podría permitirnos ser un poco mejores colegas, cónyuges, padres e hijos.

Según mis datos, E. M. Forster usa alguna variación de la palabra «enredo» diecinueve veces en *Una habitación con vistas*, y yo la he usado seis veces hasta ahora en este capítulo. De hecho, toda la historia de Forster trata sobre un enredo: el enredo de elegir lo que la sociedad espera de nosotros o lo que queremos en realidad. Es un enredo porque no siempre tenemos claro por qué elegimos lo que elegimos, porque lo queremos o porque la sociedad espera que lo queramos. ¿Somos representantes de las expectativas sociales o somos fieles a nosotros mismos como accionistas?

Lucy Honeychurch es una joven cuyo amor y pasión se desatan en un viaje a Florencia por George Emerson, un tipo poco convencional y filosófico. Después de regresar a Inglaterra, ella ahuyenta esos sentimientos y sigue las expectativas de la sociedad al comprometerse con Cecil Vyse, un tipo sin mayor encanto y aburrido, pero socialmente privilegiado. Lucy se encuentra en un enredo, no sabe bien lo que siente

por Cecil y por George y tampoco cuáles y de quiénes son las metas que quiere alcanzar.

Finalmente, el padre de George diagnostica lo que tanto le ha preocupado a Lucy y enuncia la realidad que Lucy ha estado negando. El padre de George dice:

Querida, estoy preocupado por ti. Me parece que estás en un enredo [...] Cree en las palabras de un anciano: no hay nada peor que estar en un enredo en este mundo. Es fácil enfrentarse a la muerte y al destino y a todo lo que pueda sonar terrible. Pero respecto a mis enredos veo mi pasado con horror, respecto a las cosas que debía haber evitado [...] Aunque vivir es algo espléndido, es difícil [...] «La vida — escribió un amigo mío— es un recital público de violín en el cual uno va aprendiendo a tocar el instrumento mientras va interpretando». Creo que lo expresó muy bien. El hombre debe aprender el uso de sus funciones mientras va viviendo, especialmente la función del amor<sup>[3]</sup>.

Llegado aquí dijo excitadamente: «Esto es, esto es lo que quiero decir, ¡que tú amas a George!». Lucy se convulsiona al cobrar conciencia de esto y se resiste, pero sabe que el padre de George de hecho tiene razón. Ella ha cumplido con las expectativas de la sociedad, pero ha ignorado su propia voz, quedando inmersa en el gran enredo de su vida.

Elle Luna canalizó ese mismo sentimiento en su explosivo y popular blog lleno de imaginación, y en el consiguiente libro, *The Crossroads of Should and Must*. Elle describe nuestras vidas como una serie continua de este tipo de encrucijadas, y por qué el camino del «*debería*» es atractivo pero no satisfactorio:

El *debería* es cómo los *otros* quieren que nos presentemos ante el mundo, cómo se supone que *deberíamos* pensar, lo que *deberíamos* decir, lo que *deberíamos* o *no deberíamos* hacer. Es el gran conjunto de expectativas que otros nos imponen<sup>[4]</sup>.

Esa es la decisión segura que la mayoría de nosotros tomamos, y así lo estaba haciendo Luna sin siquiera pensarlo. También era lo que Lucy Honeychurch estaba a punto de hacer: convertirse en una representante de las expectativas sociales.

Para Luna, el camino del «*debería*» (*should*) debe rechazarse para seguir el camino del «*deber*» (*must*): «*Deber* es lo que somos, en lo que creemos y lo que hacemos cuando estamos solos con nuestro ser más

genuino y auténtico»<sup>[5]</sup>. Son nuestros instintos, nuestros deseos y añoranzas, las cosas, los lugares y las ideas que nos apasionan, la intuición que crece desde algún espacio profundo en nuestro interior. Lo que *debe* pasar es que dejemos de cumplir con los ideales de otras personas y comencemos a conectarnos con los nuestros. En otras palabras, «Lucy, ve por George», deja de ser el representante de las expectativas sociales y sé tu propia directora.

La tensión entre lo que se «*debería*» hacer y lo que se «*debe*» hacer conduce no solo la trama de *Una habitación con vistas*, sino que tiene muchos antecedentes en la literatura. De hecho, Leo Bloom de *Los productores*, como ya te habrás imaginado, era el nombre de Leopold Bloom, de *Ulises* de James Joyce. Mel Brooks dio (al menos) dos explicaciones de esto. La explicación poco seria fue: «No sé qué representó para James Joyce, pero para mí Leo Bloom siempre representó un judío vulnerable con el pelo rizado»<sup>[6]</sup>.

A pesar de las apariencias, Brooks es un intelectual serio que venera la literatura y aspiró a ser un novelista desde el principio de su vida. La elección del nombre Leo Bloom reflejaba tanto su aprecio por la literatura como el tema de la autorrealización. Para Brooks,

en el curso de cualquier narrativa, los personajes principales tienen que metamorfosearse. Tienen que pasar por una experiencia que los obligue a aprender algo y cambiar. Así que Leo iba a cambiar, iba a florecer. Comenzaría como un hombre ordinario que acepta cualquier cosa que la sociedad le enseñe a aceptar [...] pero en el corazón de Leo Bloom había una criatura mucho más complicada y proteica, el tipo que nunca se atrevería a ser, porque no pensaba arriesgarse. Iba a cumplir su papel y caminar así hasta su tumba, hasta que se topó con Max [...] ambos se inspiran mutuamente [...] tanto que a este hombre inocente se le ocurre la idea de hacer una fortuna produciendo un fracaso seguro y vendiendo veinticinco mil por ciento de las ganancias por adelantado a las mujeres mayores<sup>[7]</sup>.

Bloom se halla en la encrucijada del «*debería*» y el «*debe*», y Bialystock lo ayuda a elegir el «*debe*», con todas las consecuencias que ello conlleva. La vida se trata, en parte, de desafiar lo que se espera de nosotros y lo que nos da para encontrarnos a nosotros mismos. Como Joyce lo plantea en la novela que protagoniza Leopold Bloom, *Ulises*: «¿Qué hay en un nombre? Eso es lo que nos preguntamos en la infancia cuando escribimos el nombre

que nos dicen que es nuestro»<sup>[8]</sup>. ¿Somos representantes de los demás al cumplir con las expectativas —como lo descubren Lucy Honeychurch, Leo Bloom y Elle Luna en los mundos que habitan— o podemos convertirnos en nuestros propios directores? ¿Podemos crear el sentido de nuestros nombres?

A la mitad de *Los productores*, el dramaturgo de *Una primavera para Hitler*, un alemán con obvias simpatías nazis, quiere celebrar la venta de su guion a Bialystock y Bloom. Él sugiere que brinden por «el hombre más grande que jamás haya existido»<sup>[9]</sup>, pero deben susurrar el nombre, pues «las paredes tienen oídos». El dramaturgo susurra «Adolf Hitler», asumiendo que Bialystock y Bloom harán lo mismo. Bialystock susurra «Max Bialystock», y Leo Bloom susurra «Sigmund Freud». La línea de Bialystock causa más risa, pero la línea de Bloom es más reveladora.

Resulta que Mel Brooks siempre ha estado más o menos obsesionado con Freud. Muchas de sus primeras rutinas, incluidas aquellas con Carl Reiner y su brillante cortometraje *El crítico* de 1963, ganador del Oscar, tienen algunas líneas sobre psicoanálisis. Al hablar acerca de su fuente de inspiración para Bialystock y Bloom, Brooks dijo: «Max y Leo soy yo, el yo y el ello de mi personalidad. Bialystock: duro, intrigante, lleno de ideas, fanfarrón, ambicioso, de orgullo herido. Y Leo, ese niño mágico»<sup>[10]</sup>.

De hecho, Brooks estuvo años en terapia, lidiando con su infancia. El padre falleció cuando tenía dos años. Brooks adoraba a su madre y decía: «Si pudiera nadar desnudo con ella, lo haría»<sup>[11]</sup>. Alguna vez Kenneth Mars, el actor que interpretó al dramaturgo alemán, contó que Brooks describía su infancia y la consideraba crucial para entenderlo. Brooks le dijo: «Sabes, mis pies nunca tocaron el suelo hasta que tuve dos años porque siempre me paseaban, me besaban y me abrazaban». Mars agregó: «Creo que esa es una clave, el tipo de imagen que tiene de sí mismo, como el niño siempre inmaduro, el niño que te divierte»<sup>[12]</sup>.

En esta versión final del problema del agente-principal, nuestras experiencias de la infancia terminan siendo los principios ocultos a los que

servimos, ya sea que lo sepamos o no.

Casi todas las personas involucradas en *Los productores* parecen haber tenido una infancia muy compleja que dio forma a sus vidas. Sidney Glazier, quien se convirtió en el productor de *Los productores*, tuvo una infancia angustiosa. Después de que su padre muriera, su madre se juntó con otro hombre y pagó un orfanato para deshacerse del niño. Las películas se convirtieron en «el mejor y más hermoso escape de la vida problemática que recibí»<sup>[13]</sup>. Pero las cicatrices duraron mucho. Su hija dijo que, si bien era «un genio cautivando a las personas», terminó siendo «imposible vivir con él»<sup>[14]</sup>: un hombre que se divorció cuatro veces y que ella consideraba bipolar porque «oscilaba entre tendencias autodestructivas y la voluntad de sobrevivir». El otro productor, el magnate de Hollywood Joseph Levine, era un niño pobre y sin padre que decía que no podía recordar «un día feliz de su niñez»: vivió su adultez haciendo trucos de magia en su oficina para los visitantes, experimentando la infancia que nunca tuvo. Gene Wilder le decía «papá» a Mel Brooks, mientras Brooks convirtió a Sid Caesar, el genio detrás del programa de televisión *Your Show of Shows* que le dio su primera oportunidad, en un padre sustituto.

Cuando escucho historias como estas, no logré precisar si todo es verborrea de psicólogos o algo profundo y verdadero. Leí a Freud en la universidad y sus ideas me parecieron increíblemente atractivas. Pero luego leí la condena definitiva de Freud por parte del crítico literario Frederick Crews, quien demostró lo poco científica que es toda su obra. Sin embargo, repaso estas ideas y me suenan bien. Incluso hace poco me descubrí aplicándolas mientras me quejaba de un colega con otro colega (sí, el estereotipo resulta ser cierto; los académicos pueden quejarse de todo) y le dije: «Es como si estuviera escenificando alguna tontería que le sucedió de niño». Luego bromeamos sobre cómo, a medida que nos hacemos mayores, percibimos cada vez más el peso que tiene nuestra infancia, y después seguimos quejándonos del compañero.

El libro del psicoanalista Stephen Grosz, *La mujer que no quería amar*, me produjo esos sentimientos encontrados. En este breve libro, Grosz presenta pequeños estudios de caso de sus pacientes y sus trastornos. Por



un lado, todos los casos parecen reducirse a alguna injusticia o recuerdo de la infancia que se desarrolla en la edad adulta, todo pareciera encajar tan bien que no es plausible. Por otro lado, es un conjunto de viñetas iluminadoras y sugerentes sobre sus pacientes y sus conflictos, y uno puede verse reflejado en cada una de ellas.

Al final de la historia de Peter, un joven que inconscientemente sabotea sus amistades y relaciones, Grosz concluye:

Karen Blixen [alias Isak Dinesen, autora de *Memorias de África*] dijo: «Todas las penas pueden soportarse si se ponen dentro de una historia o se cuenta una historia acerca de ellas». Pero ¿y si una persona no puede contar una historia acerca de ellas? ¿Y si es su historia la que cuenta a la persona? La experiencia me ha enseñado que nuestra infancia nos deja multitud de historias como esta: historias que nunca encuentran su voz, porque nadie nos ayudó a encontrar las palabras. Cuando no encontramos la manera de contar nuestra historia, esa historia nos cuenta a nosotros: soñamos con esas historias, desarrollamos síntomas o nos descubrimos actuando de maneras que no podemos explicarnos<sup>[15]</sup>.

Para mí, la lección de ese libro es que muchos de nuestros trastornos como adultos reflejan experiencias no resueltas que tuvimos como niños. Como adultos, nos convertimos en agentes involuntarios de experiencias sublimadas y gran parte de la edad adulta se trata de descubrir que de hecho eres un agente involuntario de esas experiencias. En última instancia, se trata de aprender a no ser agente involuntario, de ser consciente de esas experiencias pasadas y volverse un director, un arquitecto consciente de tu propia vida.

El mejor ejemplo de esto puede ser el arquetipo que describe Alice Miller en *El drama del niño dotado*. En este breve libro, Miller refiere lo que sucede cuando los niños intuitivos y sensibles tienen un padre exigente. Estos niños se vuelven muy sensibles a las señales y necesidades de quienes los rodean, pues esa ha sido históricamente la clave para que reciban amor. Pero crecen sin ser capaces de proyectar sus propios deseos e ideas en el mundo porque se han acostumbrado a satisfacer las necesidades de los demás. Estos niños crecen y se convierten en representantes ejemplares, fuentes de logros que buscan ser admirados. Sin embargo, no pueden dilucidar cómo ser directores cuando son adultos. Dado que nunca han tenido que formular sus propias ideas, están

profundamente insatisfechos y frustrados, ya que solo saben cómo satisfacer las necesidades y los sueños de los demás. Están atrapados en el papel de los representantes que no saben cómo convertirse en directores. Y luego repiten ese ciclo con sus hijos. En resumen, las madres tigre engendran futuros padres tigre.

Los matrimonios de la farándula deben de ser bastante complicados. Me imagino que los grandes egos y la atención de la prensa y los fanáticos complican los matrimonios. Aunque contra la estadística, parece que Mel Brooks y Anne Bancroft tuvieron éxito durante treinta y un años, hasta la muerte de Bancroft en 2005. Bancroft, célebre por su papel de la señora Robinson en *El graduado*, fue una actriz consumada que ganó un Oscar y un premio Tony por el mismo papel, la maestra de Helen Keller en *Un milagro para Helen*. A sus papeles de actuación se sumaron después trabajos como productora y escritora. Además de eso, soportó a Brooks durante décadas, con lo cual tal vez reúne los requisitos para la santidad.

En una plática sobre las diferencias entre la escritura y la actuación, Bancroft le contó la siguiente historia al crítico teatral Kenneth Tynan.

Una tarde volví tarde de un ensayo difícil. Mel había estado trabajando en casa todo el día. Me sentía molesta conmigo misma y me quejé: «Actuar es tan difícil». Mel tomó una hoja de papel en blanco y la sostuvo frente a mí. «Esto es lo que es difícil», dijo. Nunca más me quejé de la actuación<sup>[16]</sup>.

Sin menospreciar el arte de actuar, esta viñeta parece revelar una verdad esencial. Sí, es difícil actuar un papel creado por otra persona y ser el representante de un guionista. Pero es aún más difícil ser un director, donde te piden que escribas y produzcas esa historia a partir de la nada. Sidney Sheldon, el séptimo autor de ficción más vendido de la historia (¡él sí que sabía cómo enfrentar una hoja de papel en blanco!), podría haber estado aludiendo a Mel Brooks (o Freud) cuando dijo: «Una hoja de papel en blanco es la manera en que Dios nos dice lo difícil que resulta ser Dios». El hecho de crearnos a nosotros mismos es un milagro y, por

fortuna, tenemos más de siete días para convertirnos en directores más que en representantes.

SIN FINANZAS NO HAY ROMANCE<sup>[1]</sup>

[El matrimonio Arnolfini]

Para ver uno de los retratos cinematográficos más auténticos de Wall Street, creo que hay que ir mucho antes de *La gran apuesta* y *El lobo de Wall Street*.

La película *Secretaria ejecutiva* (1988), de Mike Nichols, plasma con precisión lo mejor y lo peor de Wall Street: el sexismo, el esnobismo, la autocomplacencia están ahí, pero también el énfasis en el talento, la competencia y la satisfacción de resolver conflictos. Además, puedes ver de jóvenes a Melanie Griffith, Harrison Ford, Sigourney Weaver y Alec Baldwin, todos con atuendos y peinados que solo tenían sentido en los ochenta.

Tess (Melanie Griffith) es una secretaria de Staten Island que está ansiosa por participar en el juego de alto riesgo de las fusiones y las adquisiciones. Su jefa, Katharine (Sigourney Weaver), es la típica ejecutiva de inversiones: elegante, descarada, egoísta y manipuladora. Katharine tiene una relación con Jack (Harrison Ford), un buen tipo, el inversionista que trabaja mucho y quiere resolver problemas para sus clientes. Cuando Katharine tiene un accidente en Europa, Tess ocupa el lugar de Katharine y le aconseja a su cliente, Trask Industries, fusionarse con una estación de radio propiedad del cliente de Jack. Jack conoce a Tess sin darse cuenta de que ella es la secretaria de Katharine, y mientras trabajan juntos en la fusión, se enamoran. Katharine regresa e intenta detener las fusiones, pero Trask y la estación de radio, y Tess y Jack, ya han adquirido obligaciones el uno con el otro.

En una de las escenas más memorables, Tess se esconde en el armario mientras Katharine intenta seducir a un evasivo Jack. Katharine expresa sus sentimientos románticos de una forma en que solo una ejecutiva de inversiones podría hacerlo. Cansada de esperar a que Jack tome la iniciativa, Katharine sujeta a Jack y le dice: «He estado pensando en que tú y yo deberíamos fusionarnos. Piénsalo, querido: ¡el Señor y la Señora fabulosamente felices!». Aunque es una de las propuestas menos románticas que se puedan imaginar (y que le hace la competencia a la del señor Collins), deja ver los paralelismos que hay entre el proceso de fusión empresarial y el proceso de unir dos vidas en un matrimonio.

¿Solo los ejecutivos de inversión obsesivos ven en el romance y las finanzas un vínculo íntimo? Después de dejar el Art Tatum Trio, el guitarrista Tiny Grimes se aventuró por su cuenta y se asoció con Charlie Parker en 1944 para crear uno de los clásicos del *jazz*, en estilo *bebop*,

«Romance Without Finance». La conclusión de Grimes era inequívoca: un romance sin finanzas simplemente no tiene ningún sentido. Sin una pizca de ironía, Grimes canta: «Si no tienes dinero no puedes ser mía... Un romance sin finanzas es un tropiezo». Charlie Parker y su banda reafirman ese sentimiento gritando desde el fondo: «¡No es broma, hermano!» y «¡Es una molestia!».

Cincuenta años después, la banda de *rock* Little Feat lanzó una canción con el mismo título, pero invirtió el mensaje de Tiny Grimes con una visión romántica más tradicional. Little Feat desafió la lógica de Tiny Grimes con estas letras mucho más inofensivas: «¿Qué tiene que ver el dinero con el amor? Siempre preferiré el romance sobre las finanzas».

Un contraste similar surge entre los primeros éxitos de Ray Charles y Kanye West. En su primer éxito en 1954, Ray Charles tomó una parte de una canción popular religiosa, «It Must Be Jesus», para crear «I Got a Woman», y mezcló lo sagrado con lo profano de nuevas formas. En esa canción elogia a una mujer por la pureza de su amor y canta: «Ella me da dinero cuando lo necesito, sí, es como una amiga». Cincuenta años después, Kanye West, como Little Feat, revirtió ese sentimiento original y romántico al hacer un *sampling* del primer éxito de Ray Charles.

En la introducción de la canción Jamie Foxx imita a Ray Charles, pero esta vez cuenta una historia de carácter preventivo al sustituir algunas palabras clave. Foxx canta: «Ella me quita dinero cuando lo necesito, sí, es una amiga frívola». Por fortuna, Kanye resulta no ser tan cínico. Y así en el resto de la canción mezcla los dos puntos de vista opuestos de la relación entre el amor y el dinero. En repetidas ocasiones superpone el dulce sentimiento de «I Got a Woman» de Ray Charles con sus propios consejos más preventivos. Y justo cuando Jamie Foxx/Ray Charles nos dice con amor, siguiendo la letra original, que ella le da dinero cuando lo necesita, Kanye agrega su propia advertencia y dice que también puede ser una «interesada».

En ciertos momentos, podríamos optar por creer en los dulces sentimientos de Ray Charles y Little Feat. Pero el pragmatismo de Tiny Grimes y Kanye West también resuena. La historia parece estar del lado de Grimes y West respecto a los profundos vínculos entre las finanzas y el

romance. Desde las finanzas de la Florencia renacentista hasta el ascenso de los Rothschild, desde la creación de la industria del automóvil hasta los primeros días de internet, las finanzas y el romance se han vinculado de manera inseparable, y el saber tradicional acumulado y la experiencia sobre cómo operan las fusiones nos pueden dar una visión objetiva de lo que hace que las relaciones románticas funcionen.

Para comprender los vínculos entre las finanzas, el romance, el matrimonio y las fusiones, visité el sitio donde estos vínculos eran más evidentes: el centro del Renacimiento, la Florencia del siglo xv. Si bien la mayoría de las personas asocia Italia con pasión y romance, pasan por alto el hecho de que la banca moderna tiene sus orígenes en la Italia medieval y renacentista, donde las ciudades del norte, Génova, Lucca y, la más importante, Florencia, fueron testigos de los orígenes de lo que ahora llamamos un banco. El banco más antiguo que funciona hoy en día se encuentra cerca de Siena, el Monte Dei Paschi di Siena, y recientemente celebró su 550 aniversario. De forma significativa, el Banco Médici y la familia asociada con él llegaron a dominar la Florencia renacentista y, en muchos aspectos, son responsables del despertar cultural y la revolución que supuso el Renacimiento.

A medida que revisé los archivos públicos en la Florencia actual, me quedó claro que el aura romántica de Florencia se consolidó gracias al capital que había en cada esquina. Comencé en el Palacio Pitti (que fuera hogar de Cosme I de Médici), crucé por el Ponte Vecchio (ese puente con el extraordinario corredor vasariano que permitía a los Médici cruzar el Arno sin mezclarse con la gente) hacia la Galería Uffizi (construida por los Médici), y caminé de la Plaza de la Señoría (la Señoría era el cuerpo político bajo el control efectivo de los Médici; hoy en día los Leones de Médici dan a la Plaza) a la Basílica de la Santa Cruz (sede de la capilla privada de los Médici).

Llegué a mi destino, el Archivio di Stato di Firenze. Originalmente albergados en Uffizi, los archivos se movieron a un edificio descomunal, un gran monstruo marrón construido en la década de 1980 con escaleras

exteriores de color óxido. Incluso los italianos tomaron malas decisiones estilísticas en los años ochenta. Francesca Klein, la generosa archivista que aceptó reunirse conmigo, organizó amablemente una visita a la Florencia del siglo xv, donde surgió una de las expresiones más geniales de los fuertes vínculos entre las finanzas y el romance: el Fondo de las Dotes o el *Monte delle doti*.

Empezamos con la revisión de varias cartas de la familia Strozzi, una de las familias más ricas de Florencia de aquella época. Después de que condenaran al exilio a todos los hombres de la familia porque se les percibía como una gran amenaza para los Médici, Alessandra, la matriarca, le escribió numerosas cartas a su hijo Filippo sobre su hermana Caterina y su incierto futuro conyugal. Francesca me explicó que en ese tiempo los matrimonios representaban una gran preocupación para las familias, ya que eran imprescindibles para ampliar y fortalecer los negocios y el poder de las familias de comerciantes. En efecto, por medio de los matrimonios se creaban alianzas empresariales.

Las perspectivas matrimoniales de Caterina, una joven de dieciséis años, eran muy problemáticas —me explica Francesca—, ya que su familia estaba en el exilio y en consecuencia padecían un cierto desprestigio. Finalmente, Alessandra escribió llena de alegría que se había llegado a un acuerdo conyugal con Marco Parente, con una dote de mil florines. Las dotes (los pagos de la familia de la novia a los del novio) eran una institución social dominante en Florencia; Francesca me mostró numerosos registros de todas las dotes que se pagaron en Florencia durante los siglos xv y xvi.

La importancia de los matrimonios y las dotes dio origen, junto con otras circunstancias, al Fondo de las Dotes. Este fondo —una de las primeras proezas de la ingeniería financiera— resolvió tres problemas que en apariencia no tenían relación. Primero, los padres de mujeres se enfrentaban a un mercado matrimonial donde las jóvenes superaban por mucho a los hombres mayores elegibles, en parte debido a la plaga. Como un reflejo de esto, las dotes subieron de precio con mucha rapidez, generando un mayor riesgo para los padres y sus hijas. Sin una buena dote, a una hija le esperaba el convento o la prostitución. Como ejemplo,



Francesca me mostró los registros de una dote con la que se pagaron 833 florines a un Paolo que contrajo matrimonio con Magdalena, y el pago de 50 florines a un convento de monjas tras la entrada de Margherita al claustro. El fracaso para emparejarse en el mercado matrimonial era costoso de muy diversas formas.

Los precios crecientes y variables de la dote dieron lugar a una segunda gran tribulación. A medida que las dotes se volvieron más importantes, los hombres se preocuparon aún más por asegurarse de obtener grandes dotes de las familias de la novia tras el matrimonio. De hecho, hay varios ejemplos de novios que esperaron durante años a que se pagaran las dotes. A fin de cuentas, el Estado florentino terminó por tambalearse en un desastre fiscal. Las crecientes deudas de las guerras con Milán y Lucca ahora amenazaban al Estado.

La confluencia de los precios variables de la dote, la preocupación del novio por la transferencia de la dote tras la consumación del matrimonio y las inestables finanzas gubernamentales dieron origen al Fondo de las Dotes.

En 1425, el gobierno de Florencia inauguró el *Monte delle doti*. Los ciudadanos podían prestarle dinero al Estado con tasas de interés fijas a partir de que su hija cumpliera cinco años, y las cuentas vencían en diez años, junto con sus hijas (dando un nuevo significado a la idea de «rendimiento hasta el vencimiento»<sup>[\*]</sup>). La cuenta podía solicitarse al consumir un matrimonio y el Estado le pagaba directamente al novio. De esta manera, el Estado se hizo de una nueva y poderosa herramienta de recaudación de fondos, los padres estaban asegurados contra la rápida inflación de la dote con tasas de interés generosas y un compromiso previo de ahorrar, y los novios tenían garantizado el pago de la dote por parte del Estado en lugar de un padre que podía echarse para atrás.

Y si hablamos de innovación financiera... Cuando Francesca me mostró aún más cartas relacionadas con matrimonios y dotes, me reconfortó el hecho de que para nuestras hijas solo tenemos que pensar en 529 planes, pero no en los fondos de la dote.

Al principio, sin embargo, el *Monte delle doti* fue un fracaso, pues participaron solo dos padres. Las tasas de 11 % no eran lo suficientemente

atractivas y, lo más importante, el contrato estipulaba que la muerte de la hija antes de la madurez hacía que los padres perdieran su capital. Con altas tasas de mortalidad, esto no era un buen negocio para un padre preocupado. Afrontando aún más presión fiscal, el gobierno modificó el *Monte delle doti* en 1433 para permitir el reembolso del capital al momento de la muerte de las hijas y elevó las tasas de interés hasta 21 por ciento.

Así se detonó la popularidad del Fondo de las Dotes y se convirtió en una forma esencial de financiamiento en la Florencia del siglo xv. En una ciudad con una población de cincuenta mil habitantes, se establecieron casi veinte mil cuentas a lo largo de cien años. Los historiadores del arte han especulado que *El matrimonio Arnolfini* de Jan van Eyck, la imagen que abre este capítulo, una de las pinturas más famosas de una boda, refleja el pago de una dote relacionada con el *Monte*.

En última instancia, el *Monte delle doti* resultó inestable, como muchos acuerdos financiados por el gobierno que parecen demasiado buenos para ser verdad, y tuvo que reestructurarse... varias veces. Pero el papel central del *Monte* era claro. Algunos personajes de la época consideraban el Fondo como «el corazón de ese cuerpo que llamamos ciudad»<sup>[2]</sup> y creían que sin él Florencia habría sido «desflorada»<sup>[3]</sup> (es decir, superada por un rival). Aparte de ser fundamental para la supervivencia de la Florencia del siglo xv, el *Monte* significó mucho más. En palabras de Julius Kirshner y Anthony Molho, los principales estudiosos del *Monte*, «el Fondo de las Dotes fue el principal vehículo institucional que impidió la fragmentación del patrimonio colectivo de la clase dominante y al mismo tiempo alentó la endogamia de clase»<sup>[4]</sup>.

En términos no académicos: el *Monte* les permitió a las élites conservar los matrimonios en su propio círculo (endogamia), en lugar de casarse con prospectos con grandes dotes de efectivo, perpetuando así la fuerza económica de las élites en lugar de diluir el poder. De hecho, estos investigadores señalan que el *Monte* fue la razón de la larga duración de las élites de Florencia en relación con élites de otras ciudades-Estado.

El Fondo de las Dotes impulsó lo que se conoce como «emparejamiento selectivo», una tendencia en la que los individuos se

emparejan con personas como ellos y no al azar. Como resultado, las élites podrían conservar el poder mediante la creación de alianzas estratégicas entre las mismas familias de la élite. Los matrimonios eran, en efecto, *fusiones* entre familias poderosas, y el *Monte* era el mecanismo de financiamiento que les permitió perpetuarlas.

De hecho, los matrimonios como fusiones entre intereses económicos son comunes a lo largo de la historia. Obviamente, la realeza, preocupada por el poder soberano, siempre ha visto los matrimonios desde esta perspectiva. La expresión francesa *choix du roi* («elección del rey») refleja la idea de que tener un hijo primero y luego una hija era lo que preferían los soberanos franceses. El hijo primogénito aseguraba la permanencia del linaje real, y la segunda hija era un activo que se desplegaba de forma estratégica por medio del matrimonio con los aliados potenciales.

Ese mismo prisma sobre el matrimonio definía la visión de la familia financiera más importante desde los Médici: los Rothschild. Durante una época en que los matrimonios se volvieron más románticos, los Rothschild eligieron un camino diferente. Si bien muchas familias consideraban importante el matrimonio dentro de su comunidad, los Rothschild llevaron ese proceso mucho más lejos. Como el responsable de llevar una empresa familiar que comerciaba antigüedades a ser el imperio bancario más grande del siglo XIX, Mayer Amschel se benefició enormemente de su matrimonio. Se casó con la hija de un representante de la corte, un personaje clave que era el responsable de los tratos financieros de la nobleza local. Como dice el historiador Niall Ferguson:

Además de los beneficios de asociarse con el padre de ella, la unión le dio a Mayer Amschel un nuevo capital significativo, en la forma de una dote de 2400 florines. Ese fue el primero de una sucesión de matrimonios cuidadosamente calculados por parte de los Rothschild, sentando las bases de un próspero parentesco tan importante como el respaldo del patrocinio real encarnado en el título de representante de la corte<sup>[5]</sup>.

Durante un periodo decisivo del dominio de la familia en la escena financiera, los Rothschild se inspiraron en modelos de endogamia de la realeza, alcanzando un grado que no tenía precedentes en ese momento. A

partir de la década de 1820, hubo casi veinte matrimonios dentro de la familia, en gran parte entre tíos y sobrinas, diseñados para garantizar que las cinco ramas de la familia siguieran unidas y que el poder y la riqueza permanecieran consolidados. En resumen, esos esquemas hacían parecer, como lo expresa Ferguson, que «solo un Rothschild haría algo realmente por un Rothschild»<sup>[6]</sup>.

Cuando Hannah Mayer decidió casarse fuera de la familia en 1839 (casi como si se tratara de la trama de una novela romántica del siglo XIX), la familia reaccionó con violencia para asegurarse de que el mensaje fuera claro. James, uno de los líderes de los Rothschild en ese momento, le escribió a su hermano:

Yo y el resto de la familia... siempre hemos criado a nuestra descendencia desde su primera infancia en la conciencia de que su amor debe limitarse a los miembros de la familia, de que su vinculación mutua les impedirá tener alguna idea de casarse con alguien que no sea de la familia para que la fortuna se quede dentro de la familia. ¿Quién me asegura que mis propios hijos harán lo que les digo si ven que no hay un castigo inminente?<sup>[7]</sup>

De hecho, el matrimonio endógamo evitó el declive tipo Buddenbrook por el que pasan la mayoría de las familias de abolengo, ya que los Rothschild prosperaron durante varias generaciones en los años por venir.

Si crees que los matrimonios como fusiones de intereses económicos pertenecen a un pasado lejano, a la realeza o a la cuasirealeza (como los Rothschild), detente un momento. En un fascinante estudio sobre el papel de los matrimonios en la élite empresarial de Tailandia, varios académicos tailandeses descubrieron que para las compañías familiares que dependen de diversas conexiones (como la construcción), casi todos los hijos de esas familias se casan con otras familias de élite de industrias relacionadas, en contraposición a los jóvenes de industrias que no están conectadas. Y eso da frutos. Cuando los hijos de compañías familiares de élite se casan con hijos de otras compañías familiares de élite, el precio de las acciones de esas empresas familiares se incrementa de forma significativa tras el anuncio del matrimonio. Un incremento así en el precio de las acciones no ocurre cuando estos jóvenes se casan con «plebeyos».

Esto pasa no solo en las culturas de Asia. Actualmente, en Estados Unidos cada vez hay más matrimonios entre personas de un poder financiero similar. De hecho, uno de los principales factores del aumento de la desigualdad de ingresos en tiempos recientes ha sido el resurgimiento del emparejamiento selectivo. Con la aparición de más matrimonios entre personas de ingresos y niveles educativos similares, el poder económico se ha concentrado más. Algunas estimaciones indican que si el emparejamiento ocurriera de forma tan aleatoria como sucedía en 1960, la desigualdad en el ingreso de los hogares habría cambiado poco en los últimos cincuenta años. En otras palabras, no se trata solo de que Nicky Hilton se case con James Rothschild, sino de que todos nos casamos con personas de los mismos estratos sociales y educativos. Solo echa un vistazo a la sección de bodas del *New York Times* del domingo, una sección conocida como las páginas de fusiones y adquisiciones (M&A) para los financieros, y que es el tema de los análisis matrimoniales tipo Moneyball donde se cuantifica y examina el linaje.

Esta perspectiva de los matrimonios como fusiones nos permite aplicar la sabiduría de las finanzas a nuestras relaciones amorosas. De hecho, los factores de éxito de las fusiones son un tema cotidiano en las finanzas y es lo más que nos acercamos en el mundo comercial a ver la emoción y el revuelo del amor romántico y el matrimonio. Sabemos mucho lo que funciona y lo que no funciona en las fusiones, y tal vez esto pueda ayudarnos a entender el matrimonio.

El paralelismo entre las fusiones y los matrimonios nunca fue más claro que en aquella época (*la leyenda se disuelve acompañada de música romántica*)...

ÉRASE UNA VEZ en París, la Ciudad del Amor, que nuestros dos amantes se conocieron. Fue el comienzo de un típico romance entre la Primavera y el Invierno. La diferencia de edad entre los amantes era de veinte años, pero a muchos les parecía más bien que eran hijos de épocas totalmente diferentes. Nuestro Invierno ya había pasado por dos matrimonios muy complicados y buscaba con desesperación una renovación mientras

meditaba sobre su edad y el sentido de la vida. Nuestra Primavera estaba en el clímax de su poder de atracción, en su máximo esplendor. Había irrumpido en la escena social en la última década y se había convertido en el centro de atención de su mundo. Pero Primavera sabía que su poder era efímero y buscó la estabilidad y el estatus de un hombre mayor.

Inicialmente, Primavera estaba en plena cacería, y siguió a Invierno a Beijing, de modo que Primavera pudiera encontrarse con él «por accidente» una vez más. Muy pronto Primavera se dio cuenta de que tendría que ser más directa. Primavera organizó una cena en Nueva York en un salón privado de banquetes para que pudieran compartir anécdotas de su vida y sus planes para el futuro. Al descubrir que coincidían en muchos aspectos, Primavera dejó de aparentar y lanzó la pregunta con franqueza. Invierno estuvo de acuerdo, solo habían pasado dos meses y tres reuniones después del primer encuentro en París.

Sus familias extensas se sorprendieron por la repentina decisión, pero los familiares cercanos se reunieron de inmediato y celebraron el compromiso en privado en la casa de Primavera con una botella de Château Léoville-Las Cases de 1990. A los pocos días, la noticia del compromiso se divulgó en la sección de bodas del *New York Times* y otros escaparates sociales. Fue el matrimonio de la década, y quizás del siglo.

Las diferencias comenzaron a aparecer al poco tiempo, pero las expectativas de la opinión pública eran tan grandes que no les afectaron. Invierno no había investigado mucho sobre Primavera y en el camino descubrió que Primavera era una negociadora ruda que no cumplía con sus principales promesas. Pero la promesa de su unión eclipsó cualquier señal de advertencia. El matrimonio se descarriló tan solo unos meses después de la boda real. Primavera había ocultado los aspectos menos agradables de su historia y también descubrió que las formas de Invierno eran anticuadas. Invierno resultó menos tolerante con la exuberancia juvenil de Primavera de lo que había imaginado. La emoción de su vertiginoso romance desapareció en un santiamén. Después de un año, era claro que el matrimonio enfrentaba serios conflictos, pero durante ocho años se las arreglaron, como a veces hacen las parejas infelices, hasta que el divorcio

se volvió inaplazable. Tanto Primavera como Invierno llegaron a lamentar el día en que se conocieron en la Ciudad del Amor.

Ese romance vertiginoso, ese matrimonio impulsivo y la gran extinción del fuego representan una historia más o menos encubierta de la fusión entre AOL y Time Warner en 2000. Lo hice pasar por un cuento de hadas, pero la historia real fue igual de dramática. Nuestro Invierno era Jerry Levin de Time Warner y Primavera era Steve Case de AOL. Aparte de la diferencia de edad, las compañías eran en verdad de diferentes épocas. Durante la década anterior, AOL había prosperado como el ejemplo más notable de lo que internet podía llegar a ser, con sus veinte millones de suscriptores. Time Warner era una anticuada empresa de medios con grandes activos que simplemente no entendía lo que pasaba con internet.

La fusión AOL-Time Warner fue milagrosa y monumental, con un valor combinado de casi 350 mil millones de dólares. En aquel momento, el veterano inversionista de riesgo Roger McNamee dijo, casi sin aliento: «Francamente este es el acontecimiento más transformador que he visto en mi carrera»<sup>[8]</sup>. Ted Turner, el ambicioso empresario cuya compañía había adquirido Levin a principios de la década, estaba en el consejo de Time Warner y era dueño de 9 mil millones de dólares en acciones de Time Warner. Cuando se le preguntó si le pareció complicado votar por la fusión, Turner dijo: «Lo hice con tanto entusiasmo como cuando hice el amor por primera vez hace unos cuarenta y dos años»<sup>[9]</sup>.

Cuando todo se acabó, las opiniones cambiaron. Turner, quien perdió una buena parte de su riqueza, pero no de su modo de ser hiperbólico, declaró que «la fusión de Time Warner-AOL debería pasar a la historia como la guerra de Vietnam y las guerras de Irak y Afganistán. Es uno de los mayores desastres que han ocurrido en nuestro país»<sup>[10]</sup>. Con un poco más de medida, el ejecutivo más competente de ambas compañías, Jeff Bewkes, dijo: «Fue el error más grande de la historia corporativa»<sup>[11]</sup>. Dependiendo de cómo se haga la contabilidad, se perdieron más de 200 mil millones de dólares en valor de mercado. No es un consuelo para los accionistas y los empleados que quedaron aplastados en la fusión de AOL-Time Warner, pero la verdad es que muchas fusiones, y algunos dicen que

la mayoría, fracasan. Y las fallas que hubo en AOL-Time Warner representan los errores más comunes.

¿Qué salió mal en el matrimonio entre AOL y Time Warner? Casi todo. Con una mínima revisión, los errores de AOL-Time Warner podrían ser con facilidad un manual de supervivencia basado en las prácticas conyugales que hacen que los matrimonios tengan éxito o fracasen, simplemente sustituye a las personas por las empresas y mira si funciona.

1. *Las diligencias debidas son fundamentales:* Time Warner nunca realizó la diligencia apropiada (la averiguación exhaustiva y la investigación de las operaciones y las finanzas de la empresa objetivo) y, más tarde, descubrió un fraude contable significativo. Ese fraude fue el resultado de una agresiva cultura de ventas en AOL que se promovió a medida que las tasas de crecimiento de mediados de los noventa comenzaron a enfriarse. Cuando las empresas se ponen a la venta, es habitual que ensalcen sus estados financieros. Las diligencias pueden servir para evitar errores muy costosos: Hewlett Packard gastó 11 mil millones de dólares en la compañía Autonomy y luego descubrió que había comprado algo más cercano a mil millones de dólares en valor.
2. *Llenar un vacío en tu organización no es una estrategia de fusión:* Levin tenía dificultades en adaptarse a la era de los medios digitales, y creyó que de un solo golpe podría compensar su rezago ante el cambio tecnológico acelerado. Los proyectos para construir esa capacidad interna siempre hacían corto circuito y no se les daban los recursos para salir adelante. Pero Levin estuvo dispuesto a apostar a la compañía en la fusión de AOL para llenar el vacío en su organización.
3. *Correr contra el reloj conduce a una mala toma de decisiones:* Levin sintió la presión de hacer algo, ya que su mandato en Time Warner estaba llegando a su fin. Case sabía que solo era cuestión de tiempo para que las valoraciones astronómicas de las compañías de internet se derrumbaran. Recurrieron a cierto asesoramiento externo



(dentro de sus empresas o de asesores) y decidieron fusionar sus empresas por impulso.

4. *Las sinergias siempre son exageradas*: la palabra de moda en las fusiones es «sinergia»: el aumento de valor que resultará de la capacidad de un adquirente para aumentar los ingresos o reducir los costos cuando se combinen las dos entidades. La lógica  $1 + 1 = 3$  es tentadora: cambiaremos rápidamente a la otra organización para ayudarnos a comprender el gran valor que puede surgir de la unión. Para AOL y Time Warner, fue la promesa de la venta cruzada de opciones y el intercambio de contenidos. Esas opciones nunca se aprovecharon por razones culturales y de *marketing*. En muchos sentidos, AOL y Time Warner permanecieron de hecho como entidades separadas, sin llegar a crecer juntas en ningún sentido significativo.

La ilusoria promesa de cumplir con rapidez una meta al hacer sinergia suele ir acompañada de una retórica adornada y de emociones que ocultan los desafíos subyacentes. Dick Parsons, quien se convirtió en el CEO de la entidad fusionada, nos ofrece un vívido ejemplo. Cuando se le preguntó sobre la fusión, dijo:

Necesitamos conjugarnos con todo ese tipo de contenido que existe en el espacio de Time Warner y luego necesitamos crear una plataforma unificada e impulsar la convergencia. No es que la convergencia sea algo más que la expresión definitiva de la integración vertical. Es que en lugar de eso ahora tenemos esta gran pila que convertimos en una sola cosa. La fusión tiene que ver con la idea más amplia de crear una empresa verdaderamente integrada de forma vertical que se vuelva poderosa de manera ofensiva y defensiva en términos de protegerse a sí misma hoy en día, no solo en cuanto a la forma en que se conduce el negocio y la forma en que se entrega el contenido, sino que avance en el mundo convergente<sup>[12]</sup>.

Claro.

5. *Los costos de integración siempre se subestiman*: las arduas labores de las fusiones nunca aparecen en las previsiones realizadas por los banqueros al momento de las negociaciones. Integrar la sede central, fusionar los equipos de ventas y combinar el llamado *back office* siempre suena fácil, pero es costoso y toma más tiempo de lo que cualquiera espera. En el ejemplo de AOL-Time Warner, desde el principio quedó claro que la integración sería difícil cuando ni

quiera pudieron montar una plataforma de correo electrónico común. Esto también se conoce como «las expectativas descabelladas son tu enemigo».

6. *Las fusiones asimétricas son sencillas, pero de valor limitado, y las fusiones de iguales son demasiado complejas, pero potencialmente muy gratificantes*: las fusiones en las que una organización domina a la otra, también conocidas como «adquisiciones de Bolton», son sencillas porque la organización dominante simplemente puede obligar a implementar cambios y ahorros. Pero tampoco conllevan una gran creación de valor. Las fusiones de iguales son increíblemente complejas, dada la decisión conjunta que implican, pero son las únicas ocasiones en las que la lógica de  $1 + 1 = 3$  es incluso factible. AOL y Time Warner tenían lo peor de todos los mundos: AOL creía que era la parte dominante, pero Time Warner se volvió dominante tan pronto como el acuerdo se consumó y la burbuja tecnológica explotó.
7. *Los compradores en serie son problemáticos*: Levin estaba en su tercera gran operación, tras haberse encumbrado con su habilidad para manejar las enormes fusiones de Warner Brothers y Turner Broadcasting. Los compradores asimétricos en serie que se plantean fácilmente metas podrían en realidad aprender algo en el camino que los haga más eficientes en estas transacciones. Pero los compradores en serie que asumen grandes fusiones, como hizo Levin, tal vez sean adictos a la emoción de la negociación y tienen poco interés en el arduo trabajo de una fusión real y la administración de una entidad combinada.
8. *En última instancia, se trata de la cultura, «hacer el trabajo» y la ejecución*: en cuanto a las finanzas de las fusiones, cualquier profesional te dirá que la cultura y la ejecución lo son todo. Dick Parsons dijo que AOL y Time Warner eran «especies diferentes, y de hecho, eran especies que estaban de forma intrínseca en guerra»<sup>[13]</sup>. Las supuestas oportunidades de venta cruzada y las sinergias que motivaron la fusión también reflejaron profundas diferencias culturales. Pero no fueron solo las diferencias culturales. Nadie parecía estar a la altura de la gigantesca tarea y el arduo trabajo de ejecutar la fusión. Cuando AOL y Time Warner se separaron en 2009, Steve Case concluyó, en un tuit, nada menos que «Thomas

Edison: “La visión sin ejecución es una alucinación”, eso resume AOL / TW, el fracaso del liderazgo (incluyéndome a mí)»<sup>[14]</sup>.

Si bien la debacle de AOL-Time Warner ofrece una historia de carácter preventivo sobre las fusiones y sirve para ejemplificar las prácticas en torno a las fusiones y los matrimonios que han salido mal, deja abiertas muchas preguntas más profundas. ¿Por qué fusionarse en primer lugar? ¿Cuándo deben las empresas combinar operaciones y cuándo pueden simplemente hacer negocios entre sí? En finanzas, estas preguntas reflejan el problema de los «límites de la empresa». ¿Cuándo debemos trazar los límites de una organización para que un cliente, un competidor o un proveedor determinado, esté fuera del límite o dentro del límite? Este planteamiento deja en claro que siempre hay una alternativa a la fusión, como contratar a un tercero. Si pueden contratar a alguien que ofrece ciertos servicios, ¿por qué las empresas se fusionan?

Para contextualizar esto en un entorno más personal, considera tus necesidades diarias de transporte. Dejando a un lado el transporte público, ¿cómo puedes satisfacer esas necesidades? Hoy, uno puede levantarse por la mañana y pedir Uber, contratarlo en el acto. No hay una cuota de membresía para Uber, y puedo solicitarlo cuando quiera y de inmediato, o no, es una transacción de mercado en el acto. Como alternativa, podría buscar un arrendamiento de doce meses con un concesionario de automóviles. No soy dueño del automóvil, pero tengo la capacidad de usarlo cuando quiera dentro de ciertos parámetros, como los límites de kilometraje. Finalmente, podría comprar un automóvil y tener el control completo de ese activo. Ese orden —desde una transacción en el mercado al contado (*spot*), un convenio contractual y hasta la posesión del activo— es en el que todos vivimos en cuanto a lo que necesitamos de alguien más.

En términos generales, ese orden de mercados al contado (Uber) versus contratos (arrendamiento de automóviles), versus fusiones (propiedad de automóviles), en el entorno de las relaciones personales, corresponde a Tinder versus vivir juntos, versus matrimonio. Obviamente, el matrimonio no implica «ser dueño de otra persona», pero sí corresponde a la decisión

de fusionarse con otra persona, que es de lo que trata la lógica de los límites de la empresa.

Entonces, ¿cuándo deberías hacer qué y por qué? Para los economistas, la historia de General Motors y Fisher Body en las décadas de 1910 y 1920 es *Anna Karenina*, *Middlemarch* y *Jane Eyre*, todas en una: la historia clásica que explica la naturaleza del coqueteo, el compromiso, el matrimonio y el amor.

Después de su fundación en 1908, General Motors adquirió distintas compañías de automóviles hasta la década de 1910, incluidas las que se convertirían en las divisiones de Cadillac y Chevrolet. Durante ese periodo, les compraban carrocerías de automóviles (el esqueleto de un auto) a varios proveedores, incluido Fisher Body, una empresa dirigida por los hermanos Fisher. Fisher Body se expandió rápidamente durante la década de 1910, convirtiéndose en el proveedor exclusivo de Cadillac y produciendo 370 mil carrocerías para 1916.

Las carrocerías de automóviles cambiaron entre 1910 y 1920, ya que las que eran solo de madera fueron dando paso a carrocerías de madera con láminas de acero y, a la larga, a carrocerías solo de metal. Mientras que las carrocerías de madera eran relativamente fáciles de fabricar, no ocurría lo mismo con las de metal, y cada modelo de automóvil tenía diferentes requerimientos de carrocerías de metal que no se podían adaptar de otros modelos, como sí se podía hacer con las carrocerías de madera más flexibles. Por lo tanto, los fabricantes de carrocerías pronto tuvieron que invertir en moldes de metal y fábricas que eran específicas para un modelo particular. Para 1919, GM necesitaba que Fisher invirtiera una buena cantidad para fabricar estas nuevas carrocerías, sobre todo porque las carrocerías de metal abiertas (como los convertibles o el Modelo T) estaban dando paso a carrocerías de metal cerradas.

Estos cambios tecnológicos en la fabricación de carrocerías requerían un cambio en las relaciones entre Fisher y GM. Con anterioridad, GM operaba con eficiencia en un mercado al contado, haciendo pedidos de carrocerías a medida que las necesitaba. En 1919, GM y Fisher hicieron un

contrato de diez años para la compra de carrocerías, y GM compró 60 % de Fisher, aunque los hermanos Fisher siguieron dirigiendo su empresa. El contrato tenía dos cláusulas principales: GM se comprometió a comprar todas sus carrocerías metálicas cerradas a Fisher (una cláusula de «exclusividad»), y Fisher garantizó un precio que era equivalente al costo de fabricación y transporte de una carrocería más un margen de 17.5 % de esos costos, o a lo que cobraban por carrocerías similares a otros fabricantes de automóviles (una cláusula de «protección de precios»).

A mediados de los años veinte, las carrocerías metálicas cerradas adquirieron mucha popularidad, mucho más allá de lo que esperaba GM, ya que llegaron a constituir dos tercios del mercado en general. Fisher tenía una participación de 50 % en el mercado de carrocerías cerradas. GM quería que Fisher construyera una nueva planta especializada más cercana a las operaciones de GM en Flint, lo cual reduciría los costos de transporte y también reduciría los costos promedio, dada la escala mucho mayor en la que podrían operar.

Sin embargo, Fisher no tenía ningún incentivo para hacer eso, y de hecho estaban satisfechos con las cosas tal como estaban. Debido a la naturaleza de la cláusula de protección de precios, tenían todas las razones para conservar altos los costos de transporte y manufactura, dado el margen de beneficio preestablecido, y GM tenía que comprarles bajo la cláusula de exclusividad. Para 1926, GM decidió que la situación era insostenible y se fusionó con Fisher Body, convirtiéndola en una división.

Al igual que las novelas de George Eliot dan lugar a conferencias anuales para debatir el sentido de su obra, la fusión de GM y Fisher Body continúa hipnotizando y dividiendo a los economistas. Se ha derramado mucha tinta en las diversas interpretaciones de esa historia, algunas con toda la habladuría académica estereotipada. De hecho, el *Journal of Law and Economics* le dedicó un número especial a diversos relatos e interpretaciones de esta fusión, un hecho notable dado el escepticismo de los economistas en torno a las anécdotas. Si bien hay innumerables variantes, hay dos interpretaciones principales de este romance que fue desde la transacción de mercado al contado hasta los acuerdos contractuales de largo plazo y finalmente la fusión. Cada una de estas

interpretaciones —la perspectiva del costo de la transacción y la de los derechos de propiedad— se vincula con los premios Nobel, Ronald Coase en 1991 y Oliver Hart y Bengt Holmström en 2016, por lo que, según los estándares académicos, se trata de un enfrentamiento entre premios.

La interpretación mucho menos romántica es que GM se fusionó con Fisher en 1926 porque los costos corrientes de los contratos simplemente se volvieron demasiado altos. Sí, podrían haberse quedado separados y seguir contratando y renegociando contratos, pero la elaboración de esos contratos era muy costosa, y si se fusionaban, no tendrían que seguir haciendo nuevos contratos todo el tiempo. En cierto momento, las fusiones encuentran un incentivo en el ahorro que supone no escribir una y otra vez los minuciosos contratos.

En resumen, ¿por qué pagar dos rentas cuando podemos vivir juntos? Puedo estar en tu seguro médico y eso es mucho más barato. Y si algo te sucede, el gobierno reconocerá mis derechos. Evitar todas las fricciones de estar separados y negociar contratos justifica la decisión de ir más allá de los convenios y fusionarse. En resumen, es un matrimonio de conveniencia.

La interpretación más convincente y más romántica es que la creciente riqueza de la relación entre Fisher Body y GM exigía niveles de compromiso cada vez mayores. ¿Por qué en primer lugar GM y Fisher firmaron un contrato a largo plazo en 1919? El crecimiento de las carrocerías metálicas implicó que Fisher invirtiera en una fábrica que funcionaba solo para los modelos de GM, a diferencia de las fábricas de carrocerías de madera que podían adaptarse a los clientes. Los economistas llaman a eso, no estoy bromeando, «inversiones específicas en la relación». Si construían esa fábrica, a Fisher le preocupaba que, una vez que se completara, GM tuviera demasiado poder para negociar y regatear. La cláusula de exclusividad del contrato inicial garantizaba que GM no pudiera ejercer ese poder, pues se comprometieron a comprar todas sus carrocerías metálicas a Fisher.

A la vez, a GM le preocupaba que la cláusula de exclusividad significara que Fisher pudiera ejercer un poder cobrándole precios exorbitantes una vez que GM estuviera comprometido. La cláusula de

protección de precios aseguraba que Fisher no pudiera ser oportunista de esa manera. En resumen, a medida que se necesitaban cada vez más (el aumento de las carrocerías metálicas creó un mayor lío amoroso que las carrocerías de madera), el aumento de los niveles de compromiso entre ellos garantizó que pudieran alcanzar los beneficios completos de la relación. En términos económicos: la presencia de inversiones específicas en la relación produce la necesidad de un acuerdo contractual a largo plazo, en lugar de una transacción de mercado al contado, para asegurar la mejor balanza comercial en conjunto.

Las cosas se complicaron. En el contrato inicial no se previó el aumento masivo de la demanda de carrocerías metálicas. Además, había un peculiar incentivo para Fisher: si sus costos de mano de obra y transporte llegaban a ser más altos, se le pagaba más. En consecuencia, no querían construir una nueva planta más eficiente y más cercana a GM. En resumen, el contrato no anticipó todo y por ende estaba incompleto. De hecho, la propia naturaleza de los contratos es estar incompletos. No podemos prevenir cada contingencia, y esa insuficiencia esencial significa que existen muchos escenarios en los que, dado que nos apoyamos tanto el uno al otro, tenemos que fusionarnos; los contratos incompletos no son suficientes.

La fusión se produjo cuando la dependencia mutua creció tanto que era primordial reducir los incentivos unilaterales y crear una sola entidad. Para Fisher, dar el siguiente paso de lleno con «inversiones específicas en la relación» (una nueva fábrica dedicada a carrocerías de automóviles justo al lado de la operación de GM en Flint) requería un nivel de certeza y un compromiso que fuera más allá del alcance de un contrato necesariamente incompleto entre dos partes separadas. Ese paso y todas las inversiones concomitantes que generaría crearían utilidades conjuntas mucho mayores para ambas partes. Pero tal salto de fe requería una fusión.

La fusión fue muy exitosa, y los hermanos Fisher continuaron trabajando con GM durante dos décadas. El CEO de GM, Alfred P. Sloan, consideró la fusión como «decisiva» en la incesante competencia con Ford. GM se expandió durante las siguientes décadas, convirtiéndose en la compañía de automóviles más grande del mundo. De hecho, hasta

principios de la década de 1980, los autos de GM seguían teniendo un sello de «*Body by Fisher*» («Carrocería de Fisher»). Esta versión de la fusión, y la que yo prefiero, no es un matrimonio de conveniencia sino un matrimonio de amor.

*Y VIVIERON FELICES PARA SIEMPRE.*

En realidad, no todos los romances automovilísticos salen tan bien. Cuando Henry Ford estaba probando prototipos en 1896, Harvey Firestone le proporcionó sus primeras llantas. Firestone estableció Firestone Tire en 1900, y Ford creó Ford Motor en 1903, y permanecieron cerca, tan cerca que Firestone se adjudicó el contrato original de llantas en el histórico Modelo T, un modelo que vendió 14.7 millones de unidades de 1909 a 1927.

El negocio y la relación personal florecieron. A mediados de los años veinte, exploraron diversas localidades en California, lo cual los llevó a crear grandes instalaciones con operaciones cercanas entre ellos en Los Ángeles. Thomas Edison, Firestone y Ford (los tres líderes reconocidos de la industria estadounidense en ese momento) se unieron al naturalista John Burroughs y se convirtieron en los Cuatro Vagabundos, quienes realizaron extravagantes campamentos anuales entre 1910 y 1920 para explorar la naturaleza, a los cuales llegaron a unirse por diversión los presidentes de Estados Unidos.

La sociedad entre Ford y Firestone siguió siendo muy fuerte durante la década de 1970 e incluso tras la venta de Firestone a la compañía japonesa Bridgestone en 1988. No obstante, la alianza se puso a prueba seriamente a fines de la década de 1990. Hasta doscientas muertes se vincularon con la Ford Explorer SUV y sus neumáticos Firestone 500. Las Explorer se estaban volcando en un porcentaje muy alto, y la causa no era clara: ¿las Explorer eran propensas a volcarse? ¿O la banda de rodadura de las llantas estaba separada de forma inusual y eso a su vez condujo a las volcaduras?

En lugar de que Ford y Firestone resolvieran el problema de manera conjunta, la sociedad se rompió. Ford acusó a Firestone de fabricar llantas



defectuosas, y Firestone acusó a Ford de recomendar niveles de inflado incorrectos (el *Deflategate* original), favoreciendo la comodidad sobre la seguridad. La prensa lo calificó como un horrible divorcio en términos históricos que acabó con una sociedad de cien años, y recibió todas las recriminaciones que solo la disolución de una larga sociedad puede generar.

Firestone dio por terminadas todas las relaciones como proveedor de Ford en una carta donde acusaba a Ford de llevar a cabo un encubrimiento al desviar la atención de forma indebida a las llantas. La carta remataba:

Las relaciones comerciales, como las personales, se basan en la confianza y el respeto mutuos. Hemos llegado a la conclusión de que ya no podemos suministrar llantas a Ford, ya que la base esencial de nuestra relación se ha visto seriamente deteriorada. Esta no es una decisión que tomamos a la ligera después de casi cien años de historia<sup>[15]</sup>.

Con esa amarga nota, una de las grandes sociedades comerciales de Estados Unidos llegó a un final ignominioso.

Solo hay un vestigio de esa sociedad corporativa, que parece ser muy duradero. El nieto de Henry Ford, William Clay Ford Sr., y la nieta de Harvey Firestone, Martha Parke Firestone, se conocieron por medio de sus madres. Después de escribirse cartas en secreto, se casaron en 1947, cuando eran estudiantes. Ese matrimonio fue muy feliz a todas luces y produjo cuatro hijos, así como la propiedad de los Leones de Detroit de la NFL. Uno de esos cuatro hijos fue William Clay Ford Jr., quien resultó ser el presidente de Ford Motor Company cuando estalló el escándalo de las volcaduras. De este modo, un hombre que fue producto del romance entre los nietos de Harvey Firestone y Henry Ford presidió la amarga disolución de la sociedad corporativa iniciada por sus bisabuelos.

Tal vez en realidad sí hay romance sin finanzas.

*FIN.*

VIVIENDO EL SUEÑO<sup>[1]</sup>

[El mercader de Venecia]

Las reuniones pueden resultar soporíferas, pero es probable que la reunión de profesores del 12 de julio de 2013 en el University College de Londres haya roto todos los récords. A un profesor lo condujeron a la reunión desde su lugar habitual al final del pasillo y lo sentaron al lado del rector saliente, no dijo una palabra y se consideró que estuvo «presente, pero sin voto». Si bien eso puede sonar común (o ideal, dependiendo de tu opinión sobre las reuniones), este profesor en particular había estado muerto durante cerca de doscientos años, y fue su esqueleto en preservación,

generalmente situado a unas cuantas puertas de ahí, el que asistió a la reunión.

¿A qué tipo de individuo se le conferiría tal respeto y también sería lo suficientemente excéntrico como para haberse asegurado de que ese raro legado se cumpliera después de su muerte? ¿Quién podría haber sido tan extraño como para haber llevado un par de ojos de vidrio en su bolsillo con el fin de que se usaran de inmediato en la preservación de su cuerpo? Este peculiar caballero fue Jeremy Bentham, un filósofo de la Ilustración que tuvo la visión de defender el sufragio universal y la despenalización de la homosexualidad a principios del siglo XIX.

Como fundador del utilitarismo, estableció la idea de que la política social debe evaluarse a partir de la mejoría del bienestar humano en la suma de todos los individuos. La simple máxima de que «la mayor felicidad del mayor número es el fundamento de la moral y la legislación», una frase que Bentham atribuyó a Joseph Priestley, fue notablemente radical para su época y aún sirve como fundamento de una gran parte del análisis económico y filosófico.

Bentham también fue el primer gran defensor del uso del crédito y de la idea de *apalancamiento*. En su disputa con Adam Smith en torno a los préstamos, ambos adoptaron posturas un tanto peculiares. El gran exponente de los mercados (Smith) abogó por los límites en los mercados, mientras que el reformador radical (Bentham) defendió el mercado sin restricciones de deuda.

En *La riqueza de las naciones*, Smith dice que las tasas de interés de los préstamos deben tener un límite máximo de 5 %. Su lógica dejaba ver el profundo sesgo histórico contra los deudores. Smith se aventuró a decir que si se permitiera que las tasas de interés fueran más altas, solo los «pródigos y proyectistas»<sup>[2]</sup> pedirían préstamos, y las personas con proyectos razonables no pedirían préstamos. De acuerdo con Smith, permitir que se pidieran préstamos a tasas diferentes podría poner las cosas de cabeza, ya que los negocios que valían la pena no podrían solicitar préstamos y los malos negocios dominarían la economía. En este

sentido, Smith encauzaba milenios de aversión por el acto de pedir prestado.

En una serie de cartas a Smith que se publicaron de manera provocativa como «Defensa de la usura», Bentham echó abajo los argumentos de Smith sobre los límites de las tasas de interés. Bentham señaló que Smith había pasado por alto que los prestamistas tendrían un incentivo para elegir y supervisar a los deudores para proteger su capital. Bentham destacó que «en estos casos hay dos partes pensantes dispuestas a poner a prueba los méritos del proyecto... y de estas dos hay una cuyos prejuicios no le permitirían ver el lado positivo»<sup>[3]</sup> de proyectos inútiles. En términos más generales, los argumentos de Smith eran inconsistentes con la libertad que él mismo había defendido. Bentham le recordó a Smith, usando sus propias palabras, que «es la más alta impertinencia y presunción... en reyes y ministros, *pretender vigilar la economía de particulares* [énfasis de Bentham]»<sup>[4]</sup>.

Pero el argumento más devastador y convincente de Bentham llega al núcleo de por qué los mercados crediticios son importantes. Al limitar el acceso solo a los mejores créditos, Smith privilegiaba la posición de deudores de la vieja guardia con necesidades tradicionales y obstaculizaba a los innovadores y nuevos competidores con proyectos bien fundamentados, aunque riesgosos. Smith había aplicado un «sello de reprobación indiscriminada» sobre «todas las personas que, en la búsqueda de riqueza, se aventuran en cualquier nuevo canal, y en particular, en cualquier nuevo canal de invención» a favor de aquellos «cuyo negocio se lleva a cabo en los antiguos canales, y con la mayor seguridad de que desde dichos canales pueden pagar»<sup>[5]</sup>. Prohibir las altas tasas de interés y degradar los préstamos impedía la innovación y el crecimiento, además era inconsistente con la libertad y era innecesario, ya que los prestamistas podían cuidarse a sí mismos.

La disputa entre Smith y Bentham sobre el apalancamiento no tiene una mejor representación dramática que *El mercader de Venecia*, de William Shakespeare. La obra relata los hechos en torno al préstamo que Shylock le hace a Bassanio por medio de Antonio. Cuando Antonio no puede reembolsar el préstamo, Shylock intenta ejercer su derecho a exigir

«una libra de carne», algo que se logra evitar gracias al ingenio de la nueva esposa de Bassanio, Porcia. La antipatía de Shylock por Antonio está motivada por un desacuerdo, como sucedió con Bentham y Smith, sobre la conveniencia de los intereses. Como lo dice el propio Shylock, él odia a Antonio porque «presta dinero gratis, haciendo así bajar la tasa de interés en Venecia»<sup>[6]</sup>. El juicio que sigue al incumplimiento de Antonio es una parodia de la justicia que prevalece en el mundo cristiano de Venecia que castiga con crueldad al forastero judío por cobrar venganza. Los venecianos denigran a los judíos por cumplir una función que saben que necesitan, lo cual refleja la misma postura contra los préstamos que Bentham criticó con tanta fuerza.

Pero el papel de la deuda en *El mercader de Venecia* es mucho más profundo que un mero mecanismo para que avance la trama. La trama transcurre mediante la acumulación no solo de obligaciones financieras, sino también de obligaciones personales. Bassanio le pide prestado a Antonio, quien le pide prestado a Shylock, quien le pide prestado a su amigo Tubal. El vínculo de Antonio con Bassanio, como señala el poeta W. H. Auden, es una «obligación infinita que une la utilidad con el deber»<sup>[7]</sup> y se basa en el amor. Bassanio está en deuda con Antonio por financiar su romance con Porcia, y luego Porcia, en virtud de su matrimonio con Bassanio, está obligada a salvar a Antonio. Y Antonio, en última instancia, tiene una obligación con Porcia porque ella lo salva. Porcia y Antonio están compitiendo, efectivamente, por el afecto de Bassanio, una batalla que ella gana porque, como lo expresa el crítico Harry Berger Jr., sabe cómo «enganchar los anzuelos de gratitud y obligación en las entrañas del beneficiario»<sup>[8]</sup>. Los matrimonios de la obra brindan diversos pasajes satíricos sobre los «vínculos u obligaciones»<sup>[9]</sup>, y también, dado que representan una demanda que se ejerce sobre el otro, son un espejo de la demanda de Shylock sobre el cuerpo de Antonio.

Auden veía una obra superficial sobre el tema de la deuda, pero muy profunda sobre los vínculos entre las personas; y aseguraba que «hay pocas obras en las que la palabra amor se use con más frecuencia»<sup>[9]</sup>. Al contraponerla con el orden feudal, Auden concluía que «en *El mercader de Venecia* eres libre de establecer las relaciones que quieras, pero luego tus

obligaciones se vuelven enormes»<sup>[10]</sup>. Resulta que la deuda es mucho más que dinero: se trata de los lazos que unen.

A los financieros les gusta el apalancamiento incluso más que a Bentham. Aparte de las grandes ventajas del apalancamiento, sobre las que hablaremos en breve, el uso del término *apalancamiento* les permite a los financieros sonar mucho más imponentes que si dijeran simplemente «pedir prestado dinero de la gente». Pero la verdad es que eso es lo que significa *apalancamiento* en finanzas: pedir dinero prestado. No obstante, los financieros a veces se emocionan al decir apalancamiento, y alguna buena razón tendrán. Muchas fortunas se han hecho y perdido por medio del apalancamiento, y una buena gestión del apalancamiento puede ser la diferencia entre éxitos y fracasos económicos espectaculares. ¿Pero qué se necesita para que haya una buena gestión del apalancamiento?

Comencemos con la pregunta más fundamental. ¿Por qué los profesionales de las finanzas llaman «apalancamiento» a los préstamos? Como ocurre con muchas cosas en el ámbito financiero, la respuesta es más fácil de lo que crees. Una palanca es un instrumento (piensa en una barreta) que te permite mover un objeto difícil de mover. En cierto sentido, las palancas son mágicas: puedes hacer cosas que no sabías que podías hacer, pues multiplican la fuerza que eres capaz de ejercer tú solo. Como sugirió Arquímedes, y como se muestra en la portada de este libro: «Dame una palanca el tiempo suficiente y un punto de apoyo sobre el que pueda colocarla y moveré el mundo».

Esta es precisamente la aspiración de muchas personas (estudiantes, propietarios de viviendas y empresarios) que piden préstamos. Vamos a empezar con los propietarios. Imagina que tienes 100 dólares y quieres comprar una casa (agrega tantos ceros como quieras a este número si te parece más interesante). Si no te puedes valer del apalancamiento, ¿de qué tamaño puedes comprar una casa y cómo se ve tu balance financiero después de comprar esa casa?

Bueno, si no puedes pedir un préstamo, entonces solo puedes comprar una casa de 100 dólares, y en tu balance financiero hay un activo de una

casa de 100 dólares y la has financiado con 100 dólares de capital. Ahora introduzcamos un poco de apalancamiento, o la capacidad de pedir prestado cuando compras tu casa. Solo para simplificar las cosas, digamos que puedes financiar la compra de una vivienda con una deuda de hasta 80 % de su valor. Bueno, ahora puedes comprar una casa de 500 dólares, y tu balance financiero se ve considerablemente diferente. Tienes un activo de una casa de 500 dólares, la obligación de pagar 400 dólares y 100 dólares de capital.

Activos	Pasivos y valor neto
Casa \$100	\$ 100 Capital

Activos	Pasivos y valor neto
Casa \$500	\$400 Hipoteca \$100 Capital

En ambos escenarios tienes 100 dólares de valor (tu capital), solo que en el segundo caso puedes vivir en una casa mucho más grande y tal vez más agradable. En muchos sentidos, el apalancamiento nos permite vivir en hogares donde no tendríamos derecho a vivir.

Pedir prestado para pagar nuestra educación es lo mismo: no podemos pagar la colegiatura en función de nuestro patrimonio y nuestros ingresos actuales, pero terminar una carrera bien puede ser el camino hacia un ingreso mucho más alto y una vida mejor. Entonces, pedimos prestado para acceder a esa oportunidad. Esta misma lógica de querer acceder a oportunidades más allá de nuestros recursos actuales es lo que financia a las empresas y los empresarios: tener más recursos de los que normalmente serían capaces de manejar podría ser mucho más beneficioso que quedarse con los medios existentes.

Pero esto se pone mejor. No solo puedes vivir en una casa en la que no tienes derecho a vivir, el apalancamiento también aumenta sustancialmente tus rendimientos. Digamos que los precios de las casas

aumentan su valor 10 %. Sin apalancamiento, tu riqueza aumentaría 10 %: la casa vale 110 dólares y tu patrimonio vale 110 dólares (es decir, los balances financieros tienen que equilibrarse). Pero si recurriste a un apalancamiento, tu riqueza habrá aumentado 50 % (la casa tiene un valor de 550 dólares y tu préstamo pendiente es de 400 dólares), por lo que tu capital ha pasado de 100 dólares a 150 dólares. Ahora tienes una idea de por qué a los financieros les gusta tanto el apalancamiento. Tienes la oportunidad de vivir en una casa más grande y obtienes mayores rendimientos. Por supuesto, los precios de las casas no siempre suben. Imagina, en cambio, que los precios de la vivienda disminuyen 20 %. En el caso donde no hay apalancamiento, se habría perdido 20 %, o 20 dólares. Con apalancamiento, perderías todo tu patrimonio de 100 dólares. El apalancamiento amplifica los rendimientos en ambas direcciones.

Desde luego, hay algo más sobre los préstamos: se trata de un compromiso significativo. Para protegerse, los prestamistas tienen derechos que les permiten limitar lo que haces con su dinero —los llamados convenios— y si los violas, te pueden multar o incluso incautar tus activos. Por ejemplo, normalmente no puedes contraer alguna deuda adicional sin obtener su aprobación. Estos mecanismos permiten que los prestamistas se aseguren de que no harás algo descabellado con su dinero. Más seriamente, los prestamistas tienen derechos sobre ti y tus activos si no haces los pagos con puntualidad. Para los propietarios, esto puede significar perder su casa. Para las empresas, esto puede significar declararse en bancarrota si no hacen los pagos de intereses periódicos.

Entonces, ¿cuánto apalancamiento debería asumir una empresa? La respuesta financiera más simple para las empresas es compensar dos impulsos contrarios: las ventajas fiscales del uso de la deuda frente al riesgo que la deuda impone a las organizaciones. Debido a que los pagos de intereses son deducibles de impuestos para empresas e individuos, puede ser ventajoso utilizar la deuda. En resumen, al endeudarse para financiar la compra de maquinaria o una casa para una persona, el gobierno te permite pagar menos impuestos y trasladar el rédito del gobierno a ti mismo.



Por otro lado, el endeudamiento excesivo puede crear dificultades. Las compañías muy endeudadas pueden verse afectadas incluso antes de llegar a la quiebra. A medida que las compañías se vuelven menos estables, los empleados altamente valorados pueden irse, los clientes dejan de comprar porque anticipan la desaparición de la compañía y los vendedores dejan de vender porque temen que no les paguen por sus ventas. Compensar estos costos de las presiones financieras y los beneficios fiscales nos da una idea de cuál es la cantidad pertinente de apalancamiento para una empresa.

Lograr esa compensación es muy importante para la industria de capital privado. En las transacciones de capital privado, las empresas con bajo porcentaje de endeudamiento muchas veces se «privatizan o se retiran de la bolsa» por medio de préstamos respaldados con los activos de esas compañías y adquiriendo a los antiguos accionistas a través de una «compra apalancada» (es decir, pidiendo préstamos para adquirir a los propietarios). ¿Qué tipo de empresas son candidatas para estas transacciones? Las mejores candidatas son empresas que tienen muchas utilidades, de modo que los estímulos fiscales sean importantes, y operan con modelos de negocios muy estables, de modo que se reduce la posibilidad de dificultades financieras. Piensa en el tabaco o, mejor aún, en los casinos, muchos beneficios, poca innovación tecnológica (por lo que los riesgos de afectación son bajos) y clientes adictos. Los casinos son candidatos prometedores para el apalancamiento, siempre y cuando no seas avaricioso con demasiadas deudas y sepas cómo administrar esos negocios. De lo contrario, podrías ir a la quiebra varias veces.

La pregunta principal que se hacen los que piden dinero prestado —¿cómo puedo acceder a oportunidades más allá de mis recursos actuales?— se parece a una pregunta que a muchos de nosotros nos motiva: ¿cómo vivo una vida más plena? Gran parte de lo que la vida puede ofrecerte requiere la ayuda de otros. Estar casado, formar una familia, entablar amistades significativas, trabajar en compañías o iniciar una empresa son actividades que generan valor y que simplemente no se pueden hacer solo. Obtener esa ayuda crea una serie de compromisos u obligaciones, y esas obligaciones

conlleven restricciones. En resumen, la forma en que logres integrarte en redes y relaciones más amplias por medio de obligaciones determinará tu trayectoria en última instancia, de la misma manera que la deuda determina las trayectorias de las empresas al facilitar recursos a cambio de las obligaciones.

El paralelismo entre las decisiones empresariales de apalancamiento y los compromisos que asumimos en la vida se muestra en las historias de dos artistas muy diferentes: George Orwell y Jeff Koons. El viaje que hizo Orwell para terminar *1984* demuestra los costos de la dependencia de otros y las virtudes de una vida con pocas deudas. Es la historia de lo importante que son la soledad y la independencia para lograr grandes cosas, y lo importante que puede ser aislarse del mundo. Cuando terminó la Segunda Guerra Mundial, Orwell luchaba para ganarse la vida como periodista y tan solo en 1945 escribió más de 110 mil palabras para cubrir sus necesidades. No obstante, era consciente de que todo ese esfuerzo lo debilitaba cada vez más. Orwell le dijo a Dorothy Plowman que estaba «asfixiado por el periodismo» y le dijo a su amigo Andrew Gow: «Me he vuelto más y más como una naranja chupada»<sup>[11]</sup>.

Para escribir *1984*, sabía que tenía que retirarse del mundo. Le escribió a su amigo Arthur Koestler: «Todos siguen viniendo conmigo a pedirme que dé conferencias, que escriba folletos por encargo, que me una a esto y aquello, etc., no sabes cómo desearía estar libre de todo y tener tiempo para pensar otra vez»<sup>[12]</sup>. En 1946, Orwell se retiró durante varios años a la isla de Jura en las Hébridas escocesas, un sitio que describió como «extremadamente impenetrable»<sup>[13]</sup>. Y ahí encontró la fórmula para la creatividad y para la escritura de *1984*. Esa es una vida de bajo apalancamiento, de pocos compromisos y pocas obligaciones, y funcionó muy bien para Orwell.

Los artistas que optan por una vida de bajo apalancamiento descubren que se trata de una alternativa muy difícil. Saul Bellow escribió novelas increíbles, pero también trató de escribir obras de teatro, una actividad que involucra mucha más interacción con directores, productores y actores. Sus esfuerzos lo llevaron a apreciar aún más ser novelista:

Solo con su página, entre cuatro paredes, la soledad [del novelista] se ve compensada por un alto grado de autonomía. En el teatro descubre la dicha de la colaboración... El precio de toda esa satisfacción es una disminución en los poderes propios<sup>[14]</sup>.

Del mismo modo, al elogiar las virtudes de los cineastas independientes con proyectos más grandes y más colaborativos, Bellow señala que

un equipo grande debe, inevitablemente, tener un efecto nivelador en la imaginación de cualquiera de sus integrantes... [y los grandes presupuestos son] suficientes para convertir al artista osado en un burócrata solemne<sup>[15]</sup>.

Al aumentar el número de interacciones a las que estaba sujeto, Bellow descubrió que su imaginación estaba intervenida por la mediocridad.

Si bien Bellow no llegó a apreciar los beneficios de los compromisos, la colaboración y el apalancamiento, otros artistas han aprovechado el apalancamiento a grandes niveles, tal vez nadie más que Jeff Koons. Descrito por el crítico Peter Schjeldahl en 2014 como el «artista de las señales del mundo de hoy»<sup>[16]</sup>, Koons produce enormes instalaciones tales como *Play-Doh*, una construcción de aluminio de diez metros de altura que tardó veinte años en terminarse. ¿Cómo emprende proyectos tan ambiciosos? Con mucho apalancamiento.

A principios de la década de 1980, Koons enfrentaba el incremento de los precios de las aspiradoras Hoover y otros objetos que transformaba en arte. Para financiar el arte que producía en la noche, comenzó a trabajar como agente de futuros de algodón en el día. Como era de esperarse, Koons no desperdició las lecciones de apalancamiento que le dio Wall Street. Sobre la base de una experiencia de ventas que comenzó como un niño de nueve años, cuando vendía chocolates y papel para envolver de puerta en puerta, Koons se convirtió en un vendedor experto. En este caso, lo que vendía eran contratos de futuros. Los contratos de futuros te comprometen a vender bienes en el futuro a un precio fijo, independientemente de si eres propietario de esos bienes en el presente. A excepción del precio fijo, esto es lo que Koons ha conseguido con su arte.

Koons se describe a sí mismo como una

persona-idea. No estoy físicamente involucrado en la producción. No tengo las habilidades necesarias, así que me acerco a las personas más importantes, ya sea que esté trabajando en mi fundidora (Tallix) o en algo relacionado con la física<sup>[17]</sup>.

Sus grandes instalaciones siempre lo obligan, como apunta Schjeldahl:

a conseguir materiales de lujo y especializados para sus obras, con un esquema de venta anticipada que le garantiza tener dinero para ejecutarlas, por lo general, en pequeñas ediciones (los coleccionistas han esperado años para recibir sus adquisiciones). Entre más dinero gana, más gasta, costando un taller en Chelsea con una plantilla de ciento veinticinco personas<sup>[18]</sup>.

Koons definió el apalancamiento de su proceso de producción como «un sistema para controlar cada gesto como si yo lo hubiera hecho»<sup>[19]</sup>.

Al hablar sobre su gusto por el apalancamiento —en comparación con Andy Warhol—, Schjeldahl dice que Koons «navega por el mercado con apuestas que casi han ocasionado la ruina más de una vez». De hecho, sus representantes son conocidos por ir a la quiebra debido a las presiones a las que los somete, y con frecuencia los clientes tienen que seguir invirtiendo para financiar el incremento de sus costos. Como lo señala el escritor Felix Salmon, Koons vendió obras a coleccionistas incluso antes de que supiera cómo elaborarlas, dándole vuelta al modelo de negocios tradicional de los artistas. Salmon dice que

el modelo de Koons es un poco como el modelo de mecenazgo, donde un mecenas rico paga los gastos de un artista a cambio de su producción artística. Pero Koons cambió el modelo: a los coleccionistas los puso a trabajar para él, no al revés. Ellos no llevaban la voz cantante, él sí<sup>[20]</sup>.

Si bien es cierto que muchos ridiculizan a Koons, creo que Salmon lo entiende bien: «Koons hace algo muy interesante, lo cual hacen muy pocos artistas. Convierte el dinero en arte, en lugar de solo convertir el arte en dinero»<sup>[21]</sup>.

La fábrica y los métodos de financiamiento de Koons son la antítesis del cometido de Orwell. Y esos tipos distintos de elecciones son los mismos que nosotros enfrentamos en nuestras vidas. El camino de la soledad de Orwell puede ser muy enriquecedor: uno tiene completa

autonomía y el placer de saber que la obra es resultado de un esfuerzo propio. En cambio, Koons opera en una escala completamente diferente al involucrarse en redes opulentas, aceptando las concesiones que esto implica y operando una organización al servicio de su arte. En términos financieros, Orwell es la compañía financiada con recursos propios que se libera a sí misma de todas las limitaciones y los compromisos con el fin de prosperar, mientras que Koons es la compra apalancada que adquiere compromisos y obligaciones para experimentar con cosas cada vez más grandes, con los riesgos y las recompensas correspondientes.

Entonces, ¿quién eres? ¿Koons u Orwell? Cualquiera de las dos opciones de vida puede ser muy gratificante para la persona adecuada. La mayoría de nosotros elige un punto intermedio, como hacen las empresas con sus opciones de apalancamiento, y la elección se manifestará en tu vida profesional y personal. La naturaleza de los matrimonios y las amistades exitosas es que requiere interrelaciones vinculadas con compromisos, pero también permite tener experiencias que no se pueden alcanzar sin esas interrelaciones. Elegir tener hijos es el ejemplo más obvio de apalancar tu vida. Asumes un conjunto inimaginable de compromisos financieros y emocionales en función de ellos, pero también abren un mundo que está más allá de la imaginación.

En tu carrera profesional, tus capacidades personales pueden llevarte a una muy buena posición, pero formar parte de una organización puede aumentar tu posible incidencia en el mundo. Al mismo tiempo, estas organizaciones te exigirán que renuncies a tu autonomía y aceptes compromisos. Los emprendedores exitosos son los Orwell que deben ser más como Koons. Las ideas pueden germinar en tu cabeza, pero crear un negocio a partir de ellas requerirá innumerables conexiones con otras personas.

A veces veo mi vida de esta manera y me doy cuenta de los riesgos que corro. Mi esposa y yo tenemos tres hijas pequeñas y trabajos demandantes de tiempo completo. Tratamos de ser buenos amigos de quienes nos rodean y de nuestras familias extensas. A fin de cuentas, tratamos de llevar una vida altamente apalancada, según nuestros estándares. Hemos adquirido compromisos significativos con muchas personas, con nuestros

jefes y sobre todo con nuestras hijas para que podamos aspirar a tener la máxima incidencia en el mundo según nuestros medios. Pero es complicado y puede que no funcione. Muchas veces me pregunto si sacamos el máximo partido con una vida altamente apalancada o solo estamos adquiriendo muchas responsabilidades a costa de las personas más cercanas a nosotros.

¿Qué tipo de errores cometen las personas al apalancar sus vidas? Obviamente, pueden asumir demasiados compromisos y es posible que no puedan cumplir con todas sus obligaciones. Volveremos sobre esto en el siguiente capítulo cuando hablemos de las dificultades financieras y las bancarrotas. Pero ¿qué error comete *la media* de las personas? Una de las principales características de las empresas y sus decisiones financieras se refleja muy bien en nuestras vidas. Muchas veces, las empresas tienen un bajo porcentaje de endeudamiento. Pareciera que no aprovechan las ventajas que implica la teoría de la compensación del riesgo y, como resultado, perduran con un bajo porcentaje de endeudamiento. Muchas personas pueden hacer lo mismo: evitan compromisos y obligaciones y, de ese modo, limitan su campo de acción. Algunos estudios sobre el arrepentimiento muestran que en la mayoría de los casos se debe a compromisos de los que rehuimos: oportunidades educativas no aprovechadas, lazos amorosos perdidos y falta de atención a los niños.

¿El apalancamiento es tan solo una herramienta útil para ayudarte a alcanzar tus sueños? ¿Es todo tan simple? Cualquier persona que haya sentido la presión de estar endeudado puede dar fe de las dificultades que llega a generar el apalancamiento. La presión de los préstamos estudiantiles y las hipotecas pueden cambiar nuestras vidas. Los compromisos por deudas pueden incluso impedirte cumplir los sueños que de otra manera sí hubieras cumplido; si estás atrapado en deudas estudiantiles, es probable que te preguntes si en realidad puedes asumir otros compromisos para cumplir tus sueños. Esa dificultad se conoce con el ominoso nombre de «sobreendeudamiento». La idea de

sobreendeudamiento es que puedes evitar hacer cosas que debes hacer debido a la sombra de un compromiso preexistente.

Piensa en un propietario que compra una casa de 100 dólares con una hipoteca de 80 dólares. Si el valor de la casa se reduce a 70 dólares, estará asfixiado; debe más de lo que vale su activo. Ahora, digamos que puede ponerle una extensión a la casa que le cuesta 25 dólares, pero que añadiría 30 dólares al valor de la casa. ¿Debería hacerlo?

Normalmente dirías: «Por supuesto que debería hacerlo. Es una gran inversión. Pone 25 dólares y obtiene 30 dólares». En este caso pone 25 dólares, pero la entidad crediticia obtiene efectivamente los primeros 10 dólares de los dividendos. Y el dueño recibe solo 20 dólares. Por lo tanto, se vuelve una mala inversión para el propietario. Lo verdaderamente curioso es que a esa entidad le iría mejor si el propietario hiciera la extensión, pero los acreedores a menudo dudan en asumir los compromisos necesarios para que el propietario tenga los incentivos adecuados. La sombra de ese compromiso preexistente impide que el propietario haga las cosas que necesita hacer. Esta idea de sobreendeudamiento es una de las razones por la cuales la crisis inmobiliaria fue tan aterradora: en 2009, cuando casi uno de cada cinco propietarios tenía el agua hasta el cuello, podríamos haber visto muchos más barrios con casas muy endeudadas seguir deteriorándose debido a las absurdas facilidades que se daban.

¿Cuál es la respuesta? Bueno, la entidad crediticia debe aceptar una pérdida en su préstamo para que el propietario de una casa vuelva al escenario donde sea posible desarrollar proyectos que verdaderamente lo benefician. Y al acreedor le iría mejor si asumiera esa pérdida. Por desgracia, muchas veces las entidades crediticias no están dispuestas a asumir esas pérdidas.

No existe un retrato más desgarrador de un problema de sobreendeudamiento —y la sombra de los compromisos preexistentes— en nuestra vida personal que el que hace Kazuo Ishiguro del señor Stevens en *Los restos del día*. Stevens es un mayordomo modelo en Oxfordshire en los años de entreguerras que ha trabajado para Lord Darlington. La historia la narra Stevens ya cuando es mayor, y a medida que relata su pasado,

poco a poco se da cuenta de la oportunidad que perdió en el amor con el ama de llaves, la señorita Kenton, y de las oportunidades que perdió en la vida.

Antes de contar sus primeros recuerdos de la señorita Kenton, Stevens hace una digresión y dice que cuando «se unen en matrimonio empleados ya veteranos puede dar lugar a graves trastornos en el trabajo»<sup>[22]</sup> y que las personas en busca de amoríos «deshonran la profesión». Para un hombre preocupado por la idea de dignidad y obligado a servir, esas relaciones simplemente estaban fuera de toda posibilidad. La señorita Kenton, después de más de una década de trabajar con Stevens, se enamora de él y desea más que una vida de servicio. La señorita Kenton le da numerosas oportunidades a un confundido señor Stevens, quien niega sus propios sentimientos de forma sistemática.

Finalmente, la señorita Kenton comienza a salir con alguien más, pero desea darle una última oportunidad a Stevens. Ella le cuenta sobre su incipiente romance y lo provoca con esto:

No sé por qué, creo que es usted un hombre satisfecho de sí mismo. Ya ve, se encuentra en lo más alto, dueño de todos los entresijos de esta profesión. No sé qué más puede pedirle a la vida<sup>[23]</sup>.

Al escuchar este sencillo planteamiento, Stevens hace una pausa. Su compromiso con Darlington y su profesión le impiden luchar por la oportunidad que tiene frente a él.

Por lo que a mí respecta, señorita Kenton, no veré colmadas mis ambiciones hasta que haya hecho todo lo posible por ayudar a mi señor en los grandes cometidos que se ha impuesto. El día que mi señor haya conseguido sus fines, el día en que *mi señor* pueda permitirse dormirse en los laureles satisfecho de haber realizado todo lo que razonablemente podía exigirse de él, ese día podré sentirme, como usted misma ha dicho, un hombre satisfecho<sup>[24]</sup>.

El compromiso con el profesionalismo y con Darlington era superior.

En dos de las noches más importantes de su vida, las obligaciones profesionales de Stevens desplazan sus necesidades personales, ya que no atiende a su padre en su lecho de muerte y no aprovecha la última oportunidad que le ofrece la señorita Kenton. Curiosamente, esas dos



noches termina con una «sensación de triunfo»<sup>[25]</sup> por el profesionalismo que ostenta. Esa dedicación absoluta es cercana al martirio, o quizás al masoquismo.

Décadas más tarde, vemos que la señorita Kenton abandona la mansión Darlington Hall para casarse, aunque su matrimonio fracasa. Darlington resulta ser un diplomático principiante y extraviado que muere en la vergüenza porque se descubre que fue el arquitecto de la política de pacificación de Neville Chamberlain hacia Adolf Hitler. ¿Y el señor Stevens?

Después de ver a la señorita Kenton de nuevo y darse cuenta de la oportunidad que perdió, el señor Stevens concluye:

Le di a [Darlington] lo mejor de mí, y ahora, bueno, creo que no me queda mucho más para dar... He dado lo que tenía que dar. Se lo di todo a Lord Darlington... Confié en la sabiduría de mi señor. Todos esos años que lo serví, confié en que estaba haciendo algo que valía la pena... En realidad, uno tiene que preguntarse, ¿qué dignidad hay en eso<sup>[26]</sup>?

El apalancamiento es peligroso por dos razones: como veremos en el siguiente capítulo, puede llevar a la bancarrota cuando los compromisos que has adquirido se vuelven insostenibles. Pero el peligro del sobreendeudamiento es mucho mayor. Negociar nuestros compromisos existentes para permitirnos asumir otros nuevos es una habilidad vital que nos enseñan las finanzas. El sobreendeudamiento es la manifestación de no poder renegociar esos compromisos para asumir nuevas oportunidades, y la consiguiente pérdida para todos los involucrados. Y el señor Stevens es la muestra del miedo a que asumir nuevos compromisos sea incompatible con los compromisos preexistentes, una creencia que lo lleva a una vida de pobreza emocional. Por fortuna, aunque los acreedores a veces sean demasiado torpes para modificar sus expectativas, nosotros podemos renegociar nuestros compromisos (con los seres queridos, con los empleos, con la sociedad) cuando sea necesario para poder invertir de nuevo. A veces, como le ocurrió a Stevens, el miedo es lo único que nos impide intentarlo.

Las ventajas y desventajas del endeudamiento se pueden ver en las estimaciones financieras sobre el mejor uso del apalancamiento a lo largo del ciclo de vida de las empresas. Debido a que el apalancamiento puede comprometer a las empresas, limitando la inversión (como acabamos de ver), las compañías con un alto nivel de incertidumbre, con diversas posibles necesidades de inversión, en especial las recién creadas, deberían limitar su apalancamiento. Del mismo modo, las empresas inestables que se acercan a su fin económico observarán que el apalancamiento acelerará su desaparición. Debemos percibir una trayectoria en forma de U invertida para que una compañía opte por el apalancamiento: las empresas nuevas y dinámicas deben evitar endeudarse, las empresas maduras pueden apuntalarse con un crédito, mientras que a las empresas más antiguas, en franco declive económico, se les recomienda reducir sus niveles de deuda.

Un patrón similar se presenta en nuestras vidas financieras debido a lo que se conoce como la teoría del ciclo vital y el consumo estable. Uno de los enigmas de la economía es cómo el consumo (no solo los alimentos que comemos, sino todo lo que consumimos: casa, experiencias, etc.) permanece estable a lo largo de nuestra existencia. A pesar de que haya grandes cambios en nuestra vida, en esencia no modificamos el volumen de lo que solemos consumir. ¿Cómo logramos eso? Bueno, pedimos préstamos cuando somos jóvenes y necesitamos consumir y no tenemos recursos, y luego, a medida que envejecemos, pagamos deudas y ahorramos para la jubilación, de modo que podamos seguir consumiendo más o menos al mismo nivel.

La secuencia de compromisos y apalancamientos en nuestras propias vidas tiene un patrón ligeramente distinto, pero muestra una lógica similar. No esperamos nada de nuestros pequeños, solo tratamos de garantizarles que disfruten de varios años de ir a la escuela. Cuando crecen, comenzamos a establecer compromisos y obligaciones, en un entorno seguro, para que se acostumbren a esa idea. En la edad adulta, adquirimos más compromisos con los cónyuges, los hijos, nuestros trabajos y nuestras comunidades. Y al envejecer, ya no nos involucramos tanto cuando el

estrés que generan esos compromisos, incluso los más sencillos, se vuelve excesivo. He visto cómo operan estas dinámicas en mi familia. A medida que nuestros padres envejecían, nosotros (en realidad mi hermana) tratábamos de ayudarlos con algunas de las dificultades que enfrentaban, incluida la simple administración financiera con la que hubieran salido adelante en años anteriores. Por fortuna, hicieron una planeación tan buena —se mudaron a una casa más pequeña antes de que fuera necesario, ahorraron de manera disciplinada y simplificaron sus vidas— que nuestra cooperación era más bien marginal.

Y esto lo veo con nuestras hijas. ¿Cuándo y cómo debemos explicarles la idea de compromisos y obligaciones? ¿Cómo se estructuran las tareas y responsabilidades para que se acostumbren a ellas, pero sin prescindir de la diversión de la infancia? Continuamente nos debatimos entre enseñarles esa idea para impulsarlas o protegerlas de ella.

Pienso en esta cuestión con mis hijas y la inversión en ellas mismas, lo que se conoce como su capital humano. Mi esposa y yo nos casamos a una edad avanzada e iniciamos una familia más o menos tarde. De modo que no tuvimos compromisos antes de los treinta años y logramos invertir mucho en nuestro capital humano y en nuestras carreras, cuyos beneficios ahora estamos cosechando. La compensación es evidente, al menos en retrospectiva: ahora tenemos hijas pequeñas a una edad que puede no ser óptima para criar niños y las tendremos en casa hasta que me acerque a la jubilación. No obstante, pudimos invertir en nosotros mismos y en las carreras de manera muy favorable. Si hubiéramos asumido antes los compromisos familiares, no creo que ninguno de los dos hubiera llegado a donde nos encontramos ahora en términos profesionales.

Cuando una de mis hijas se acerque conmigo a los veinticuatro años y me diga que quiere casarse y formar una familia, no estoy seguro de lo que voy a decir. Sé que en el fondo de mi corazón pensaré que los compromisos que está a punto de adquirir desplazarán la inversión en ella misma... aunque después ya habrá tiempo de nivelar su vida. Pero luego solo pensaré en la posibilidad de otro *valor terminal* y saltaré de alegría.

Hasta ahora, el apalancamiento parece ser un conjunto de compensaciones. Puedes endeudarte para comprar una casa, pero eso no aumenta tu riqueza. Sí, puedes vivir en una casa más bonita, pero eso conlleva riesgos. Del mismo modo, para las empresas el apalancamiento implica hacer una compensación entre los beneficios fiscales y la creación de riesgos. Y, como subrayó Bellow y lo demostró Koons, el apalancamiento en la vida significa operar en una escala completamente diferente, aunque estos compromisos implican obligaciones y una pérdida de autonomía que puede limitarte. Todo depende de quién eres y qué tipo de vida quieres llevar.

Pero las finanzas modernas enseñan que detrás del apalancamiento parece haber algo más: una especie de bono del apalancamiento. Al observar lo poco que las empresas usaban el apalancamiento, el economista Michael Jensen llegó a la conclusión de que el apalancamiento podría ayudar a resolver las principales dificultades del capitalismo moderno. En su opinión, los directivos no siempre estaban dando buenos resultados para los accionistas, el problema del agente-principal que vimos antes. La renuencia de los directivos a utilizar el apalancamiento reflejaba su deseo de no contraer obligaciones para realizar otras actividades que podrían no satisfacer a sus accionistas. Un corolario natural de esto era que el apalancamiento podría usarse con el fin de limitar la capacidad de los directivos para hacer cosas que les beneficiaban a ellos mismos, pero no a los accionistas. En efecto, el apalancamiento amarra de las manos a los directivos y les impone una disciplina para servir mejor a sus jefes. En palabras de Jensen, «la amenaza por no efectuar los pagos de una deuda sirve como una fuerza efectiva para hacer que esas organizaciones sean más eficientes»<sup>[27]</sup>.

Jensen da un buen ejemplo con la industria petrolera. Después de que en la década de 1980 bajaron los precios del petróleo, los directivos se resistieron a la lógica económica de detener su cometido de perforar. Las compañías continuaron invirtiendo en exploración y en compañías no vinculadas, mucho más allá de lo que debían, en lugar de devolverles efectivo a los accionistas, en parte, porque había muchas ganancias por todas partes y ningún compromiso con nadie. Atarles las manos con pagos

obligatorios de deuda les habría impedido destruir mucho valor. Ese es el bono del apalancamiento.

El apalancamiento en la vida implica un beneficio similar. La visión de Jensen se basa en el conflicto que se produce cuando los directivos siguen planes contrarios a los intereses de los accionistas. Ese tipo de conflicto muchas veces puede desarrollarse en nosotros mismos. Con frecuencia, sabemos qué es lo correcto y hasta estamos de acuerdo en que debemos hacerlo, pero por miles de razones no emprendemos la acción, ya sea hacer ejercicio, dejar de fumar o pasar más tiempo con nuestros hijos. Sin duda, el problema del autocontrol es fundamental para muchos de nosotros, y la mejor solución, como se ha documentado en diversas investigaciones, es adquirir compromisos significativos con otros para garantizar que hagamos lo correcto. Estos compromisos pueden representar grandes apuestas con amigos, costosas membresías en clubes deportivos o planes de ahorro forzado. Tales compromisos, efectivamente, hacen lo mismo que la deuda en la empresa moderna: restringen las opciones para aumentar las probabilidades de hacer lo correcto.

La lógica del bono del apalancamiento va más allá. Al involucrarte en relaciones exigentes y adquirir compromisos, puedes convertirte en una mejor persona. Cuando aconsejaba a los jóvenes, Thomas Watson, el fundador de IBM, decía: «No hagas amigos con los que te sientas cómodo. Haz amigos que te obliguen a mejorar»<sup>[28]</sup>. Los compromisos con personas inteligentes y exigentes nos impiden hacer estupideces; nos beneficiamos de esos compromisos. El apalancamiento no es un juego de suma cero.

Además de permitirte ser más productivo y elevar tus propios estándares, tener relaciones significativas simplemente es bueno para ti. George Vaillant, un psiquiatra investigador, ayudó a realizar el estudio longitudinal más extenso del desarrollo emocional y físico al darle seguimiento a los llamados Grant Study que se emprendieron con alumnos de Harvard a finales de la década de 1930. Por medio del rastreo de datos fisiológicos y emocionales durante más de setenta años, Vaillant y sus colegas nos dieron varias pruebas contundentes de lo que resulta

conveniente para la longevidad y la felicidad. Y la respuesta a la que llegó, como lo plantea Joshua Wolf Shenk, es simple en apariencia.

El otro interés principal de Vaillant es el poder de las relaciones. «Es la aptitud social —escribe—, no la brillantez intelectual o la clase social de los padres lo que conduce a un envejecimiento favorable». Se necesitan conexiones cálidas, y si no se encuentran en una madre o un padre, pueden provenir de hermanos, tíos, amigos, mentores. Se encontró que las relaciones de los hombres a los 47 años predecían una mejor adaptación a la edad avanzada que cualquier otra variable, excepto las defensas [mecanismos para reaccionar ante la adversidad]. Las buenas relaciones entre hermanos parecen especialmente poderosas: 93 % de los hombres que eran prósperos a los 65 años habían sido cercanos a un hermano o hermana cuando eran más jóvenes. En una entrevista con los sujetos de Grant Study que se publicó en el boletín de marzo de 2008, se le preguntó a Vaillant: «¿Qué has descubierto en los hombres de Grant Study?». La respuesta de Vaillant: «Lo único que en realidad importa en la vida son tus relaciones con otras personas»<sup>[29]</sup>.

Los compromisos con los demás no solo brindan el poder de lograr más, sino también el sustento emocional que necesitamos para sobrevivir y prosperar.

La lógica del poder del apalancamiento se extiende con más fuerza a la relación de uno mismo con el mundo. Quizás el apalancamiento más valioso que se pueda imaginar es la estima que tus colegas, amigos y la comunidad sienten por ti. Te permite mover recursos, y te proporciona un notable campo de acción debido a la forma en que las personas te comprenden y consideran. De hecho, las observaciones de Thomas Jefferson sobre el valor de la reputación nos llevan otra vez a Arquímedes y el poder del apalancamiento. En una carta a José Corrêa da Serra en diciembre de 1814, Jefferson escribió:

Nunca me ha parecido más honorable, y también más provechoso, dar un buen ejemplo que seguir uno malo. La buena opinión de la humanidad, como la palanca de Arquímedes, con el punto de apoyo pertinente, mueve el mundo<sup>[30]</sup>.

Vivir la vida más plena es a lo que muchos aspiramos. Como sugirió Bentham, vivir más allá de nuestros recursos actuales por medio del apalancamiento no es inmoral; puede ser una receta para una vida productiva y rica. La forma en que eliges usar el apalancamiento al involucrarte en relaciones significativas refleja tus propias preferencias y

gustos que pueden ir desde Orwell hasta Koons. Pero no tengas miedo de usar el apalancamiento, es una poderosa fuerza para lograr mucho más de lo que serías capaz si no la tuvieras. Por encima de todo, el apalancamiento puede, en realidad, convertirnos en mejores personas al responsabilizarnos de nosotros mismos, ya que nos comprometemos con otros de acuerdo con altos estándares. También podría permitirnos vivir vidas más largas y ricas de lo que podemos imaginar y mover el mundo mientras tanto.

A principios de la década de 1990, a Jeff Koons le fue bastante mal. En 1994 se divorció y su padre falleció justo cuando pasaba por un punto de ruptura profesional. Koons había comenzado un proyecto ambicioso para crear la serie *Celebration*, una serie de inmensas y coloridas esculturas de huevos, perros con globos y corazones de San Valentín. Pero su perfeccionismo empezaba a costarle caro. Después de treinta y cinco mil horas-hombre de pintura desechó un huevo porque no era perfecto. En el proceso, varios de sus representantes y las fundidoras que utilizó para las esculturas se declararon en bancarrota. El propio taller de Koons, donde alguna vez hubo más de 100 personas, se redujo a dos.

Pero Koons no dejó la vida del alto apalancamiento. Encontró otro representante para financiar su trabajo y luego pasó los siguientes diez años trabajando en la serie que se convertiría en su trabajo más conocido. En 2014, en un acto sin precedentes, el Museo Whitney de Arte Moderno dispuso todo el edificio para la muestra de Koons. Su apuesta de alto apalancamiento había dado sus frutos de manera fantástica.

Koons parece haber entendido bien el poder del apalancamiento y lo vinculó con el mismo arte. Al hablar sobre su icónica escultura de Popeye, que muestra al personaje de caricaturas con una lata abierta de espinacas que lo transforma en un superhombre, Koons vinculó el poder del arte y el apalancamiento. Al ver la pieza, Koons hizo el siguiente comentario:

Hay un sentido de trascendencia que está ocurriendo aquí... él come esas espinacas y trasciende hacia la fuerza. Creo que ese es el arte. Las espinacas son el arte. El arte

puede cambiar tu vida. Puede ampliar tus parámetros. Puede dar vida a esta inmensidad<sup>[31]</sup>.

Es difícil encontrar una mejor descripción del apalancamiento. ¿Quién sabía que las espinacas, el arte y el apalancamiento estaban todos conectados?

A modo de coda, en 2014, el magnate de los casinos Steve Wynn compró *Popeye* por 28 millones de dólares. El padre de Wynn había construido un pequeño imperio de salones de bingo en Connecticut con apalancamiento. Cuando Wynn tenía diecinueve años, su padre murió con una deuda de más de 300 mil dólares, lo cual lo obligó a salirse de la universidad. Wynn, quien no se dejó intimidar por ese trauma, se mudó al oeste, a Las Vegas, y construyó su propio imperio, comenzando con el Golden Nugget, por medio del uso inteligente del apalancamiento. *Popeye* se encuentra hoy en la entrada de la explanada comercial del Hotel Wynn en Las Vegas, la casa de los sueños alimentada por el apalancamiento.



FRACASAR Y LEVANTARSE<sup>[1]</sup>

[Daniel Defoe en la picota]

En 1789, George Washington se dispuso a formar un gabinete que le ayudaría a tener una base más sólida a la nueva e inestable nación. Era consciente de las severas dificultades financieras que enfrentaba el país, por lo que creó un Departamento del Tesoro. Dada la complicada situación fiscal, la elección del primer secretario del Tesoro sería trascendental. Por

fortuna, Washington tenía en mente a un candidato obvio, un amigo cercano con una extraordinaria historia de vida y una buena reputación financiera: Robert Morris.

¿Robert Morris? ¿Quién? ¿No era Alexander Hamilton el candidato obvio?

Si no fuera por unas cuantas decisiones fatídicas, hoy en día Morris estaría en el billete de 10 dólares, por no mencionar la marquesina del teatro Richard Rodgers. Al igual que Hamilton, Morris tuvo una infancia problemática y sus padres lo abandonaron. Por un golpe de suerte, consiguió una pasantía en una de las principales compañías navieras y financieras de Filadelfia, donde su ingenio lo ayudó a dirigir la empresa junto con el hijo del propietario. Morris era un ferviente patriota y se convirtió en uno de los dos únicos personajes que firmaron no solo la Declaración de Independencia, sino también los Artículos de la Confederación y la Constitución. En 1781, Washington nombró a Morris el primer superintendente de finanzas (un precursor del cargo de secretario del Tesoro) en virtud de los Artículos de la Confederación, y en esa capacidad Morris estableció el primer banco central de Estados Unidos, el Banco de América del Norte, una institución diseñada para hacer frente a los problemas fiscales de la joven república.

Pero esas tareas no fueron las que llevaron a Washington a llamarlo el «financiero de la revolución». Morris, literalmente, respaldó la Guerra de Independencia utilizando su propio crédito para garantizar municiones en momentos decisivos, incluido el uso de pagarés personales para hacer posible que Washington cambiara el rumbo en la batalla de Yorktown en 1781, que fue determinante. ¿Por qué sus pagarés eran tan poderosos como otras monedas? En ese momento, el éxito comercial de Morris era tanto que, según el estudioso del derecho Bruce Mann, «la economía estadounidense no volvió a ver a alguien así hasta J. P. Morgan y John D. Rockefeller, Sr., un siglo más tarde... él fue la figura económica más moderna de la primera república»<sup>[2]</sup>.

Era claro que Washington tenía buenas razones para recurrir a Robert Morris cuando necesitó un secretario del Tesoro. No obstante, Morris rechazó la oferta. Preocupado por centrar su atención en restaurar la

fortuna que se había gastado durante la Guerra de Independencia, Morris recomendó a Hamilton en su lugar. Puede ser que ahora te preguntes: «¿Pero en qué estaba pensando?». Esta dramática historia de preferir el dinero en vez del servicio público se pone aún mejor.

Al principio, Morris consiguió con éxito recuperar su fortuna. Su North America Land Company era el mayor fideicomiso de terrenos de la historia de Estados Unidos (y posiblemente la primera sociedad de inversión en el mercado inmobiliario) con más de 20 mil kilómetros cuadrados de superficie (solo por hacer una comparación, Nueva Jersey tiene menos de 20 mil kilómetros cuadrados). Por separado, era dueño de grandes terrenos al oeste de Nueva York y de 40 % de lo que se convertiría en la capital permanente del país, el Distrito de Columbia.

¿Cómo pudiste haber pasado por alto a este patriota, financiero y funcionario público? No te sientas mal: este gigante del periodo de la Guerra de Independencia ha sido relegado a las notas a pie de página en muchas historias de esa época. Como suele ser el caso, la historia la escriben los ganadores sobre ellos mismos, y Morris no terminó siendo un ganador. Su compañía de bienes raíces se basó en una montaña de apalancamiento, y varios de sus socios lo engañaron de múltiples maneras. A mediados de la década de 1790, tan solo cinco años después de que le ofrecieran el puesto de secretario del Tesoro, Morris no tuvo la capacidad de pagar su deuda y se retiró a su casa de campo para evitar a sus acreedores.

Al fin y al cabo, los acreedores de Morris dieron con él y tuvo que irse a donde los deudores que no podían pagar sus deudas solían ir en aquella época: la cárcel, donde les pagaba cuotas a sus captores por el privilegio de permanecer allí. Su caída en desgracia fue completa. Aquejado por los compromisos que no pudo cumplir, Morris pasó tres años en la cárcel de deudores. Tras su liberación en 1801, vivió otros cinco años en la oscuridad y en circunstancias humildes, y ahora está enterrado en un espacio relativamente modesto en la Iglesia de Cristo de Filadelfia, a pocas cuadras del sitio de la cárcel que lo albergó.

Un hombre que alguna vez fue el hombre más rico de la joven república y pudo haber sido el primer secretario del Tesoro, murió sin un

centavo y se convirtió en menos de una nota a pie de página en la mayoría de los libros de historia. A esto nos referimos cuando hablamos del camino no tomado...

A pesar de todo, Morris dejó un legado que persiste hasta hoy y que se ha subestimado. La bancarrota de Robert Morris fue, según Joshua Francis Fisher, el destacado filántropo de Filadelfia del siglo XIX, «como un pequeño terremoto, todos temblaron y temieron que los techos cayeran sobre sus cabezas»<sup>[3]</sup>. George Washington fue incluso a la prisión a cenar con Morris, corriendo el riesgo de contraer fiebre amarilla. La magnitud de esa caída en desgracia sacudió a la nación hasta la médula. Debido a la altura desde la que cayó, el principal legado de Morris fue haber motivado una revisión exhaustiva de cómo el joven país debía pensar en el fracaso y las dificultades financieras. Esa revisión dio como resultado la noción moderna de bancarrota, una idea clave también para comprender el fracaso en general. Las complejidades de la bancarrota, como se evidencia en un estudio de caso de American Airlines, iluminan los delicados compromisos que son esenciales para nuestras vidas.

La primera ley nacional de bancarrota, que el joven país había luchado por establecer durante diez años, se aprobó rápidamente en 1800, como lo explica Bruce Mann, en respuesta directa al encarcelamiento de Morris.

Para muchos era inconcebible que Morris hubiera podido caer de tal forma... Cuando el Congreso finalmente se reunió para pasar el proyecto de ley en diciembre, lo hizo a la sombra del «gran hombre» que caminaba por el patio de la prisión a dos cuadras de distancia. Por primera vez el debate fue sustantivo<sup>[4]</sup>.

Hasta 1800, los prestatarios que no podían pagar sus deudas incurrían en faltas morales. En consecuencia, el encarcelamiento era común para los deudores. De hecho, los castigos a lo largo de la historia han ido desde la confiscación de bienes hasta ser expuesto en la picota, el encarcelamiento, el desmembramiento e incluso la muerte. Los sermones puritanos estaban atravesados por la lógica de que ningún destino podría ser peor que la deuda, y que las deudas deben cumplirse sin importar la circunstancia.

Que Morris pudiera caer tan profundo llevó a un cambio en la forma en que se trataban las bancarrotas, y esto creó, según indica Mann, «un hito en la ley de quiebras»<sup>[5]</sup>.

Con la ley de 1800, la quiebra se redefiniría, más allá de una falta moral o un pecado, como una consecuencia natural de asumir riesgos. Si la quiebra era una consecuencia de asumir riesgos, entonces la ley necesitaba reformarse para que no se centrara en el acreedor. Castigar a los deudores por sus pecados no era productivo ni muy humano. De hecho, la nueva república necesitaba, con urgencia, personas que asumieran riesgos y castigarlos con tal severidad bloqueó el comercio a fines de la década de 1790. Si el joven país iba a florecer, la quiebra debía redefinirse, y el estigma moral asociado a ella debía reducirse.

Como ejemplo de este cambio, los acreedores eran históricamente los únicos que podían declarar en quiebra a un deudor. La ley de 1800 abrió la puerta para permitir que los deudores se declararan a ellos mismos en bancarrota. Hoy lo damos por hecho: las empresas y los individuos pueden optar por la bancarrota, en lugar de que los persigan para declarar la quiebra. Pero antes de la ley de 1800, los deudores no podían buscar protección por medio de la bancarrota: la ley protegía solo a los acreedores de los deudores despiadados e irresponsables.

Junto con el cambio en la forma en que los deudores podían declararse en quiebra, la «condonación» de la deuda se podía lograr con la aprobación de los acreedores, de modo que los representantes comerciales pudieran reiniciar con un historial limpio. De hecho, Morris salió de la cárcel en 1801 después de que se le condonaron más de 3 millones de dólares de deuda, ya que el tribunal y sus acreedores se dieron cuenta de que no tenía activos para pagar esa deuda. Morris fue liberado y vivió con su esposa gracias a una pequeña ayuda económica que le daba un amigo.

Esta reorientación de la postura legal hacia la quiebra tiene una resonancia más profunda. La quiebra, cuando la padecemos nosotros mismos u otros, no debe entenderse o verse como un defecto moral. De forma inevitable, asumir riesgos conducirá a la quiebra, y la quiebra debe verse como un mal resultado con una gran oportunidad de aprendizaje. Confundir los malos resultados de la toma de riesgos con una sensación de

fracaso moral limita nuestra voluntad de asumir nuevos riesgos y hace que perdamos la oportunidad de aprender del fracaso. Si nos castigamos a nosotros mismos por una quiebra o un fracaso, no es muy diferente a poner a los deudores en la picota o meterlos en la cárcel.

Las organizaciones que estigmatizan los fracasos en realidad tienden a repetirlos en lugar de aprender de ellos. Mi colega Amy Edmondson ha estudiado las actitudes hacia el fracaso en entornos que van desde el desastre del transbordador *Challenger* de la NASA hasta los errores médicos en los hospitales. Su conclusión es que uno tiene que reconocer

la inevitabilidad del fracaso en las complejas organizaciones de trabajo hoy en día. Aquellos que detecten las fallas, las corrijan y aprendan del fracaso antes que otros, tendrán éxito. Aquellos que se regodeen en el juego de la culpa no lo harán<sup>[6]</sup>.

Bessemer Venture Partners, una compañía líder de capital de riesgo, lleva esto al extremo de celebrar a todas las compañías en las que tuvieron la oportunidad de invertir, pero no lo hicieron. En su «anticartera» de clientes están Google, Apple, eBay, Facebook y FedEx, empresas de las cuales prescindieron. Los fracasos no pueden estigmatizarse si han de ser la fuente de aprendizaje.

El corolario natural de definir la quiebra al margen de la moral es la comprensión de que la bancarrota debe ser una oportunidad para el renacimiento en lugar de determinar una muerte. Permitir la condonación de deudas es solo un ejemplo de cómo la ley de bancarrota se centró en impulsar el renacimiento y no certificar la muerte. Para que la bancarrota se orientara hacia el renacimiento, el cambio más importante tuvo que ver con el proceso posterior a la declaración de la quiebra. Las insolvencias que van desde la de Robert Morris hasta la de Lehman Brothers demuestran lo importante que es crear un proceso ordenado para que ocurra ese renacimiento. El uso de palabras como *muerte* y *renacimiento* puede parecer exagerado, pero en realidad es cotidiano en publicaciones legales y en el ejercicio de la bancarrota. Como señala Bruce Mann, «el dilema fundamental de la ley de bancarrota siempre ha sido decidir si se trata de una muerte o de un renacimiento»<sup>[7]</sup>. Esa es también la razón por

la que los inversionistas que compren compañías en dificultades no se inmutan cuando se les llama «buitres».

Antes de la ley de 1800, los acreedores muchas veces acosaban a los deudores. Cuando Morris dejó su hogar en Filadelfia y su familia para atrincherarse en su casa de campo, evitó que lo capturaran al aceptar comunicación por escrito solo por medio de una cubeta que elevaba desde la ventana de su segundo piso. Un buen día, los acreedores comisionaron a un oficial y seis hombres armados con picos y martillos para sacar a Morris de su residencia rural. Al relatar este incidente, Morris contó lo afortunado que fue al tener invitados que en ese momento se quedaron con él porque «ellos [los hombres del oficial] me habrían eliminado en cinco minutos si no les hubieran apuntado con cada pistola y escopeta que había en la casa».

El enfrentamiento con sus acreedores fue costoso para todos, incluidos los acreedores. Hubo ocupantes ilegales que invadieron los terrenos de Morris, y los recaudadores de impuestos se apoderaron de la tierra de manera desorganizada, dando lugar a una pérdida del valor general de la propiedad. La experiencia de Morris demuestra que el problema en los procedimientos de quiebra, a menudo, no consiste en proteger a los acreedores de esos deudores inmorales e inescrupulosos, sino más bien en proteger a los deudores de acreedores poco razonables cuya impaciencia disminuye el valor de los activos en general.

La colosal insolvencia de Lehman Brothers en 2008 es un ejemplo más reciente de lo costosa que puede ser una bancarrota desordenada y caótica, incluso en un régimen de bancarrota adecuado. Tras las ventas y los rescates con asistencia del gobierno que hubo a lo largo de 2008, la bancarrota de Lehman Brothers alcanzó una escala sin precedentes y fue muy desorganizada porque la quiebra repentina sorprendió a todo el mundo. Los documentos de la bancarrota donde había en juego 600 mil millones de dólares en bienes se redactaron y se presentaron en un día sin ninguna preparación previa. Como era de esperarse, los demandantes perdieron un valor estimado de 75 mil millones de dólares debido a las caóticas semanas que siguieron a la bancarrota no planificada.

Entonces, ¿qué debe pasar para que haya una bancarrota ordenada? Cuatro de las características definitorias de la bancarrota empresarial actual están diseñadas para garantizar la posibilidad de renacer en medio del caos de la insolvencia, y guardan paralelos con lo que necesitamos cuando fracasamos en la vida. Primero, a la declaración de bancarrota la acompaña una «suspensión automática», un periodo durante el cual los acreedores no pueden presentar reclamaciones contra los deudores para garantizar que no se produzca el caos y que el deudor pueda trazar un proceso ordenado. En segundo lugar, el proceso de bancarrota lo supervisan observadores imparciales que actúan como árbitros; de hecho, a los jueces y administradores que supervisaban las quiebras les llamaban árbitros antes del siglo xx. Estos árbitros tienen la intención de garantizar un equilibrio entre los intereses contrapuestos.

En tercer lugar, se llama a asesores profesionales (abogados, banqueros, contadores) para que brinden asistencia, de modo que se pueda llegar al mejor resultado. Esta ayuda externa se considera tan importante que los honorarios de los asesores se convierten en la prioridad del destino de los bienes de la compañía. Finalmente, a los deudores se les otorga una suspensión para que puedan presentar un plan. Y ese es el eje de cualquier empresa que busque resurgir de una bancarrota. El plan debe abordar cómo la empresa podría generar el mayor valor global, en lugar de concentrarse en cómo repartirse el cadáver entre sus demandantes.

El caos que desencadenan las quiebras —con deudores que tiemblan ante un conjunto insostenible de compromisos y acreedores que entablan demandas inmediatas y absurdas— también atraviesa nuestras vidas cuando fracasamos. Tener una vida apalancada puede llevarnos a situaciones en las que los compromisos van más allá de nuestras capacidades. La misma lógica que produce resultados benéficos después de que ocurren quiebras comerciales nos sonará familiar si tratamos de aplicarla a nuestras propias vidas. Actuar de forma precipitada después del fracaso es imprudente. Buscar ayuda para hacer un plan es indispensable. Este plan debe reconocer los fracasos y los compromisos incumplidos, pero también debe orientarse a garantizar que aproveches al máximo tus capacidades en el futuro. En lugar de ver los fracasos como oportunidades



para flagelarse, considéralos como oportunidades para renacer. Crea un poco de espacio para respirar (suspensión automática de pagos), pide ayuda (de familiares, amigos y profesionales) y comienza a mirar hacia el futuro y no al revés (crea un plan para tu recuperación).

Mi fracaso académico más significativo se produjo cuando intenté pasar de un programa de MBA a uno de doctorado. Tomé la decisión poco común de irme a la India durante un año tras hacer un MBA, y luego regresé para hacer un doctorado en economía política. Sabía que no tenía la formación matemática y estadística recomendada, pero no tenía idea de lo poco preparado que estaba. Lo descubrí en el primer semestre del doctorado, cuando me fue muy mal en un examen parcial de teoría microeconómica. Me quedé viendo el cuadernillo azul y simplemente me congelé. Garabateé algo que apenas era relevante. Saqué 8, pero me quedó claro que la calificación fue extremadamente compasiva y que era la más baja de la clase.

Ya me había cuestionado muchas veces sobre el camino poco ortodoxo en el que me hallaba, y sabía muy bien que tenía otras posibilidades. Tomé la decisión de llamar a los reclutadores que no hacía mucho me habían ofrecido un trabajo, pero primero fui a hablar con el profesor. Esa conversación siempre se quedó conmigo. No me preguntó por mi formación; no intentó evaluar mis habilidades para el programa; no se impacientó conmigo. Simplemente se encogió de hombros y dijo: «Estas cosas pasan». No intentó hacerme sentir culpa o duda, pero tampoco pretendió hacerme sentir confianza. Su gran generosidad fue decirme con sutileza que olvidara el proyecto. Debido a su amabilidad y su sabiduría, la debacle del examen significó para mí un nuevo comienzo y no una decepción duradera.

Hasta ahora, hemos visto que los procesos que siguen a la bancarrota y las dificultades financieras tienen como premisa el principio de que nuestros fracasos no deben estigmatizarse, que son ocasiones para un nuevo comienzo y que la ayuda externa, la paciencia y la planeación cuidadosa son la receta para tomarlo con calma después de una crisis. ¿Pero en

realidad todo es tan simple? ¿Debemos perdonar con tal facilidad a los que fallan y permitirles un nuevo comienzo? ¿Solo de eso se trata la bancarrota?

Si bien a veces pueden deberse simplemente a la mala suerte, muchas quiebras y fracasos son muy complejos en términos morales. Considera la decisión de los dueños de una casa que sí pueden seguir pagando su hipoteca, pero cuya propiedad está por debajo del valor de la hipoteca, una condición que enfrentaron muchos después de la crisis financiera de 2008. ¿Deberían dejar la casa y permitir que el banco asuma la pérdida o deberían seguir pagando su hipoteca? Esas situaciones son complejas porque rehuir a los compromisos plantea varias cuestiones morales: ¿qué significa adquirir un compromiso? ¿Quién se ve afectado si renuncio a ese compromiso? ¿Quién se ve afectado si no renuncio? En el ejemplo de la casa se plantean preguntas como «¿afectaré a mis vecinos si me voy de mi casa?, ¿mis hijos lo padecerán si no me voy?».

Gerard Arpey entró a trabajar a American Airlines en 1982 a los veinticuatro años. Para 2001, se volvió jefe de operaciones y tomó la valiente decisión de aterrizar todos los vuelos de American Airlines el 11 de septiembre de 2001, mucho antes de que la Administración Federal de Aviación lo exigiera. Como CEO durante la década de 2000, enfrentó otra prueba. Sus principales competidores se habían declarado en bancarrota para poder renegociar (algunos dirían *rehuir*) las costosas pensiones y los contratos laborales con trabajadores sindicalizados. American era la única que no quería usar la figura de la bancarrota para ganar poder de negociación con los sindicatos. Para Arpey se trataba de una cuestión moral: «Llámenme anticuado, pero creo que las empresas deberían pagarle a la gente. Y creo que las empresas deberían cumplir sus compromisos con los empleados y las comunidades»<sup>[8]</sup>.

Para 2010, American continuaba en pie de lucha ya que muchos de sus competidores se habían declarado en bancarrota y luego se fusionaron entre sí. A Arpey lo seguían presionando para utilizar la bancarrota como una herramienta de reestructuración, pero él se resistía:

Todavía creo en los principios en un negocio que muchas veces te llevará a poner en riesgo tus principios. Creo que a largo plazo le servirá a nuestra institución y a

nuestros accionistas que honremos nuestro compromiso con nuestros acreedores, que paguemos nuestros planes de pensiones y que hagamos lo posible por llevar a cabo todo de manera consensuada<sup>[9]</sup>.

Esto hizo que muchos elogiaron a Arpey como el modelo de un CEO virtuoso. David Boren, exsenador de Estados Unidos y miembro de la junta de American Airlines, llegó a decir que

es una persona muy rara en el ámbito empresarial norteamericano por su auténtica lealtad a la compañía y a las personas que trabajan ahí... Este país estaría mucho mejor si hubiera más personas con el sentido de responsabilidad, el carácter y la capacidad de Gerard Arpey<sup>[10]</sup>.

En 2011, Arpey se vio obligado a doblar las manos a causa de Tom Horton —el mismo presidente que él había designado— y su consejo directivo. El 29 de noviembre de 2011, Horton y el consejo votaron para declarar en bancarrota a American Airlines, y ese mismo día Arpey renunció. Arpey se fue sin indemnización, y Horton, que había abogado por la quiebra, asumió el control. El abogado a cargo del caso de bancarrota de American dijo: «Tenemos una emergencia y lo que está en juego es la supervivencia de esta compañía»<sup>[11]</sup>. De hecho, American se declaró en bancarrota con cerca de 5 mil millones de dólares disponibles. Como explicó Horton, la naturaleza insostenible de su postura se debía en realidad a «la situación de sus costos en relación con sus competidores», una brecha que se veía en los contratos laborales y las obligaciones del pago de pensiones. La bancarrota les permitiría renegociar esos contratos y someter a los sindicatos a una mayor presión para que hicieran ciertas concesiones. Uno de los primeros pasos que dieron fue eliminar varias cláusulas de sus contratos colectivos de trabajo, algo que era inconcebible sin la protección del código de bancarrota.

Arpey llegaría a reflexionar después:

Yo creo que es importante para la reputación y el éxito de la empresa a largo plazo que uno haga su mejor esfuerzo para cumplir con esos compromisos. No es bueno —a nivel corporativo o personal— creer que puedes escapar de tus circunstancias así porque sí.

Su compromiso le valió muchos admiradores. El *New York Times* publicó un artículo de opinión sobre Arpey un día después de la declaración de bancarrota que tenía como título «La batalla moral de un director general».

La historia de la bancarrota de American Airlines y la resistencia de Arpey nos deja ver por qué muchos nos sentimos intranquilos ante las bancarrotas. Sí, las finanzas nos enseñan a perdonar a quienes fracasan y a darle prioridad a un nuevo comienzo para ellos. ¿Pero no está mal que uno simplemente renuncie a sus compromisos? ¿No deberían las personas ser responsables de esos compromisos? Si permitimos que las personas se declaren en bancarrota o vayan a la quiebra sin ninguna recriminación o castigo, ¿no aprovecharán esa posibilidad incluso cuando no deberían hacerlo? Entonces, la bancarrota ya no se trata de un fracaso, se convierte en una herramienta de renegociación estratégica. De hecho, bancarrotas como las estadounidenses se llaman bancarrotas estratégicas. Todo suena positivamente trumpista.

El malestar moral que causa la historia de American Airlines también puede ser un sentimiento común en otros contextos. Esto lo experimento en la única parte de mi trabajo que no me gusta: hablar con mis alumnos sobre calificaciones y asistencias. La Escuela de Negocios de Harvard (HBS) tiene una política de asistencia muy estricta, por lo que inscribirse en una clase implica un gran compromiso para asistir. Ese compromiso se incrementa porque la discusión productiva sobre un estudio de caso requiere esfuerzo y participación de todos. HBS también tiene una curva de calificación forzada, donde el 10 % más bajo debe recibir una calificación reprobatoria, y la clase perdida puede ser un factor decisivo para estar en ese 10 % más bajo. En consecuencia, estoy de manera inevitable en la posición de administrar justicia académica a una microescala.

A veces es simple: ¿puede un alumno justificar una falta debido a la muerte de un familiar? Por supuesto. Pero por lo general no es tan simple: «Un posible jefe me pidió que tome un avión para una entrevista. ¿Puedo justificar mi falta?». «Hay una oportunidad única en la vida de ver una

conferencia de mi inversionista de capital de riesgo favorito en el campus, ¿puedo justificar la falta?». «Me desperté con un fuerte dolor de cabeza, ¿cuenta como falta justificada?». «Tengo que entregar un proyecto mañana y necesito más tiempo para terminarlo, ¿me puede justificar una falta?». Estos son ejemplos menores de lo que todos enfrentamos en nuestra vida profesional: las personas que no cumplen un compromiso que ya han asumido como parte de un proyecto en equipo.

Mi respuesta muchas veces es «claro, adelante». Pero me pregunto: «¿Es en serio?». ¿Por qué ese compromiso tiene prioridad sobre el que adquirió con nuestra clase? Sabías en lo que te estabas metiendo, así que afronta las consecuencias. De hecho, al dejar que les cueste nada, ¿estoy permitiendo que haya un espíritu de irresponsabilidad? ¿Y no estoy castigando de forma implícita a aquellos que hacen el esfuerzo de cumplir con su compromiso, a pesar de sus fuertes dolores de cabeza? ¿Les digo que sí porque sé que ese tipo de estudiantes que buscan faltas justificadas son los que, inevitablemente, vendrán a quejarse de las calificaciones al final del semestre? ¿Y qué tipo de incentivos estoy promoviendo al decir «claro, adelante»?

En resumen, me pregunto: «¿Por qué no todos pueden ser más como Gerard Arpey!? ¿Por qué no pueden cumplir con los compromisos que adquieren?». Y luego me doy cuenta de que responsabilizarlos por no ser Gerard Arpey es la única parte de mi trabajo que no me gusta, y vuelvo a decir con facilidad: «Claro, adelante».

Estos son ejemplos triviales en comparación con el tipo de situaciones en las que podemos encontrarnos. Un amigo cercano busca tu consejo pues está considerando divorciarse de su esposa con la que lleva casado diez años, se trata de un divorcio que de forma inevitable tendrá fuertes consecuencias para sus dos hijos pequeños. ¿Cómo le aconsejas sobre qué pensar acerca de los compromisos con sus hijos y su esposa? ¿Puede uno simplemente decir «necesitas hacer lo que sea mejor para ti» o «no puedes hacer eso porque has adquirido un serio compromiso con ellos»?

En última instancia, es por eso que las decisiones de bancarrota son tan complicadas y tan interesantes. Las quiebras son evocadoras porque hablan de las actitudes hacia nuestros compromisos y cómo deben

abordarse las obligaciones complicadas. Los imperativos categóricos de orden moral como «siempre debes cumplir tus compromisos», o respuestas fáciles como «adelante, no te preocupes por esos compromisos, haz lo que sea mejor para ti» no son suficientes. Los momentos más difíciles de la vida siempre tienen que ver con deberes y obligaciones que compiten entre sí y con la forma en que los encaramos, así como en la decisión de bancarrota lo que está en juego es cómo afrontar el conjunto de compromisos en apariencia insostenibles que ha asumido una empresa o un individuo.

En su libro *La fragilidad del bien*, la filósofa Martha Nussbaum considera precisamente esta cuestión de los deberes en conflicto, partiendo de las ideas categóricas sobre el deber de Immanuel Kant, entre otros. Nussbaum es muy dura con Kant, pero su punto básico es pertinente: una lectura literal de Kant plantea que no hay algo así como conflictos en los deberes. Si percibes un conflicto, es solo porque no has pensado en la prioridad adecuada de los deberes, reflexiónalo y no habrá conflicto. Para Kant, ser moral significa cumplir con tu deber, y esos imperativos son claros y categóricos. A Kant le habría caído bien Arpey.

Nussbaum argumenta que el mundo es mucho más complejo, y utiliza ejemplos de la tragedia griega para demostrar que una buena vida no se trata simplemente de jerarquizar correctamente el deber y luego observarlo como corresponde. La vida no está bien ordenada; es confusa y complicada, por lo que los deberes en conflicto son la condición natural. Nussbaum sostiene que, tal vez de forma contraintuitiva, asumir esos deberes en conflicto es precisamente lo que hace posible una buena vida.

En el *Agamenón* de Esquilo, por ejemplo, los dioses exigen que Agamenón sacrifique a su hija Ifigenia mientras conduce a sus soldados a la guerra para asegurarle un paso seguro. Agamenón se debate entre los deberes en conflicto con los dioses, con su ejército y con su hija. Si se niega a sacrificar a su hija, muchos morirán, incluida su hija. Agamenón se lamenta:

Penoso es mi destino si desobedezco, pero penoso también si doy muerte a mi hija, orgullo de la casa, mancillando ante el altar mis manos paternas con arroyos de sangre virginal. ¿Cuál de las dos acciones está libre de mal?<sup>[12]</sup>

La importancia de la lucha entre deberes en conflicto también es evidente en el Bhagavad Gita, un texto central del hinduismo. Esta historia se centra en el guerrero Arjuna, quien combate en el campo de batalla cuando descubre que está a punto de matar a muchos miembros de su familia que pelean del otro lado. Así como el Coro aconseja a Agamenón que actúe con rapidez, Krishna le aconseja a Arjuna que cumpla con el deber de luchar contra su familia a pesar de las obligaciones en conflicto, o, como lo parafraseó de manera notable T. S. Eliot: «No adiós, sino adelante, viajeros» («*Not fare well, fare forward, voyagers*»<sup>[13]</sup>). Agamenón mata a su hija y Arjuna inicia la batalla contra su familia. Nussbaum señala cómo las circunstancias trágicas de estos deberes en conflicto son la naturaleza de nuestras vidas y se resiste a la idea de que Agamenón o Arjuna podrían haber consultado una jerarquía de deberes para afrontar mejor la situación.

¿Cómo pueden estas historias dramáticas y al parecer descomunales relacionarse con nuestras vidas hoy en día? En una entrevista de 1988 con Bill Moyers, Nussbaum hace una analogía entre las tragedias griegas y sus propias batallas como madre trabajadora. En lugar de recurrir a recetas fáciles de «hazte valer» o «trata de tenerlo todo», Nussbaum reconoce la tensión fundamental entre estas obligaciones en conflicto y asume la lucha constante entre ellas. Esa lucha la considera un reflejo de la vida plena y rica que lleva. Para Nussbaum, sentir con intensidad la confusión de las obligaciones en conflicto es la esencia de la buena vida. En *La fragilidad del bien* dice: «Entre más rica es mi representación del valor, más me abro a tal posibilidad [de obligaciones en conflicto]; sin embargo, una vida diseñada para protegerse de esta posibilidad puede resultar empobrecida»<sup>[14]</sup>.

También puede verse una parte de esta enseñanza en la historia de la bancarrota de American Airlines. El 29 de noviembre de 2011 (el día en que se presentó la declaración), el precio de las acciones de American Airlines disminuyó 80 %, hasta 26 centavos de dólar, y muchos tenedores de bonos sufrieron pérdidas significativas. En realidad, todo 2011 había

sido problemático. Ese año el precio de las acciones comenzó en 7.76 dólares y ya había caído a 1.25 *antes* de la declaración. Mientras Arpey se resistía a declarar la bancarrota, surgieron varias amenazas para American: los proyectos para renovar la antigua flota de American encontraron dificultades pues los fabricantes de aviones tenían dudas de que la aerolínea sobreviviera lo suficiente para pagar los aviones; las aerolíneas asociadas comenzaron a cuestionar los acuerdos de código compartido que tenían con American; corrieron rumores de que los pilotos iniciarían una jubilación masiva con el fin de garantizar los pagos de pensiones para personas mayores como cuando American todavía era solvente; y además había dudas de que las compañías de tarjetas de crédito estuvieran dispuestas a seguir dando facilidades para pagar los boletos de American. Estos posibles escenarios eran la señal del final inminente de American, dado lo perjudicial que sería su impacto.

De hecho, muchos afirmaban que la resistencia de Arpey a la bancarrota ponía a la empresa bajo un riesgo mayor, y que debía haberse declarado la bancarrota mucho antes para permitir que American tuviera más oportunidades de supervivencia a largo plazo. De forma interna, los subordinados de Arpey se referían a sus estrategias antes de la quiebra como «estrategias de postergación» que se regían por «el arte de lo que pensábamos que era posible, no de lo que pensábamos que era necesario»<sup>[15]</sup>.

El desarrollo real de la bancarrota fue sorprendente. Al oler la sangre en el agua, el CEO de US Airways, una aerolínea considerablemente más pequeña, propuso una fusión de iguales para aprovechar la debilidad de American. Horton, el CEO que sucedió a Arpey, rechazó a US Airways, dado el tamaño mucho mayor de American. Horton se apresuró a cambiar los reglamentos laborales y a renegociar con los trabajadores para reducir el costo de operación de American en «asiento/milla» (la cantidad que American gasta en operación por cada milla que recorre un pasajero), de 4.25 dólares, más cerca de donde estaban las otras aerolíneas principales, a 3.50. Las pensiones se diluyeron.

Enojados a causa de estos movimientos que suscitó la declaración de bancarrota, y buscando una mayor fuerza de negociación, los sindicatos de



American negociaron en secreto directamente con el CEO de US Airways para planear una fusión. Cuando el CEO de US Airways reveló esto, Horton regresó a la mesa de negociaciones y admitió que la fusión era inevitable. Las mejoras operativas en American durante 2012 —a partir de costos laborales más bajos, aviones más nuevos, alianzas renovadas y una ganancia inesperada por la caída de los precios del petróleo— le dieron a American mayor poder de negociación con US Airways. Cuando finalmente se anunció la fusión, American terminó con 72 % de la empresa integrada en lugar del 50 % que se había planteado al principio. Tras obtener autorización de los estatutos antimonopolio, American salió de la bancarrota el 9 de diciembre de 2013. Dado el encono que había entre Horton y los sindicatos, el CEO de US Airways se convirtió en el nuevo CEO de la nueva compañía. Horton había ocupado ese puesto durante poco más de dos años.

A fin de cuentas, las personas que compraron acciones y bonos de American cuando se declaró la bancarrota multiplicaron de cinco a diez veces su inversión en dos años. Los accionistas que no habían vendido rápidamente recuperaron todas sus pérdidas. Sin embargo, los trabajadores sacaron la peor parte: algunos cálculos estiman que American ahorró más de mil millones de dólares al año al renegociar los contratos laborales.

Hoy en día, American Airlines es la aerolínea más grande del mundo. En el momento de la declaración de bancarrota, American Airlines y US Airways (incluidas sus aerolíneas regionales) tenían en su nómina a 115 mil 530 personas, de las cuales 100 mil 896 eran trabajadores de tiempo completo. Para fines de 2015, American Airlines (incluidas las aerolíneas regionales) había crecido a 118 mil 831 empleados, de los cuales 102 mil 744 eran trabajadores de tiempo completo. En 2015, American Airlines reportó ganancias de más de 7 mil millones de dólares, una cifra que, según el CEO, fue la mayor ganancia reportada por una aerolínea.

¿Qué podemos aprender de esta trágica historia? ¿Y quién es el héroe? Mi exalumno Jim Dubela es un piloto veterano que lleva 25 años en American Airlines. En la actualidad, Dubela hace una reflexión sobre Horton y Arpey en estos términos:

Se ha hablado mucho sobre quién era en realidad el «chico bueno». Si eres alguien que perdió una gran parte de su pensión, es lógico estar del lado de Arpey. Sin embargo, como estudiante de negocios, siento que Arpey debería haber sido más pragmático... Horton vio lo que había que hacer y lo hizo. Como CEO tienes que ser enérgico y comunicar con claridad el plan de batalla. Es así o pierdes. Con la dirección de Arpey no había esfuerzos mancomunados. En realidad duele decir esto, porque respeto a Arpey. Mucho. En cuanto a Horton, su decisión funcionó, pero nunca pudo recuperar la confianza de sus empleados<sup>[16]</sup>.

¿Horton hizo lo correcto? ¿Y Arpey? ¿Y Agamenón?

¿Qué nos dicen acerca de cómo vivir una buena vida estos relatos trágicos sobre un patriota en bancarrota, una aerolínea en quiebra y un padre que sacrifica a su hija? Nussbaum sugiere que la lección no es eludir la lucha de los deberes en conflicto, sino asumirla. Cuando analiza *Hécuba* de Eurípides en la entrevista con Bill Moyers, hace una síntesis de lo que significa vivir una buena vida. La historia de Hécuba no es una historia en la que uno podría inspirarse. Hécuba sufre una tremenda desgracia — pierde a su esposo y pasa de ser reina a esclava— y reacciona con ecuanimidad ante su destino. Pero cuando descubre que su amigo el rey Poliméstor, a quien le encargó a su hijo, lo ha asesinado, se acaba toda ecuanimidad. Ella cobra venganza contra su amigo, lo apuñala en los ojos y mata a sus dos hijos. ¿Qué lección nos enseña este espantoso relato violento? Esto es lo que explica Nussbaum:

Creo que es bastante claro que esto no se debe a que sea una mala persona, sino a que, en cierto sentido, es una buena persona, pues ha tenido amistades profundas a las que ha entregado su vida moral. Y lo que dice de perturbador esta obra es que la condición de ser bueno es tal que siempre debería ser posible que algo que no pudiste evitar te destruya moralmente. Ser un buen ser humano es tener una especie de apertura al mundo, una capacidad de confiar en cosas inciertas más allá de tu propio control que puede llevarte a ser destrozado en circunstancias muy extremas, en circunstancias en las que no eres culpable. Y creo que eso nos dice algo muy importante sobre la condición de la vida ética. Que se basa en una confianza en lo incierto, en una voluntad de ser expuesto. Se basa en ser más como una planta que como una joya, algo bastante frágil, pero cuya belleza muy particular es inseparable de esa fragilidad<sup>[17]</sup>.

Todos somos criaturas frágiles, todos nos tambaleamos si estamos al borde de la bancarrota y lidiamos con los deberes en conflicto que surgen si nos preocupamos en serio por lo que sucede en nuestras vidas. Como sugirió el filósofo Charles Sanders Peirce, el error es rechazar la incertidumbre y dejar de preocuparse al grado de no ser consciente de esos deberes en conflicto.

Volviendo a American Airlines, Arpey parece haberse considerado a sí mismo una joya, decidido y con una confianza inquebrantable sobre cómo encarar el futuro, un kantiano de imperativos categóricos. No obstante, Nussbaum apunta que si bien lo absoluto parece atractivo, de hecho es una trampa que no nos permite reconocer los deberes en conflicto y afrontar las decisiones difíciles que se nos presentan. En ese sentido, Horton puede ser la planta que lucha contra todos estos deberes que compiten entre sí, pelea en el fango que supone un procedimiento de bancarrota, todo para encontrar la manera de superar los múltiples conflictos de una aerolínea en apuros. Tal vez Horton era el CEO que merecía más aquella columna de opinión del *New York Times* de la «batalla moral».

No pretendo recomendarte la bancarrota, ni decir que Horton es un modelo a seguir. Tampoco creo que Nussbaum recomendaría el camino de Hécuba. Pero Nussbaum sugiere que la tragedia puede ser una señal de haber intentado vivir una buena vida:

Constantemente debo elegir entre bienes en competencia y en apariencia inconmensurables, y esa circunstancia puede obligarme a asumir una posición en la que no puedo evitar equivocarme con algo o hacer algo incorrecto... considero que todo esto es no solo la materia de la tragedia, sino también de los hechos cotidianos de la razón práctica<sup>[18]</sup>.

De la misma manera, la bancarrota es un proceso que no se puede abordar con un esquema moral simple o un conjunto de reglas para tomar una decisión. Al contrario, es un proceso en el que se enfrentan deberes en grave conflicto, así como ocurre en la búsqueda de la buena vida.

POR QUÉ TODOS ODIAN LAS FINANZAS<sup>[1]</sup>

[vieja iglesia de Dane]

En este capítulo final me gustaría hacer una breve reflexión sobre los vínculos entre las finanzas y nuestra vida cotidiana, y plantear una pregunta un tanto diferente. Si las ideas financieras son tan nobles como las he esbozado, ¿por qué la percepción de las finanzas en el mundo tiende a ser tan unidimensional y negativa? O aún más, si las ideas financieras

son tan positivas para la vida, ¿por qué todos las odian? ¿Qué podemos hacer al respecto?

En una carta a su hija en 1935, el autor irlandés James Joyce le sugería leer una historia que consideraba «el cuento más grande de la literatura mundial»<sup>[2]</sup>. La recomendación de Joyce, uno de los grandes de esa literatura, era un cuento lleno de finanzas y de las ideas que hemos estado discutiendo. Y es un cuento que ilustra muy bien por qué todos odian las finanzas.

El cuento comienza con un campesino, Pajom, que expresa su descontento por las multas que siempre tiene que pagarle a la dueña de una finca cercana cuando algunos de sus animales de granja se meten en su propiedad de modo indebido. Cuando se sabe que la dueña de la finca venderá su gran propiedad, Pajom comienza a pensar en comprarle una fracción de su terreno para liberarse de la continua imposición de multas. Pero también es consciente de que no puede pagar mucho por una porción de cualquier tamaño.

¡Las finanzas al rescate! Ansioso por aprovechar la oportunidad y comprar una gran cantidad de tierra, Pajom pide prestadas grandes cantidades para financiar su compra, ofreciéndonos un gran ejemplo del poder del apalancamiento. La operación se pone en marcha cuando Pajom paga un depósito para garantizar el derecho a comprar la tierra y se asegura de contar con el financiamiento, al igual que hizo Tales hace más de dos milenios, cuando fue pionero en el uso de opciones para crear alternativas y hacer posible la asunción de riesgos. Pajom pide prestado más para comprar semillas y, después de una cosecha exitosa, logra pagar a todos sus acreedores, convirtiéndose en un «terrateniente en el sentido completo de la palabra»<sup>[3]</sup>. Pajom «exultaba alegría... Antes, cuando pasaba por aquellas tierras, le parecían como las demás; ahora se le antojaban completamente distintas»<sup>[4]</sup>.

El resto de la historia destila aún más finanzas. Hay ventas forzadas tras las quiebras de otros campesinos, discusiones sobre los riesgos que presenta cada cultivo, un ejemplo de la cobertura conjunta de riesgos por

medio de una comuna y más compras de tierras que requieren avalúos. De hecho, el cuento podría servir como un libro introductorio de finanzas.

Sin embargo, el campesino no está satisfecho. Como terrateniente, ahora impone multas a otros campesinos, creando conflictos y sintiéndose inquieto. Pajom se va a otra región donde hay más tierra disponible. Después de emplear una vez más con ingenio el apalancamiento para comprar otras tierras, «se puso muy contento; pero, cuando se acostumbró, también esa tierra le pareció poca»<sup>[5]</sup>.

Pajom conoce a un comerciante que le cuenta sobre una tierra lejana donde habita una tribu de bashkirios, quienes tienen tierras abundantes y fértiles y son personas muy inocentes. Pajom deja a su esposa y se dirige a esa región con muchos regalos para convencer a los bashkirios de que le den una gran cantidad de tierras. Se congancia con los bashkirios y luego se establece ahí para negociar una compra con uno de los ancianos de la tribu. Cuando Pajom le pregunta al anciano los precios de la tierra, el anciano responde: «Tenemos un solo precio: mil rublos por jornada»<sup>[6]</sup>. Pajom se desconcierta pues lo que esperaba era que le dijera un precio por acre. El anciano explica que Pajom puede tener, a cambio de mil rublos, tantas tierras como pueda recorrer en un día.

Pajom está encantado con la perspectiva de tantas tierras y acepta, aunque hay una advertencia importante. Si no regresa a su punto de partida antes del anochecer, perderá su dinero y no obtendrá ningún terreno. Después de una noche inquieta llena de pesadillas, se pone en marcha con los bashkirios y comienza a caminar al amanecer.

Aunque al inicio todo parece ir bien, muy pronto Pajom se embelesa con toda la tierra fértil que ve. Se agota bajo el sol ardiente y, cuando la luz del sol se desvanece, vuelve al punto de partida. Deshidratado, sin aliento y asustado, se obliga a ir más allá de su límite, llegando al punto de partida justo cuando el sol se está poniendo.

Y entonces, cae muerto.

La última línea de este cuento de Lev Tolstói responde a la pregunta que se plantea en el título, «¿Cuánta tierra necesita un hombre?».

«El trabajador de Pajom cogió el azadón, cavó una tumba lo suficientemente grande para alojar a su amo y lo enterró. Tres *arshines* de

la cabeza a los pies le bastaron»<sup>[7]</sup>.

Cuando inicia el relato, Tolstói revela más detalles que yo. El diablo, que visitó a Pajom en sueños, estaba detrás de todo. Al comienzo de la historia, Pajom le había dicho a su esposa: «¡Si tuviera suficiente tierra, no temería ni al mismo diablo!»<sup>[8]</sup>. Al oír esto, el diablo respondió: «Te daré mucha tierra y gracias a ella te tendré en mi poder»<sup>[9]</sup>. En estas primeras transacciones exitosas, el diablo siembra las semillas de la envidia y la codicia en Pajom y después observa cómo lo llevan bajo su dominio.

De hecho, muchos de nosotros hemos dicho lo mismo que dijo Pajom de una manera ligeramente diferente. Piensa en alguna variante de «si tan solo tuviéramos *tal* cantidad extra de dinero, podríamos hacer *tal* cosa». También surge en discusiones sobre «*el número*», un debate usual entre los financieros acerca de cuánto necesitan acumular para cumplir sus verdaderos sueños.

La historia del deseo insaciable en el cuento de Tolstói es un motivo cultural que se usa mucho en finanzas, lo cual aplica en especial a historias que son explícitamente sobre finanzas.

Mi novela favorita con un tema de finanzas es *El financiero*, de Theodore Dreiser, publicada en 1912. Dreiser, un antiguo periodista, creó a su personaje principal, Frank Algernon Cowperwood (el segundo nombre de Cowperwood es una referencia a las historias joviales e ingenuas de Horatio Alger) inspirado en los llamados *barones ladrones* (*robber barons*) y logró retratar todos los detalles financieros con precisión. Hijo de un banquero discreto, Cowperwood busca el sentido de la vida y se siente frustrado cuando su madre le dice que la historia del Jardín del Edén es la mejor fuente de sabiduría. Lo que le obsesiona es una escena de la que es testigo en un mercado de pescado. En un tanque, una langosta está comiendo con parsimonia un calamar mientras este lucha por vivir. El calamar finalmente muere, y para Cowperwood la escena lo sintetiza todo:

El incidente le causó una gran impresión. Respondía a grandes rasgos al enigma que lo había estado incordiando tanto en el pasado: «¿Cómo está organizada la vida?». Las cosas se alimentaban unas de otras para vivir, esa era la respuesta<sup>[10]</sup>.

A los trece años, Cowperwood asiste a una subasta, compra siete cajas de jabón por 32 dólares con dinero que no tiene, pero al final lo consigue con un préstamo de su padre; llega a la tienda de abarrotes de la familia y se los vende por un pagaré de 62 dólares. Luego usa ese pagaré para pagarle a su padre. Con un riesgo nulo y tras ganar 30 dólares en un día con apalancamiento, se engancha en el negocio. Las apuestas de Cowperwood son cada vez más grandes, y gana y pierde fortunas varias veces, algunas de ellas de forma ilegal. Queda atrapado en una «posición corta» en una operación bursátil, hace un mal uso de fondos públicos, va a la cárcel, y luego vuelve a hacer todo de nuevo. Las historias de su insaciable apetito por el dinero se entretajan con las historias de sus apetitos sexuales, las historias de adulterio y su interés por el arte. Dreiser completó la historia de Cowperwood en tres novelas, bautizadas, en caso de que hubiera alguna confusión, como *La trilogía del deseo*.

¿Qué intentaba comunicar Dreiser en *El financiero*? Las finanzas posteriores a la Guerra Civil le recordaban a la caída de Roma. Dreiser consideraba que la historia de Cowperwood, y las finanzas en general, evocaba

la extraña y contundente crueldad de la mente humana cuando se ha liberado de las viejas creencias e ilusiones, y no ha aceptado ninguna nueva. Entonces se produce una actividad mental estimulada por el deseo, la ambición, la vanidad, sin que exista ninguna de las virtudes prudentes que tendemos a admirar: compasión, ternura y juego limpio<sup>[11]</sup>.

Esta caracterización se parece mucho a la forma en que muchos perciben las finanzas hoy en día.

Hay una línea que conecta directamente a Cowperwood con el Gordon Gekko de *Wall Street*, el Patrick Bateman de *American Psycho*, de Bret Easton Ellis, y el Eric Packer de *Cosmópolis*, de Don DeLillo. Cowperwood es un personaje muy redondo con el que es fácil simpatizar. De forma gradual, los protagonistas financieros se volvieron menos comprensivos y realistas, y más macabros y robóticos. Pero la constante en todos estos personajes es el deseo ilimitado de algo más. Con cada nuevo retrato de este tipo, las finanzas alcanzan un nuevo mínimo. Esa caída en desgracia refleja el siempre creciente descontento hacia las



finanzas por parte de la sociedad. Más de la mitad de los estadounidenses hoy en día están convencidos de que Wall Street produce más daños que beneficios en la economía.

Y no debería sorprendernos la miserable reputación de las finanzas. Como Mark Twain y Philip Roth apuntaron, la realidad ofrece personajes aún más fantásticos de lo que un escritor de ficción puede imaginar. La versión más reciente y sofisticada del arquetipo financiero es el Martin Shkreli de la vida real. Hijo de migrantes albaneses, lanzó un fondo de cobertura, fue acusado de estafa financiera, dirigió una compañía farmacéutica, aumentó los precios de un medicamento para salvar vidas 5 mil %, invocó la Quinta Enmienda cuando lo llamaron a declarar ante el Congreso, compró en millones una edición única de un álbum de Wu-Tang Clan (y no lo quiere compartir), y transmitía en vivo su vida, que incluía el coqueteo con chicas menores de edad, todo a la edad de treinta y tres años. Con personajes financieros reales como este, ¿quién necesita ficción?

Dado que hoy en día la cuestión del deseo insaciable aparece en casi todas las descripciones de las finanzas, surge una pregunta: ¿el tema refleja una idea basada en las finanzas? Uno está tentado a suscribir que las finanzas son la búsqueda individual de más. Después de todo, cuando Gordon Gekko, de *Wall Street*, dice que «la codicia es buena», ¿no está en realidad planteando una idea clave de la economía: que la búsqueda del interés propio en algunos entornos puede conducir a buenos resultados?

De hecho, la idea esencial de las finanzas cuestiona la búsqueda de más. Es una idea tan básica que a menudo no se enseña y simplemente no se dice, como yo mismo lo he hecho hasta ahora.

Como hemos visto, las finanzas son ante todo la historia del riesgo y su omnipresencia. Los seguros y la gestión de riesgos (opciones y diversificación) son actividades que emprendemos para hacer frente al riesgo. Los costos de capital y los dividendos esperados reflejan cuánto cobramos por los riesgos que nos piden que asumamos. En el fondo, sin embargo, hay una idea de que el riesgo no es algo que nos guste asumir. Es por eso que nos encargamos de la gestión de riesgos y les cobramos a las

personas cuando asumimos riesgos. Si fuéramos indiferentes al riesgo, una buena parte de las finanzas colapsaría. Los seguros y la gestión de riesgos serían innecesarios y no cobraríamos en absoluto por el riesgo.

¿De dónde surge nuestra aversión al riesgo? Una forma de entender esto es repasando las conexiones entre las finanzas y los juegos de azar. ¿Aceptarías la siguiente apuesta? «Voy a lanzar una moneda al aire. Si cae cara, te doy mil dólares, y si cae cruz, me das mil dólares». Dado que cara y cruz son igualmente probables, tu beneficio esperado es cero.

Entonces, ¿aceptas? ¿Tu respuesta sería diferente si fueran 100 mil dólares? ¿Diez? Si fueras indiferente al riesgo, aceptarías la apuesta con gusto. Si te encantara el riesgo, en realidad pagarías por participar en la apuesta, ya que eso te daría algún beneficio al inducir la incertidumbre. Y si fueras adverso al riesgo, te tendrían que pagar para aceptar la apuesta. ¿Cómo te pagan? Al hacer que el beneficio de ganar sea mayor al costo de perder, tu utilidad esperada sería más que cero. Te pagan por aceptar la apuesta.

Existen muchas controversias sobre este tipo de experimentos mentales, incluida la cuestión de si la industria del juego es un indicador de que debe haber personas a las que les encanta el riesgo. Pero la aversión al riesgo y ponerle precio al riesgo reflejan la percepción de que a la mayoría de nosotros nos tendrían que pagar para aceptar esa apuesta. Y las finanzas se basan en gran medida en esa idea de aversión al riesgo. Sin ella, una vez más, los seguros no tendrían necesidad de existir.

Pero ¿qué nos dice esa aversión al riesgo sobre nuestras preferencias básicas? ¿Qué dice de nosotros que sea más costoso perder mil dólares que valioso ganar mil dólares? Preferimos no perder dólares cuando somos pobres que ganar dólares cuando somos ricos, y la aversión al riesgo demuestra el hecho de que esos dólares no valen lo mismo para cada uno. Perder un dólar cuando somos más pobres es más doloroso que ganar un dólar cuando somos más ricos. Dicho de otra manera, cada dólar incremental de riqueza que ganamos vale cada vez menos para nosotros. De manera más formal, eso se llama «utilidad marginal decreciente de la riqueza».

Una vez más, hay salvedades: de hecho, gran parte de las finanzas conductuales tratan de rectificar esta idea e integrar en su análisis, por ejemplo, respuestas particulares a las pérdidas.

Con todo, una de las ideas que subyace a las finanzas es que la búsqueda de más producirá cada vez menos. Y cualquier otra expectativa que no sea esa no es consistente con las ideas financieras. El juego de la acumulación lo dejará a uno menos y menos satisfecho a medida que gana más y más. Buscar siempre una mayor satisfacción por medio de la acumulación es una locura. Esa es la idea fundamental de las finanzas. Y es por completo opuesta a cómo se comportan muchas veces los financieros y cómo los perciben a ellos.

¿Por qué, entonces, esta idea de las finanzas se pierde entre los profesionales, como lo percibe gran parte del mundo? Para mí esa es la gran pregunta, y no tengo una respuesta, al menos no exhaustiva.

Una respuesta demasiado simple es que nadie entiende las finanzas. En realidad es una profesión noble en la que las personas se conducen de acuerdo con ideales respetables, pero las difaman. La calumnia refleja un prejuicio ancestral —que se remonta a la opinión de Sócrates sobre el dinero como algo estéril— contra las actividades que no producen bienes tangibles. La demonización de las finanzas ha estado con nosotros desde siempre y refleja ese prejuicio desinformado.

Otra respuesta demasiado simple es que las finanzas atraen a las personas que son unidimensionales y que tienen profundos deseos insaciables. La práctica de las finanzas no es mala. Simplemente atrae a una parte desproporcionada de ovejas negras.

Creo que hay algo de verdad en esas posibilidades, y desearía que ahí se acabara la historia.

Pero me temo que no es el caso. Creo que las finanzas pueden generar un deseo insaciable en las personas que se aventuran en ese ámbito. Creo que todos somos susceptibles a vivir las experiencias de Pajom y Cowperwood. Éxitos descomunales alimentados por el apalancamiento crean una enorme riqueza demasiado rápido, al igual que ocurre con

Pajom y Cowperwood. La cuestión es cómo darle sentido a ese éxito. La tendencia humana, bien documentada por los psicólogos, es atribuírselo a uno mismo y no a la circunstancia. Las personas perciben con más naturalidad que sus éxitos se deben a sus habilidades y no a un golpe de suerte. Los llamados errores de atribución ocurren en todas partes de la vida.

Pero el alcance y la magnitud de esos errores son más grandes en el ámbito de las finanzas que en cualquier otro. Los financieros reciben retroalimentación continua sobre sus decisiones por parte del mercado. Y esas decisiones dan resultados muy buenos o muy malos. De inmediato se asume que los malos resultados derivan de factores externos, mientras que los buenos resultados son obra de las acciones propias. Y es factible seguir ese patrón de autoengaño durante años. De hecho, uno *necesita* subsistir en ese esquema para preservar la confianza y tener éxito en las finanzas. De lo contrario, resulta demasiado humillante. Mis amigos más exitosos en finanzas nunca hablan mucho de sus inversiones que están perdiendo.

La frecuencia y la magnitud de los errores de atribución diferencian a las finanzas de casi todos los demás ámbitos. En los negocios —la ley, la enseñanza y la medicina, con la excepción de la cirugía—, nos enfrentamos con la medida de nuestro éxito o fracaso solo después de meses y años. En el terreno financiero, en particular el de los inversionistas, estas atribuciones pueden suceder todos los días, de manera perfectamente cuantificable, y generalmente con cantidades que son mucho más grandes de lo que asimilaría cualquier individuo. Además, la «disciplina del mercado» envuelve a las finanzas en una neblina meritocrática. Los inversionistas consideran que sus resultados reflejan su capacidad, dado el mercado caótico y competitivo en el que trabajan, en lugar de reconocer el papel dominante del azar. En definitiva, todos esos errores de atribución derivan en personas exitosas que pueden desarrollar egos y apetitos extremadamente grandes.

Por supuesto, no todos pasan por esta transformación en el mundo de las finanzas, donde hay muchas personas maravillosas y humildes, y hay algunas personas que son realmente hábiles. Pero hay suficientes Cowperwoods y Pajoms reales para que se cree el estereotipo. Los

mercados financieros pueden incluso permitir que ese modelo se extienda a otras partes de la economía. Piensa en el empresario de Silicon Valley que se cree el revuelo de las valoraciones que aumentan de forma constante. Los mercados financieros, con su semblante de precisión cuantitativa, producen el deseo de vincular nuestros resultados con nuestras capacidades.

Piensa por un momento en esta teoría estúpida de las finanzas. No son las finanzas las que son malas. Las personas a las que atraen las finanzas no son malas. Es solo que las finanzas alimentan el ego y la ambición de una manera inusualmente poderosa.

Si ese es el caso, entonces la verdadera pregunta es: ¿cómo nos protegemos del peculiar riesgo personal que ocasiona una carrera en el ámbito financiero? Creo que la mejor forma de asegurarnos contra ese riesgo es por medio de ejercicios —y del Ejercicio— de la imaginación, tal como lo sugirió Wallace Stevens. Encontrar narrativas que nos permitan apegarnos a lo valioso de las finanzas puede aislarnos de los circuitos de retroalimentación que alimentan los errores de atribución, y tal vez nos ayude a evitar convertirnos en caricaturas como las de las definiciones de las finanzas más comunes y desalentadoras.

Entonces, ¿nos quedamos solo con un puñado de antihéroes en las finanzas? ¿Las únicas historias que podemos contar en las finanzas son relatos de carácter preventivo sobre los deseos insaciables? ¿Todo se reduce a Pajoms, Cowperwoods, Packers y Shkrelis? ¿Puede algún autor encontrar la forma de presentar a un personaje que utilice las finanzas con destreza y no solo para su beneficio, un personaje que comunique, en su actuar, la sabiduría de las finanzas?

Por fortuna, hay un ejemplo extraordinario de un personaje que hace justamente eso. El personaje no es un héroe sino una heroína, creado por Willa Cather.

*Pioneros*, donde Cather presenta el retrato de Alexandra Bergson, es una historia que debería incluirse en todos los libros de texto de finanzas. Alexandra pertenece a una primera generación de migrantes suecos que

viven en las llanuras de Nebraska, encargada de una granja familiar y tres hermanos más jóvenes a principios del siglo pasado. Ella es una financiera modelo que emplea muchas de las lecciones de las finanzas sin caer en las trampas en las que tropiezan los antihéroes.

Piensa en Alexandra: justo cuando sus hermanos la exhortan a vender sus tierras a precios bajísimos durante una crisis, ella propone un plan para impulsar a su familia a dejar de ser agricultores en dificultades y volverse propietarios de tierras independientes mediante el uso de apalancamiento, ir a contracorriente y comprar los terrenos más cercanos. Sus hermanos piensan que está loca, ya que Alexandra pretende vender su ganado y pedir prestado lo que pueda para «recaudar todos los dólares que podamos y comprar todos los acres que podamos»<sup>[12]</sup>. Su complejo plan de financiamiento, que consiste en hipotecar su propiedad, incluye un plan de pagos de la deuda que solo funcionará si acierta respecto a los precios futuros de la tierra.

¿Cómo sabe Alexandra que funcionará? ¿Cómo evalúa los riesgos? Con un muestreo. Ella y su hermano menor, Emil, hacen un viaje para explorar todos los condados vecinos.

Alexandra habló con los hombres sobre sus cosechas y con las mujeres sobre sus aves de corral. Se pasó un día entero con un joven granjero que había estudiado fuera y que estaba experimentando con un nuevo tipo de trébol. Aprendió mucho<sup>[13]</sup>.

Así descubre el valor de opción en las tierras cercanas. Otras propiedades tienen un riesgo limitado y un rendimiento limitado. «Ahí abajo tienen una cierta seguridad, las grandes oportunidades están arriba»<sup>[14]</sup>. Alexandra ve los beneficios en una especie de opción, con pocas desventajas y muchas ventajas.

Su hermano Lou cuestiona la certeza de su predicción: «Pero ¿cómo *sabes* que la tierra subirá lo bastante para pagar las hipotecas?»<sup>[15]</sup> Alexandra sabe que el riesgo es inextricable y responde: «*Lo sé*, eso es todo. Uno nota que va a llegar cuando recorre estas tierras»<sup>[16]</sup>. La experiencia y la imaginación le permiten afrontar la incertidumbre. Después de que su plan resulta exitoso, Carl, de quien ella está enamorada y cuya familia se fue de ahí en vez de asumir el mismo riesgo, dice:

«Jamás hubiera creído que fuera posible. Mis propios ojos, mi imaginación, se han desengañado»<sup>[17]</sup>.

Ella valora mucho la diversificación y consulta a Ivar —un hombre mayor con ideas y actitudes poco ortodoxas a quienes todos ridiculizan—, pues aprecia su inusual perspectiva sobre la agricultura.

Cuando se enfrenta a los puntos de vista opuestos de su hermano Lou, Alexandra responde: «Lou y yo tenemos ideas diferentes sobre la alimentación del ganado, y eso es bueno. Lo malo es que todos los miembros de una familia piensen igual»<sup>[18]</sup>. Las diferencias y la diversidad de puntos de vista no debilitan su vida ni a su familia, al contrario, permiten que se fortalezcan.

Después de conseguir el éxito, Alexandra reparte la tierra entre sus hermanos, pero ellos reclaman que la riqueza que se produjo después de esa división también les pertenece. Tratan de intimidarla y le dicen que tiene que ver las cosas en retrospectiva:

Todo lo que has ganado procede de la tierra original por la que trabajamos nosotros, los hombres [...] Las tierras de una familia pertenecen en realidad a los hombres de la familia, sea cual sea el título de propiedad. Si algo sale mal, es a los hombres a quienes se considera responsables<sup>[19]</sup>.

Alexandra rebate esa lógica del pasado que insiste en el lado negativo del riesgo y defiende las ganancias que ella misma ha generado tras la división de la tierra. Ella está convencida de todo lo que ha hecho para darle valor a la tierra y resiste las amenazas de sus hermanos.

Los hermanos mayores, quienes claramente no son los favoritos de Cather, adquieren hábitos burgueses de consumo, pero al mismo tiempo están en contra de las finanzas. Lou le dice a Carl: «Si tuvieran agallas se juntarían todos para marchar contra Wall Street y volarlo»<sup>[20]</sup>. ¡Como el movimiento Occupy! Carl responde: «Sería malgastar la pólvora. El mismo negocio seguiría en otra calle»<sup>[21]</sup>. Cather escribe en medio de un gran momento progresista y no pinta las finanzas como el enemigo.

Cuando Carl le pide a Alexandra que le explique cómo obtuvo tanto éxito, ella no se lo atribuye a sí misma:

Ninguno de nosotros ha tenido mucho que ver con ello, Carl. Lo hizo todo la tierra. Fue su pequeña broma. Fingió ser pobre porque nadie sabía cómo trabajarla bien, y luego, de repente, se trabajó sola, y era tan grande, tan rica, que de pronto descubrimos que éramos ricos solo por quedarnos sentados y quietos<sup>[22]</sup>.

Ella sabe que la suerte puede explicar su éxito tanto como cualquier noción de habilidad.

¿Cómo responde Alexandra a su éxito? Mientras que sus hermanos hacen compras aparatosas que incluyen tinas sofisticadas, ella conserva su hogar, la granja más rica de la zona, «curiosamente inacabada y desigual en su comodidad»<sup>[23]</sup>.

¿Y de qué sirven todos los esfuerzos de Alexandra? Cuando finalmente se compromete con Carl, dice: «No necesito dinero. Pero te he necesitado a ti durante muchos años»<sup>[24]</sup>. Su logro más significativo no es su riqueza o estatus, su mayor felicidad es que su hermano menor vaya a la universidad a estudiar derecho, porque «eso es para lo que había trabajado»<sup>[25]</sup>.

Después de que su vecino mata por error a la mejor amiga de Alexandra y a su amado hermano Emil, Alexandra queda destrozada pero no siente deseos de venganza. En cambio, siente compasión por el asesino. «Se encontraba en una tierra extranjera, sin amigos ni parientes, y en un momento había arruinado su vida»<sup>[26]</sup>. Alexandra le jura: «No pararé hasta conseguir que te indulten»<sup>[27]</sup>. A pesar de su tremenda pérdida emocional, ella perdona a su vecino e intenta empezar de nuevo después de su catastrófico error.

Finalmente, mientras Alexandra piensa qué hacer con su tierra y el legado de su éxito cuando ya no esté, considera la posibilidad de darles sus bienes a sus sobrinas y sobrinos.

Suponiendo que deje mis tierras en herencia a sus hijos, ¿qué diferencia habría? La tierra pertenece al futuro, Carl; así es como yo lo veo. ¿Cuántos de los nombres que aparecen ahora en las hojas de registro del condado estarán allí dentro de cincuenta años? Lo mismo daría que intentara dejar en herencia ese ocaso a los hijos de mis hermanos. Nosotros venimos y nos vamos, pero la tierra siempre está aquí. Y las personas que la aman y la comprenden son las personas a las que pertenece... durante un tiempo<sup>[28]</sup>.



Se ve a sí misma como una administradora, un eslabón de una cadena continua, encargada de cuidar los recursos.

Alexandra Bergson es nuestra máxima heroína financiera. Es una experta en riesgos que sabe cómo evaluarlos a partir de la experiencia y la imaginación y cómo utilizar el apalancamiento para cambiar la vida de las personas que ama. Aprecia la diversificación y distingue el valor de opción, pero no duda en tomar la gran decisión. Sabe cómo se crea el valor y sabe que, en última instancia, solo es una administradora del capital que se le confía. Siempre está dispuesta a perdonar a los que fracasan en su entorno, y sabe que el éxito no puede atribuirlo a sus habilidades. No es adicta al riesgo y no desarrolla deseos insaciables. Se dedica en cuerpo y alma a sus relaciones más íntimas con amigos cercanos y familiares. Es todo lo que Cowperwood, Bateman, Packer y Shkreli no son.

Si te diriges hacia la Biblioteca Pública de Nueva York desde la calle 41 (también conocida como Library Way), tendrás una excelente perspectiva de esa majestuosa estructura. Si te detienes un momento y ves hacia abajo en el piso, verás noventa y seis placas que Gregg LeFevre esculpió con citas literarias de autores de todo el mundo. Ahí están Willa Cather y los *Pioneros*.

La cita es del Carl de Alexandra, quien en cierto momento nostálgico dice:

Solo hay dos o tres historias humanas, y se repiten una y otra vez con tanta intensidad como si no hubiera ocurrido nunca antes; son como las alondras de este país, han estado cantando las mismas cinco notas durante miles de años<sup>[29]</sup>.

En su representación de la cita, LeFevre repite la cita una y otra vez, lo que apuntala el sentimiento de Cather.

Para Cather, a la larga hay solo unas cuantas historias que todas nuestras vidas terminan imitando. Algunas de ellas, como hemos visto, son relatos de acumulación hueca y deseo insaciable. Algunas son historias de coraje y trabajo perseverante. Depende de nosotros elegir con sabiduría. Te recomiendo la historia de Alexandra Bergson.

## EPÍLOGO<sup>[1]</sup>

En casi todos los aspectos, C. P. Snow fue un auténtico renacentista. Formado como químico físico, fue profesor de química en el Christ College de la Universidad de Cambridge. Se desempeñó como secretario parlamentario en la Cámara de los Lores y ocupó diversos cargos en la administración pública. Escribió una biografía de Anthony Trollope, una novela de misterio y una serie de novelas sobre la vida académica. Fue nominado al Premio Booker. Su trabajo no fue el resultado de una mala vida.

Snow es más conocido por un breve ensayo que surgió de una conferencia que dio en 1959. En «Las dos culturas», Snow criticaba la división de los intelectuales en dos facciones enfrentadas: intelectuales literarios y científicos, una división que su propia vida refutaba. Los científicos han llegado a creer que

la literatura de la cultura tradicional no [es] relevante para sus intereses. Desde luego, están absolutamente equivocados. Como consecuencia, su comprensión imaginativa es menor de lo que podría ser. Se empobrecen a sí mismos<sup>[2]</sup>.

Y los intelectuales literarios ignoraron a propósito las ciencias naturales, viendo en ellas disciplinas pedestres carentes de una visión unificadora real. Según Snow, que un científico no conociera a Shakespeare no era menos criminal que un intelectual literario desconociera la segunda ley de la termodinámica.

Para Snow, «esta polarización representa una pura pérdida para todos nosotros. Para nosotros como personas y para nuestra sociedad»<sup>[3]</sup>. ¿Por qué Snow veía un riesgo muy grande? Snow creía que

en el centro del pensamiento y la creación, estamos dejando que algunas de nuestras mejores posibilidades se escapen sin hacer nada. El punto de choque de dos materias, dos disciplinas, dos culturas —dos galaxias, según van las cosas—, debería producir oportunidades creativas. Las ha habido en la historia de la actividad mental, y de ellas surgieron algunos de los adelantos decisivos<sup>[4]</sup>.

Snow va incluso más allá, motivado por las preocupaciones apocalípticas de la Guerra Fría. Dada la guerra con los rusos, debe consumarse la unión de las dos culturas

en consideración a la vida intelectual, en consideración al peligro especial que corre este país, en consideración a la sociedad occidental que vive precariamente rica entre los pobres, en consideración a los pobres que no tienen por qué serlo si hay inteligencia en el mundo<sup>[5]</sup>.

En resumen, «cuando ambos sentidos [el intelectual y el práctico] se desarrollen por separado, no habrá sociedad que pueda pensar con sabiduría»<sup>[6]</sup>.

La brecha que existe entre las finanzas y las humanidades de hoy seguramente no conducirá a la decadencia y la caída de la civilización. No puedo coincidir por completo con la indignación y la visión apocalíptica de Snow. Pero me parecen claras las oportunidades perdidas que ha tenido la sabiduría.

En mi vida me encuentro con ese abismo casi todos los días cuando cruzo el río Charles en Cambridge. En un lado del río, doy clases en la Escuela de Negocios de Harvard, donde alumnos maravillosos y profesores tratan de entender el mundo del comercio, pero a veces se muestran impacientes con las clases que no se traducen fácilmente en consejos prácticos. En consecuencia, dudan del valor de lo que ofrece el otro lado del río.

Cuando cruzo el río Charles para enseñar en la Facultad de Derecho de Harvard, recorro una universidad que puede ser muy escéptica de los negocios, los círculos académicos de negocios y la injerencia del conocimiento práctico. Cuando presenté un curso en HBS para estudiantes universitarios e intenté incluirlo en el plan de estudios básico de Harvard College, la presencia de estudios de casos que describían escenarios de negocios se consideró en un principio inconsistente con una educación en

artes liberales, precisamente debido a sus dimensiones prácticas. El sentido común prevaleció, pero me dio una idea de la naturaleza de esa brecha.

Las consecuencias de esa brecha existen más allá de nuestras universidades. Las finanzas han sacudido la economía una y otra vez, y hay un tremendo escepticismo acerca de su valor. De hecho, se ha puesto de moda ridiculizar el valor de las finanzas en los círculos intelectuales, las campañas políticas e incluso entre los empresarios. Todo esto estaría bien si ese escepticismo no se construyera en gran parte sobre un edificio de concepciones desinformadas de lo que las finanzas son en realidad.

De manera similar, las finanzas, en la academia y en la práctica, se han vuelto más especializadas, menos fáciles de entender y más alejadas de las vidas de las personas. Amenazados por el escepticismo en la sociedad actual, los profesionales financieros están de espaldas contra el muro y responden con ideas tontas como que las finanzas son «obra de Dios». Si somos francos, hay muchas fallas en las finanzas, pero el abismo actual solo augura argumentos mal planteados que pretenden subsanar las finanzas.

Cuarenta años después de la conferencia de Snow, E. O. Wilson formuló una propuesta. En *Consilience*, Wilson resume su proyecto nada menos que en la unidad de todo el conocimiento, abordando en específico el problema que Snow había identificado. Wilson encuentra las primeras huellas de su proyecto en el «hechizo jónico»<sup>[7]</sup>, la idea de que el funcionamiento del mundo puede explicarse por medio de unas cuantas leyes. ¿A quién le atribuyó Wilson esa idea? La fuente original no es otra que Tales de Mileto, nuestro innovador en opciones de valores y derivados. Quizás todo esté conectado.

Wilson explica su tentativa para rectificar el problema que identificó Snow:

Solo hay una manera de unir las grandes ramas del saber y terminar con las guerras de la cultura. Se trata de ver la frontera entre las culturas científica y literaria no como una línea territorial, sino como un terreno amplio y en gran parte inexplorado, que espera el acceso cooperativo desde ambos lados. Los malos entendidos surgen de la ignorancia del terreno, no de una diferencia fundamental en la mentalidad<sup>[8]</sup>.

¿Cuál fue el objetivo de este esfuerzo? Para Wilson, este terreno prometía «la elegancia, la belleza y el poder de nuestras ideas compartidas y, en el mejor espíritu del pragmatismo filosófico, la sabiduría de nuestra conducta»<sup>[9]</sup>.

No podría sostener ninguna teoría unificada de nada. Tampoco puedo asumir que gozo de esa sabiduría. Pero puedo hacerte la invitación a cruzar el terreno entre las finanzas y las humanidades para cultivar tu propia sabiduría. Si has llegado hasta aquí, ya estás en ese camino. Las referencias y los recursos están diseñados como combustible para tus futuras expediciones. Buen viaje.

## AGRADECIMIENTOS

Estoy profundamente agradecido con todas las personas que apoyaron este proyecto. Tim Sullivan y mi agente, Jay Mandel, me iniciaron en los caminos de la industria editorial y me brindaron asesoría constante y acertada a lo largo de este proceso. Lo más importante es que Jay me presentó a mi editor, Rick Wolff, quien ha sido un guía increíblemente juicioso, alentador y comprensivo durante este proceso. Rick es una combinación perfecta de sabiduría paternal, retroalimentación minuciosa y un pensamiento riguroso orientado a las fechas de entrega. Mi más profundo agradecimiento a todo el equipo de Houghton Mifflin Harcourt, en especial a Rosemary McGuinness y Adriana Cloud, cuya paciencia debo haber agotado muchas veces. Alexandra Kesick, Zach Markovich y Rohan Reddy me brindaron una excelente asistencia en la investigación mientras preparaba el manuscrito. Zoe Dabbs hizo todo lo posible para ayudarme a terminar el manuscrito.

Las largas llamadas telefónicas con Amanda Irwin Wilkins transformaron este libro y mis puntos de vista sobre la lectura y la escritura. Joshua Margolis me dio el impulso inicial para explorar estas ideas, me apoyó y me hizo comentarios a lo largo del camino. Varias comidas prolongadas con Joshua Rothman me inspiraron y me abrieron el mundo de la narrativa. Mis intercambios con Amanda, Joshua y Joshua fueron cruciales en la transformación de este proyecto de una conferencia en un libro.

Muchos colegas apoyaron con generosidad esta iniciativa, pero Lynn Paine, Cynthia Montgomery, Nien-He Hsieh, Jan Rivkin, Vicki Good, Al Warren, James Zeitler, Bharat Anand, David Ager, David Garvin, Stephen Greenblatt, Tom Nicholas, Clayton Rose, Willy Shih, Lauren Cohen,

Walter Friedman, Laura Linard, Scott Westfahl, Louis Menand, Kristin Mugford, Bharat Anand, Felix Oberholzer Gee y Erik Stafford merecen una mención especial. Dean Nitin Nohria ha respaldado durante mucho tiempo mis proyectos y fue particularmente generoso con su tiempo y entusiasmo en este libro. La División de Investigación de HBS me ayudó a desarrollar este libro de manera inestimable.

Mis colegas en la Unidad de Finanzas de HBS han influido en mi forma de pensar, desde seminarios hasta grupos de enseñanza, y estoy muy agradecido con todos ellos. Tuve la fortuna de iniciarme en las finanzas con un notable grupo de maestros, entre ellos Michael Edelson, Scott Mason, Dwight Crane, Andre Perold, Peter Tufano, John Campbell, Oliver Hart y Andrei Shleifer. Mis mentores académicos, Marty Feldstein, Michael Graetz, James R. Hines Jr. y Andrei Shleifer han sido modelos persistentes de integridad académica y empeño.

He tenido increíbles oportunidades de convivir con muchos estudiantes de licenciatura, maestría, doctorado, doctorado en jurisprudencia y formación ejecutiva. Este libro es el resultado directo de lo que ellos me han enseñado sobre estas ideas y sobre la enseñanza. Los primeros alumnos que tuvieron acceso a este trabajo me pidieron que lo convirtiera en libro, así que estoy particularmente agradecido con la generación de MBA de Harvard 2015 (en especial con Parasvil Patel) y con los estudiantes de formación ejecutiva del Programa de Administración General 18. Muchos grupos de estudiantes diferentes escucharon las primeras versiones de esta charla, y estoy muy agradecido por todos los comentarios que me hicieron. Dos exalumnas, Lea Carpenter y Gayle Tzemach Lemmon, fueron muy generosas con su tiempo para este proyecto en particular. Las valiosas conversaciones que tuve con Laura Amelio, Dan McGinn, Karen Dillon, Rachel Sherman, Sid Shenai, Richard Tedlow, Stephen Turban, Sujoy Jaswa, Paul Cooke, Adi Ignatius, Vikram Gandhi, Alan Jones, Elyse Cheney, James Dubela, Robert Pinsky, Gretchen Rubin, Brian Misamore, Mark Veblen, Rimjhim Dey, Cassie Wang, David Reading, Hirsh Jain, Jonathan Slifkin, Geoffrey Kristof, Evan Hahn, Christian Liu, Adrienne Propp y Henry Cousins aparecen de una u otra forma en este libro.

Reuben Silvers, Alan Lui y Joshua Margolis se portaron como grandes amigos cuando más de una vez dudé del proyecto. Mi madre y mi difunto padre siguen siendo, como siempre, modelos inspiradores de inteligencia, curiosidad, trabajo perseverante y cariño. Mi hermano Hemen y mi hermana Deepa siempre han estado ahí de innumerables maneras, y su apoyo significa todo para mí. La familia de mi hermano, la familia de mi hermana, la familia de mi esposa y mi familia extensa me brindaron un tremendo apoyo. Vikram Desai, Haresh Desai y Hemal Shroff fueron especialmente alentadores.

Mia Desai, Ila Desai y Parvati Desai (mis valores terminales) fueron comprensivas más allá de cualquier expectativa razonable, y su alegre energía e infinito afecto impulsaron mis esfuerzos. Teena Shetty me brindó el apoyo y el aliento que me permitieron emprender este proyecto, y mucho más. Su amor y cariño me dan toda la seguridad que puedo esperar.





MIHIR A. DESAI nació el 9 de julio de 1967 en India y se crio en Hong Kong y Nueva Jersey. Como profesor de Harvard Business School y Harvard Law School, Desai enseña finanzas, impuestos, negocios y ha desarrollado un curso de finanzas en línea.

## Notas

De las principales obras literarias y ensayísticas que usa el autor se incluyen traducciones al español entre corchetes. Las páginas que se consignan en las citas textuales corresponden a las fuentes originales. (*N. del. t.*).

[1] Al escribir este libro, reprimí una serie de instintos académicos. Lo más importante es que sacrifiqué la atribución precisa y la cita de las fuentes en el texto para facilitar la lectura.

En estas referencias, intento resarcirlo. Para cada capítulo, agrupé un comentario de fuentes específicas de las diversas secciones, recomendaciones de lecturas complementarias y referencias específicas de citas textuales. Las fuentes de cada capítulo están organizadas en su orden de aparición. Las sugerencias de lecturas complementarias tienen la intención de guiar a los lectores interesados hacia las fuentes originales o hacia textos que abordan estas ideas de forma accesible. Espero que estas recomendaciones también sirvan como reconocimiento a los muchos académicos cuyo trabajo he tratado de resumir.

Un tratamiento de libro de texto de las ideas financieras es un excelente siguiente paso para aquellos interesados en aprender más. Recomiendo Bodie, Zvi, Alex Kane, y Alan J. Marcus. *Investments*. Boston: McGraw-Hill Irwin, 2013; y Berk, Jonathan B., y Peter M. DeMarzo. *Corporate Finance*. Boston: Pearson Addison Wesley, 2013. Un acercamiento más accesible de estas ideas para profesionales se encuentra en Higgins, Robert C. *Analysis for Financial Management*. 11a ed. Nueva York: McGraw-Hill Education, 2016. El libro de Robert Shiller *Finance and the Good Society*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2012, es otra excelente fuente general. Mi propio proyecto de divulgación de las finanzas es el curso en línea de HBX «Leading with Finance». MOV. Boston: President & Fellows of Harvard College, 2016. <<

[2] La cita de Frost es un fragmento de la última estrofa de «Dos vagabundos en tiempo de lodo». De *The Poetry of Robert Frost*. Editado por Edward Connery Lathem. Nueva York: Henry Holt and Company, 1969. [*Traducción propia*]. <<

#### INTRODUCCIÓN. LAS FINANZAS Y LA BUENA VIDA

[1] La introducción se basa en De la Vega, José, *Confusion de confusiones*. Eastford, CT: Martino Fine Books, 2013 [*Confusión de confusiones*. Versión en español moderno de Fornero, Ricardo A. Mendoza. Universidad Nacional de Cuyo, 2013]; Newman, John Henry. *The Idea of a University*. Editado por Frank M. Turner. New Haven, CT: Yale University Press, 1996; Nietzsche, Friedrich Wilhelm. «Guilt, Bad Conscience and Related Matters». En *On the Genealogy of Morals: A Polemical Tract*. Leipzig: Verlag Von C.G., [*La genealogía de la moral*. Madrid: Alianza, 2006, trad. Andrés Sánchez Pascual]. Hago una breve referencia al modelo de la isla de Lucas, que data al menos de 1887; Lucas, Robert E., Jr. «Expectations and the Neutrality of Money». *Journal of Economic Theory* 4, n.º 2 (1972): 103-24. <<

[\*] La expresión hace referencia a Wall Street como el centro de las finanzas especulativas y a Main Street (la calle principal) como el sitio donde ocurre la economía real, efectiva. (*N. del t.*) <<

[2] Newman, «The Idea of a University».  
<https://sourcebooks.fordham.edu/mod/newman/newman-university.html>.  
<<

[\*\*] Las siglas LBO significan *leveraged buyout*; es decir, una compra apalancada o financiada por terceros. (N. del t.) <<



[3] De la Vega, *Confusión de Confusiones*. <<

[4] Nietzsche, «“Culpa”, “mala conciencia” y similares», parte 8 del Tratado Segundo. <<

## 1. LA RUEDA DE LA FORTUNA

[1] Las principales fuentes literarias de este capítulo son Hammett, Dashiell. *The Maltese Falcon*. Nueva York: Alfred A. Knopf, 1930 [*El halcón maltés*. Madrid: Alianza, 2014, trad. Fernando Calleja]; Stevens, Wallace. *Ideas of Order*. Nueva York: Alfred A. Knopf, 1936 [*Ideas de orden*. Barcelona: Lumen, 2011, trad. Daniel Aguirre]; y Stevens, Wallace. *The Necessary Angel: Essays on Reality and the Imagination*. Nueva York: Knopf, 1951. También hago referencia a Byrne, David, Brian Eno, Chris Frantz, Jerry Harrison, y Tina Weymouth, autores. «Once in a Lifetime». The Talking Heads. Brian Eno, 1980. CD.

Mi análisis de la parábola de Flitcraft se basa en Marcus, Steven. «Dashiell Hammett and the Continental Op». *Partisan Review* 41 (1974): 362-77; Jones, R. Mac. «Spade's Pallor and the Flitcraft Parable in Dashiell Hammett's *The Maltese Falcon*». *Explicator* 71, n.º 4 (2013): 313-15; e Irwin, J. T. «Unless the Threat of Death Is Behind Them: Hammett's *The Maltese Falcon*». *Literary Imagination* 2, n.º 3 (2000): 341-74.

Mi análisis de Peirce se basa en Peirce, Charles S. *Chance, Love, and Logic; Philosophical Essays*. Nueva York: Barnes & Noble, 1968; Peirce, Charles S. *Pragmatism as a Principle and Method of Right Thinking: The 1903 Harvard Lectures on Pragmatism*. Albany: State University of New York Press, 1996; Peirce, Charles S. «Reply to the Necessitarians: Rejoinder to Dr Carus». *Monist* 3-4 (julio, 1893): 526-70; y Peirce, Charles S. «Grounds of Validity of the Laws of Logic». *Journal of Speculative Philosophy* 2, n.º 4 (1869): 193-208. Tres excelentes fuentes bibliográficas son Brent, Joseph. *Charles Sanders Peirce: A Life*. Bloomington: Indiana University Press, 1993; Menand, Louis. *The Metaphysical Club: A Story of Ideas in America*. Nueva York: Farrar, Straus and Giroux, 2002; y Menand, Louis. «An American Prodigy». *New York Review of Books*, 2 de diciembre de 1993. Otras fuentes incluyen Russell, Bertrand. *Wisdom of the West*. Garden City, NY: Doubleday, 1959;

Popper, Karl R. *Objective Knowledge: An Evolutionary Approach*. Oxford: Clarendon Press, 1972; Percy, Walker. «The Fateful Rift: The San Andreas Fault in the Modern Mind». *Design for Arts in Education* 91, n.º 3 (1990): 2-53; y Wible, James R. «The Economic Mind of Charles Sanders Peirce». *Contemporary Pragmatism* 5, n.º 2 (diciembre, 2008): 39-67.

Para la historia intelectual del pensamiento estadístico, recurro principalmente a Hacking, Ian. *The Taming of Chance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990; Porter, Theodore M. *The Rise of Statistical Thinking: 1820-1900*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1986; Stigler, Stephen M. *The History of Statistics*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1990; Mellor, D. H., ed. *Science, Belief, and Behaviour: Essays in Honour of R. B. Braithwaite*. Cambridge: Cambridge University Press, 1980; Laplace, Simon-Pierre. *A Philosophical Essay on Probabilities*. Nueva York: Dover Publications, 2005; y Galton, Francis. *Natural Inheritance*. Londres: Macmillan, 1889.

Para diversos análisis muy accesibles y más cortos de esta historia intelectual, véase Devlin, Keith J. *The Unfinished Game: Pascal, Fermat, and the Seventeenth-Century Letter That Made the World Modern*. Nueva York: Basic Books, 2008; Kaplan, Michael y Ellen Kaplan. *Chances Are...: Adventures in Probability*. Nueva York: Viking, 2006; y Stigler, Stephen M. *The Seven Pillars of Statistical Wisdom*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2016. Un excelente análisis del problema de Monty Hall se puede consultar en <https://www.khanacademy.org/math/prec calculus/prob-comb/dependent-eventsprec calc/v/monty-hall-problem>.

Sobre Buffett, véase Frazzini, Andrea, David Kabiller y Lasse H. Pedersen. *Buffett's Alpha*. NBER Working Paper n.º 19 681, 16 de diciembre de 2013. National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w19681.pdf>; y Ng, Serena y Erik Holm. «Buffett's Berkshire Hathaway Buoyed by Insurance "Float"». *Wall Street Journal*, 24 de febrero de 2011.

Los seguros son clave para la economía y las finanzas, y se pueden encontrar excelentes análisis de sus fundamentos en diversos sitios; mi preferido es Eeckhoudt, Louis, Christian Gollier y Harris Schlesinger. *Economic and Financial Decisions Under Risk*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2006. Para una historia accesible de la estadística y los seguros, véase Bernstein, Peter L. *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*. Nueva York: John Wiley & Sons, 1996.

Una selección de los trabajos más importantes sobre las ideas de selección adversa y riesgo moral incluye Arrow, Kenneth J. «Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care». *American Economic Review* 53, n.º 5 (junio, 1963): 941-73; Pauly, Mark V. «The Economics of Moral Hazard: Comment». *American Economic Review*, parte 1, 58, n.º 3 (junio, 1968): 531-37; Arrow, Kenneth J. «The Economics of Moral Hazard: Further Comment». *American Economic Review*, parte 1, 58, n.º 3 (junio, 1968): 537-39; Akerlof, George A. «The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism». *Quarterly Journal of Economics* 84, n.º 3 (agosto, 1970): 488-500; Holmstrom, Bengt. «Moral Hazard and Observability». *Bell Journal of Economics* 10, n.º 1 (primavera, 1979): 74-91; y Grossman, Sanford J. y Oliver D. Hart. «An Analysis of the Principal-Agent Problem». *Econometrica* 51, n.º 1 (enero, 1983): 7-46. Una buena parte de este trabajo se aborda muy bien en Laffont, Jean Jacques y David Martimort. *The Theory of Incentives*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002.

Para la historia de los seguros, me he basado en Trenerry, Charles Farley. *The Origin and Early History of Insurance, Including the Contract of Bottomry*. Editado por Ethel Louise Gover y Agnes Stoddart Paul. Londres: P. S. King & Son, 1926; Hudson, N. Geoffrey y Michael D. Harvey. *The York-Antwerp Rules: The Principles and Practice of General Average Adjustment*. 3a ed. Nueva York: Informal Law from Routledge, 2010; y Clark, Geoffrey Wilson. *Betting on Lives: Life Insurance in English Society and Culture, 1695-1775*. Nueva York: Manchester University Press, 1993.

Sobre los seguros y la brujería, véase Macfarlane, Alan. *Witchcraft in Tudor and Stuart England: A Regional and Comparative Study*. Nueva York: Harper & Row, 1970; Davies, Owen. *Witchcraft, Magic and Culture: 1736-1951*. Manchester: Manchester University Press, 1999; Knights, D. y T. Vurdubakis. «Calculations of Risk: Towards an Understanding of Insurance as a Moral and Political Technology». *Accounting, Organizations and Society* 18, n.º 7-8 (1993): 729-64; y Thomas, Keith. *Religion and the Decline of Magic*. Nueva York: Scribner, 1971.

El análisis sobre la IOOF se basa en Emery, George Neil y John Charles Herbert Emery. *A Young Man's Benefit: The Independent Order of Odd Fellows and Sickness Insurance in the United States and Canada, 1860-1929*. Montreal: McGill-Queen's University Press, 1999. La evidencia de selección adversa en los mercados británicos de anualidades es de Finkelstein, Amy y James Poterba. «Adverse Selection in Insurance Markets: Policyholder Evidence from the U.K. Annuity Market». *Journal of Political Economy* 112, n.º 1 (2004): 183-208. La evidencia sobre los efectos de las pensiones en la formación de los hogares es de Costa, Dora L. «Displacing the Family: Union Army Pensions and Elderly Living Arrangements». *Journal of Political Economy* 105, n.º 6 (1997): 1269-92. Más sobre las tendencias en la formación de los hogares puede encontrarse en Furlong, Fred. «Household Formation Among Young Adults». *FRBSF Economic Letter*, May 23, 2016. La cita de Frost es de Frost, Robert. «The Death of a Hired Man». En *North of Boston*, pp. 14-18. Nueva York: Henry Holt & Company, 1915.

El contraste entre las finanzas públicas británicas y francesas se basa en Weir, David R. «Tontines, Public Finance, and Revolution in France and England, 1688-1789». *Journal of Economic History* 49, n.º 1 (1989): 95-124; Kaiser, Thomas y Dale Van Kley, eds. *From Deficit to Deluge: The Origins of the French Revolution*. Palo Alto, CA: Stanford University Press, 2010; y Hardman, John. *The Life of Louis XVI*. New Haven, CT: Yale University Press, 2016.

La evolución de las *tontinas* se aborda bien en McKeever, Kent. «A Short History of Tontines». *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 15,

n.º 2 (2009): 490-522; Milevsky, Moshe. *King William's Tontine: Why the Retirement Annuity of the Future Should Resemble Its Past*. Nueva York: Cambridge University Press, 2015; Ransom, Roger L. y Richard Sutch. «Tontine Insurance and the Armstrong Investigation: A Case of Stifled Innovation, 1868-1905». *Journal of Economic History* 47, n.º 2 (1987): 379-90; Velde, Francois R. *The Case of the Undying Debt*. Federal Reserve Bank of Chicago. 24 de noviembre de 2009; y Collier, Jonathan, autor. «Raging Abe Simpson and His Grumbling Grandson in “The Curse of the Flying Hellfish”». Dirigido por Jeffrey Lynch. *The Simpsons*. Fox Network, 1996.

El análisis de Stevens se basa en Stevens, Wallace. *Ideas of Order*. Nueva York: Alfred A. Knopf, 1936 [*Ideas de orden*. Barcelona: Lumen, 2011, trad. Daniel Aguirre]; Stevens, Wallace. *The Necessary Angel: Essays on Reality and the Imagination*. Nueva York: Knopf, 1951; Bloom, Harold. *Wallace Stevens: The Poems of Our Climate*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 1977; Schjeldahl, Peter. «Insurance Man: The Life and Art of Wallace Stevens». *New Yorker*, 2 de mayo de 2016; Mariani, Paul L. *The Whole Harmonium: The Life of Wallace Stevens*. 1.<sup>a</sup> ed. Nueva York: Simon & Schuster, 2016; Vendler, Helen. «The Hunting of Wallace Stevens». *New York Review of Books*, 20 de noviembre de 1986; Dechand, Thomas. «“Like a New Knowledge of Reality”: On Stevens and Peirce». *MLN* 121, n.º 5 (2006): 1107-23; y Nichols, Lewis. «Talk with Mr. Stevens». *New York Times*, 3 de octubre de 1954. <<

[2] Marcus, «Dashiell Hammett and the Continental Op», 367. <<



[3] Hammett, en *El halcón maltés*, capítulo 7. <<

[4] Byrne, Eno, Frantz, Harrison y Weymouth de los Talking Heads, «Once in a Lifetime». <<

[5] Russell, *Wisdom of the West*, 227. <<

[6] Popper, *Objective Knowledge*, 207. <<

[7] Percy, «The Fateful Rift», 18. <<

[8] Peirce, «Grounds of Validity of the Laws of Logic», 207. <<

[9] James, citado en Peirce, *Pragmatism as a Principle and Method of Right Thinking*, 11. <<

[10] *Ibid.* <<



[<sup>11</sup>] Laplace, *A Philosophical Essay on Probabilities*, 3. <<

[12] Galton, *Natural Inheritance*, 66. <<

[13] *Ibid.* <<

[14] Peirce, «Reply to the Necessitarians», 560. <<

[15] Hudson y Harvey, *The York-Antwerp Rules*, 16. <<

[\*] La palabra en inglés *assurance* tiene la doble acepción de seguro y certeza en un sentido espiritual. (N. del t.) <<

[\*\*] *Odd trade*, en el original se refiere a un cierto tipo de operación en la bolsa de valores que no corresponde con el volumen estándar de una compraventa de acciones. (*N. del t.*) <<

[16] Macfarlane, *Witchcraft in Tudor and Stuart England*, 109. <<



[17] Davies, *Witchcraft, Magic and Culture*, 294. <<

[18] Peirce, «Reply to the Necessitarians», 560. <<

[19] Peirce, *Chance, Love, and Logic*, 72-73. <<

[20] *Ibid.* <<

[21] *Ibid.*, 75. <<

[22] Schjeldahl, «Insurance Man».  
<http://www.newyorker.com/magazine/2016/05/02/the-thrillingmind-of-wallace-stevens>. <<

[23] Stevens, citado en Dechand, «Like a New Knowledge of Reality»,  
1107. <<

[24] Berryman, «So Long? Stevens», citado en Vendler, «The Hunting of Wallace Stevens». <https://audiopoetry.wordpress.com/2007/08/24/so-long-stevens>. <<



[25] Stevens, prefacio de *Ideas de orden*. <<

[26] Mariani, *The Whole Harmonium*, 188. <<

[27] Stevens, *The Necessary Angel*, 139. <<

[28] *Ibid.*, 137. <<

[29] *Ibid.*, 136. <<

[30] *Ibid.*, 153. <<

[31] Stevens, citado in Dechand, «Like a New Knowledge of Reality»,  
1117. <<

[32] Stevens, citado in Nichols, «Talk with Mr. Stevens». <http://www.nytimes.com/books/97/12/21/home/stevens-talk.html>. <<

## 2. UN NEGOCIO RIESGOSO



[1] Las principales fuentes literarias utilizadas en este capítulo son Austen, Jane. *Pride and Prejudice*. 1.<sup>a</sup> ed. Londres: T. Egerton, Whitehall, 1813 [*Orgullo y prejuicio*. México: Debolsillo, 2015, trad. Ana María Rodríguez]; Trollope, Anthony. *Phineas Finn*. Leipzig: Tauchnitz, 1869; Melville, Herman. «Bartleby, the Scrivener: A Story of Wall Street». *Putnam's Magazine* 2, n.º 11 (noviembre, 1853): 546-57 [*Preferiría no hacerlo*. Valencia: Pre-Textos, 2000, trad. José M. Benítez Ariza]; y Bellow, Saul. *Seize the Day*. Nueva York: Viking Press, 1956 [*Carpe diem*. Barcelona: Debolsillo, 2009, trad. Benito Gómez Ibáñez].

Para más información sobre el papel de los valores gubernamentales en la literatura inglesa, véase «Percents and Sensibility; Personal Finance in Jane Austen's Time». *Economist*, 20 de diciembre de 2005.

Sobre las contribuciones de Louis Bachelier, véase Bachelier, Louis. *Louis Bachelier's Theory of Speculation: The Origins of Modern Finance*. Traducción e introducción de Mark Davis y Alison Etheridge. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2006; Bernstein, Jeremy. «Bachelier». *American Journal of Physics* 73, n.º 5 (2005): 395; Pearle, Philip, Brian Collett, Kenneth Bart, David Bilderback, Dara Newman y Scott Samuels. «What Brown Saw and You Can Too». *American Journal of Physics* 78, n.º 12 (2010): 1278; y Holt, Jim. «Motion Sickness: A Random Walk from Paris to Wall Street». *Lingua Franca*, diciembre de 1997.

El análisis sobre las opciones se basa en Aristóteles, *Politics*. Vol. 1. Traducido por H. Rackham. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1944 [*Política*. Madrid: Gredos, 2011, trad. Manuel García Valdés]; De la Vega, José. *Confusion de Confusiones*. Edgeton, CT: Martino Fine Books, 2013 [*Confusión de confusiones*. Versión en español moderno de Fornero, Ricardo A. Mendoza. Universidad Nacional de Cuyo, 2013]; Frock, Roger. *Changing How the World Does Business: FedEx's Incredible Journey to Success: The Inside Story*. San Francisco, CA: Berrett-Koehler, 2006; y Emerson, Ralph Waldo. «The Transcendentalist». En *Nature: Addresses*

*and Lectures*. <http://www.emersoncentral.com/transcendentalist.htm>. Mi análisis de *Bartleby* se basa en Agamben, Giorgio. *Potentialities*. Palo Alto, CA: Stanford University Press, 1999.

El análisis sobre diversificación se basa en Price, Richard, autor. «Moral Midgetry». *The Wire*. Dirigida por Agnieszka Holland. HBO. 14 de noviembre de 2004; McCloskey, Donald N. «English Open Fields as Behavior Towards Risk». *Research in Economic History* 1 (otoño, 1976): 124-70; Cohen, Ben. «The Stephen Curry Approach to Youth Sports». *Wall Street Journal*, 17 de mayo de 2016; y Moggridge, Donald. *Maynard Keynes: An Economist's Biography*. Londres: Routledge, 1992. El análisis de Aristóteles sobre la amistad es de Aristóteles. *Nicomachean Ethics*. Traducido por W. D. Ross. <http://classics.mit.edu/Aristotle/nicomachaen.8.viii.html> [Ética nicomáquea. Madrid: Gredos, 2011, trad. Julio Pallí Bonet].

Una historia intelectual y una explicación del modelo original de valoración de activos financieros se puede revisar en Bernstein, Peter L. *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street*. 1.<sup>a</sup> ed. Nueva York: Free Press, 1992; Perold, André F. «The Capital Asset Pricing Model». *Journal of Economic Perspectives* 18, n.º 3 (2004): 3-24; Sharpe, William F. «Capital Asset Prices with and Without Negative Holdings». Nobel Lecture, Stanford University Graduate School of Business, Stanford, CA, 7 de diciembre de 1990; y Black, Fischer. «Beta and Return». *Journal of Portfolio Management* 20, n.º 1 (1993): 8-18.

Los análisis precursores sobre diversificación son de Markowitz, Harry. «Portfolio Selection». *Journal of Finance* 7, n.º 1 (marzo, 1952): 77-91; y Roy, Andrew D. «Safety First and the Holding of Assets». *Econometrica* 20, n.º 3 (julio, 1952): 431-39. Otros artículos importantes son Tobin, James. «Liquidity Preference as Behavior Towards Risk». *Review of Economic Studies* 25, n.º 2 (febrero, 1958): 68-85; Lintner, John. «The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets: A Reply». *Review of Economics and Statistics* 47 (1965): 13-37; Sharpe, William F. «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk». *Journal of*

*Finance* 19, n.º 3 (septiembre, 1964): 425-42; Treynor, J. L. «Toward a Theory of Market Value of Risky Assets». MS, 1962. Versión final en *Asset Pricing and Portfolio Performance*, 15-22. Editado por Robert A. Korajczyk. Londres: Risk Books, 1999; y Roll, Richard. «A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests Part I: On Past and Potential Testability of the Theory». *Journal of Financial Economics* 4, n.º 2 (1977): 129-76; Merton, Robert C. «An Intertemporal Capital Asset Pricing Model». *Econometrica* 41 (septiembre, 1973): 867-87.

Dos libros particularmente buenos sobre las opciones son los de McDonald, Robert L. *Derivatives Markets*. Boston: Addison-Wesley, 2006; y Hull, John, Sirimon Treepongkaruna, David Colwell, Richard Heaney y David Pitt. *Fundamentals of Futures and Options Markets*. New York: Pearson, 2013. Algunos importantes artículos precursores sobre las opciones de Black, Fischer y Myron Scholes. «The Pricing of Options and Corporate Liabilities». *Journal of Political Economy* 81, n.º 3 (mayo-junio, 1973): 637-54; y Merton, Robert C. «Theory of Rational Option Pricing». *Bell Journal of Economics and Management Science* 4, n.º 1 (primavera, 1973): 141-83. Un tratamiento elegante de estos temas se puede encontrar en Merton, Robert C. *Continuous-Time Finance*. Cambridge: B. Blackwell, 1990. <<

[2] Austen, *Orgullo y prejuicio*, capítulo 1. <<

[3] *Ibid.*, capítulo 19. <<

[4] *Ibid.*, capítulo 20. <<

[5] *Ibid.*, capítulo 46. <<

[6] *Ibid.*, capítulo 6. <<



[7] *Ibid.*, capítulo 22. <<

[8] Holt, «Motion Sickness».  
<http://linguafranca.mirror.theinfo.org/9712/9712hyp.html>. <<

[9] Trollope, *Phineas Finn*, 154-55. <<

[10] *Ibid.*, 148. <<

[<sup>11</sup>] *Ibid.*, 150. <<

[12] Aristóteles, *Política*, vol. 1, libro I, parte 11.  
<http://www.perseus.tufts.edu/hopper/text?doc=Perseus%3Atext%3A1999.01.0058%3Abook%3D1%3Asection%3D1259a>. <<

[13] *Ibid.* <<

[14] *Ibid.* <<



[15] De la Vega, *Confusion de Confusiones*, 16-22. <<

[16] *Ibid.* <<

[17] *Ibid.* <<

[18] *Ibid.* <<

[19] *Ibid.* <<

[20] Frock, *Changing How the World Does Business*, 135. <<

[21] Melville, «Bartleby, the Scrivener», 550. <<

[22] Bellow, *Carpe diem*, parte IV. <<



[23] *Ibid.*, parte I. <<

[24] *Ibid.* <<

[25] *Ibid.*, parte VII. <<

[26] Trollope, *Phineas Finn*, 130. <<

[27] Keynes, citado en Moggridge, *Maynard Keynes*, 585. <<

[28]       Aristóteles,       *Ética       nicomáquea*,       libro       VIII.  
<http://classics.mit.edu/Aristotle/nicomachaen.8.viii.html>. <<

[29] *Ibid.* <<

### 3. SOBRE EL VALOR

[1] Sobre la parábola de los talentos, véase Blomberg, Craig. *Interpreting the Parables*. Downers Grove, IL: InterVarsity Press, 2012; Chenoweth, Ben. «Identifying the Talents: Contextual Clues for the Meaning of the Parable of the Talents». *Tyndale Bulletin* 56, n.º 1 (2005): 61-72; y Carpenter, John. «The Parable of the Talents in Missionary Perspective: A Call for an Economic Spirituality». *Missiology* 25, n.º 2 (1997): 165-81. La cita bíblica de la parábola de los talentos es de Mateo 25:14-30. <https://bibliaparalela.com/matthew/25-14.htm>. La parábola de los trabajadores de la viña es de Mateo 20:1-16. <https://bibliaparalela.com/matthew/20-1.htm>.

Las otras fuentes principales de este capítulo son Johnson, Samuel. «On the Death of Dr. Robert Levet». En *The Oxford Book of English Verse*. Oxford: Clarendon, 1901; Milton, John. «When I Consider How My Light Is Spent». En *Poems (1673)*. Londres: Thomas Dring, 1673; Wesley, John. «The Use of Money». En *John Wesley*. Editado por Albert Outler. Oxford: Oxford University Press, 1980; y Furnivall, F. J., ed. *The Tale of Beryn*. Londres: Forgotten Books, 2015.

La importancia de la parábola para Milton y Johnson la examina Fussell, Paul. *Samuel Johnson and the Life of Writing*. Nueva York: Harcourt, Brace, Jovanovich, 1971; Hackenbracht, Ryan. «Milton and the Parable of the Talents: Nationalism and the Prelacy Controversy in Revolutionary England». *Philological Quarterly* 94, n.º 1 (invierno, 2015): 71-93; y Hunter, William B., ed. *A Milton Encyclopedia*. Vol. 8. Lewisburg, PA: Bucknell University Press, 1978. Conocí la importancia de la parábola para Milton por esta excelente conferencia en línea: Rogers, John. «Credible Employment». Lecture, English 220 Class: Milton. Yale University, New Haven, CT. <http://oyc.yale.edu/english/engl-220/lecture-3>. El ensayo de Robert Pinsky sobre el poema de Levet me dio el ímpetu para incluirlo en este libro: Pinsky, Robert. «Symmetrical Lines and Social Comforts». *Slate*, 18 de febrero de 2015.



[http://www.slate.com/articles/arts/classic\\_poems/2015/02/robert\\_pinsky\\_discusses\\_samuel\\_johnson\\_s\\_classic\\_poem\\_on\\_the\\_death\\_of\\_dr.html](http://www.slate.com/articles/arts/classic_poems/2015/02/robert_pinsky_discusses_samuel_johnson_s_classic_poem_on_the_death_of_dr.html).

Las ideas esenciales sobre la valoración vienen de diversas fuentes, pero en mi opinión hay tres particularmente importantes, que son Fisher, Irving. *The Theory of Interest: As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It*. Nueva York: Macmillan, 1930; Dean, Joel. *Capital Budgeting: Top-Management Policy on Plant, Equipment, and Product Development*. Nueva York: Columbia University Press, 1951; y Williams, John Burr. *The Theory of Investment Value*. Cambridge, MA: Harvard University Press, Fraser Publishing Reprint (1977).

Para una discusión accesible sobre la práctica de la valoración, véase McKinsey & Company, Tim Koller, Marc Goedhart y David Wessels. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 1990. Para tener una perspectiva de lo que hacen los profesionales en realidad, véase Graham, John y Campbell Harvey. «How Do CFO's Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions?». *Journal of Applied Corporate Finance* 15, n.º 1 (2002): 8-23. Un conjunto especialmente bueno de perfiles de creación de valor puede encontrarse en Thorndike, William N. *The Outsiders*. Boston: Harvard Business Press, 2013.

Sobre el valor de la educación universitaria, véase Black, Sandra y Jason Furman. «The Economic Record of the Obama Administration: Investing in Higher Education». Council of Economic Advisers, White House, 2016. [https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/page/files/20160929\\_record\\_higher\\_education\\_cea.pdf](https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/page/files/20160929_record_higher_education_cea.pdf). Para una excelente aplicación interactiva sobre la relación precio-renta alrededor del mundo e históricamente, véase <http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2016/08/daily-chart-20>.

El análisis de los mercados eficientes se basa en una amplia bibliografía cuyo desarrollo se analiza bien en Bernstein, Peter L. *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street*. 1.<sup>a</sup> ed. Nueva York: Free Press, 1992. Las obras originales en esta corriente de investigación se analizan bien en este artículo pionero: Fama, Eugene. «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work». *Journal of Finance*

25, n.º 2 (mayo, 1970): 383-417. Fama cita con abundancia trabajos anteriores, como los de Paul Samuelson, Bill Sharpe, Benoit Mandelbrot, Paul Cootner, Jack Treynor y otros. Esta conferencia es una excelente fuente de las ideas de los mercados eficientes: Fama, Eugene. «A Brief History of the Efficient Market Hypothesis». Lecture, Masters of Finance. 12 de febrero de 2014. <https://www.youtube.com/watch?v=NUkkRdEknjI>. Una corriente alternativa de investigaciones relevantes sobre este tema la creó Grossman, Sanford J. y Joseph E. Stiglitz. «On the Impossibility of Informationally Efficient Markets». *American Economic Review* 70, n.º 3 (junio, 1980): 393-408.

Los mercados eficientes continúan siendo un tema polémico, sobre todo en cuanto a la rentabilidad de diferentes estrategias comerciales y la capacidad de identificar a los gerentes con habilidades. Para aquellos interesados, se pueden encontrar diversas opiniones en Ang, Andrew, William N. Goetzmann y Stephen M. Schaefer. *Review of the Efficient Market Theory and Evidence*. Columbia University, 27 de abril de 2011. <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/aang/papers/EMH.pdf>; Berk, Jonathan B. «Five Myths of Active Portfolio Management». *Journal of Portfolio Management* 31, n.º 3 (2005): 27-31; y Harvey, Campbell, Yan Liu y Heqing Zhu. «... and the Cross-Section of Expected Returns». *Review of Financial Studies* 29, n.º 1 (enero, 2016): 5-68; Jones, Robert C. y Russ Wermers. «Active Management in Mostly Efficient Markets». *Financial Analysts Journal* 67, n.º 6 (noviembre-diciembre 2011): 29-45; Jurek, Jakub W. y Erik Stafford. «The Cost of Capital for Alternative Investments». *Journal of Finance* 70, n.º 5 (octubre, 2015): 2185-226.

Para una evaluación del papel de las finanzas en el crecimiento de la desigualdad en los ingresos, véase Philippon, Thomas y Ariell Reshef. «Wages and Human Capital in the U.S. Finance Industry, 1909-2006». *Quarterly Journal of Economics* 127, n.º 4 (noviembre, 2012): 1551-611. Para un análisis del surgimiento de la industria de activos alternativos y sus efectos en Wall Street, véase Desai, Mihir A. «The Incentive Bubble». *Harvard Business Review* 90, n.º 3 (marzo, 2012): 123-29.

Para un excelente y riguroso resumen de la situación general de la valoración de activos, véase Campbell, John Y. «Empirical Asset Pricing:

Eugene Fama, Lars Peter Hansen y Robert Shiller». *Scandinavian Journal of Economics* 116, n.º 3 (2014): 593-634; y Cochrane, John H. *Asset Pricing*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2001. Una versión un poco más accesible de estas ideas se puede encontrar en Cochrane, John H. y Christopher L. Culp. «Equilibrium Asset Pricing and Discount Factors: Overview and Implications for Derivatives Valuation and Risk Management». En *Modern Risk Management: A History*, 57-92. Londres: Risk Books, 2003. Un análisis especialmente provocativo y accesible del estado de cosas en torno a las investigaciones sobre mercados eficientes puede encontrarse en Cochrane, John H. *Efficient Markets Today*. [https://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/papers/Cochrane\\_efficient\\_markets.doc](https://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/research/papers/Cochrane_efficient_markets.doc). <<

[\*] La palabra *talent* en inglés comparte una de las acepciones del castellano *talento*; es decir, la moneda de los griegos y los romanos. (N. del t.) <<

[2] Wesley, «The Use of Money». <<

[\*\*] Se refiere al prototipo de «hombre ideal» de la obra narrativa de Ayn Rand (1905-1982). (*N. del t.*) <<

[3] Johnson, citado in Fussell, *Samuel Johnson and the Life of Writing*, 100.

<<

#### 4. CONVERTIRSE EN UN PRODUCTOR

[1] El análisis de *Los productores* de Mel Brooks se basa en Brooks, Mel y Thomas Meehan. *The Producers*. Dirigida por Mel Brooks. De Mel Brooks. Con actuaciones de Zero Mostel, Gene Wilder y Estelle Winwood. Estados Unidos: Embassy Pictures, 1968. Película; Kashner, Sam. «The Making of *The Producers*». *Vanity Fair*, enero de 2004, 108-40; Tynan, Kenneth. «Frolics and Detours of a Short Hebrew Man». *New Yorker*, 30 de octubre de 1978, 46-131.

Una excelente fuente de obras sobre administración empresarial es Shleifer, Andrei y Robert Vishny. «A Survey of Corporate Governance». *Journal of Finance* 52, n.º 2 (junio, 1997): 737-83. Algunos de los principales trabajos sobre el problema de la agencia son Fama, Eugene F. «Agency Problems and the Theory of the Firm». *Journal of Political Economy* 88, n.º 2 (1980): 288-307; Jensen, Michael C. y William H. Meckling. «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure». *Economic Analysis of the Law* 3, n.º 4 (1976): 162-76; Jensen, Michael C. «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers». *American Economic Review* 76, n.º 2 (1986): 323-27; Jensen, Michael C. «Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function». *Journal of Applied Corporate Finance* 14, n.º 3 (otoño, 2001): 8-21. Para mi opinión sobre los últimos avances en los mercados de capital y administración empresarial, véase Desai, Mihir A. «The Incentive Bubble». *Harvard Business Review* 90, n.º 3 (marzo, 2012): 123-29. Otras fuentes citadas en el capítulo 1 sobre el riesgo moral son excelentes fuentes para cuestiones de administración empresarial.

Un excelente libro de texto de estos temas es Tirole, Jean. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2006. Para una perspectiva internacional, véase La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes y Andrei Shleifer. «Corporate Ownership Around the World». *Journal of Finance* 54, n.º 2 (abril, 1999): 471-517. Una revisión de los



valores de capital de riesgo se encuentra en Gompers, Paul A. y Joshua Lerner. *The Venture Capital Cycle*. Cambridge, MA: MIT Press, 1999.

Sobre los acontecimientos en Tootsie Roll, recurro a varios testimonios periodísticos: Kesling, Ben. «Tootsie Roll CEO Melvin Gordon Dies at 95: Shares Rise as Investors Eye Candy Company as Potential Takeover Target». *Wall Street Journal*, 21 de enero de 2015; Kesling, Ben. «Tootsie's Secret Empire: A CEO in His 90s Helms an Attractive Takeover Target. So What's Next? No One Really Knows». *Wall Street Journal*, 22 de agosto de 2012; y Best, Dean. «Tootsie Roll CEO Melvin Gordon Dies at 95». Just-Food Global News (Bromsgrove), 22 de enero de 2015.

Sobre los avances de Apple, véase Desai, Mihir A. y Elizabeth A. Meyer. «Financial Policy at Apple, 2013 (A)». Harvard Business School Case 214-085, junio de 2014.

Para un análisis sobre los efectos en los precios de las acciones tras las muertes de CEO, véase Johnson, Bruce W., Robert Magee, Nandu Nagarajan y Harry Newman. «An Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths: Implications for the Management Labor Market». *Journal of Accounting and Economics* 7 (1985): 151-74; y Quigley, Timothy J., Craig Crossland y Robert J. Campbell. «Shareholder Perceptions of the Changing Impact of CEO's: Market Reactions to Unexpected CEO Deaths, 1950-2009». *Strategic Management Journal*, marzo de 2016.

Para explorar los paralelos entre el problema del agente-principal y nuestras vidas, recurro a Luna, Elle. *The Crossroads of Should and Must: Find and Follow Your Passion*. Nueva York: Workman Publishing, 2015; Miller, Alice. *The Drama of the Gifted Child*. Nueva York: Basic Books, 1996; Joyce, James. *Ulysses*. Paris: Sylvia Beach, 1922; Grosz, Stephen. *The Examined Life: How We Lose and Find Ourselves*. Nueva York: W. W. Norton & Company, 2013 [*La mujer que no quería amar*. Barcelona: Deabte, 2014, trad. Jordi Soler]; y Forster, E. M. *A Room with a View*. Editado por Malcolm Bradbury. Nueva York: Penguin Books, 2000 [*Una*

*habitación con vistas*. Madrid, Alianza, 2005, trad. José Luis López Muñoz]. <<

[2] Shleifer y Vishny, «A Survey of Corporate Governance», 738. <<

[3] Forster, *Una habitación con vistas*, 165. <<

[4] Luna, *The Crossroads of Should and Must*, 51. <<

[5] *Ibid.*, 31. <<

[6] Tynan, «Frolics and Detours of a Short Hebrew Man», 108. <<

[7] *Ibid.*, 108-9. <<



[8] Joyce, *Ulysses*, 201. <<

[9] Brooks y Meehan, *Los productores*. <https://sfy.ru/?script=producers>. <<

[<sup>10</sup>] Brooks, citado en Kashner, «The Making of *The Producers*», 113. <<

[<sup>11</sup>] Tynan, «Frolics and Detours of a Short Hebrew Man», 65. <<

[12] Mars, citado en Kashner, «The Making of *The Producers*», 113. <<

[13] Sidney Glazier, citado en *ibid.* <<

[14] Karen Shepard, citado en *ibid.* <<

[15] Grosz, *La mujer que no quería amar*, 10. <<



[16] Tynan, «Frolics and Detours of a Short Hebrew Man», 131. <<

5. SIN FINANZAS NO HAY ROMANCE

[1] La introducción se basa en una película y cuatro canciones: *Secretaria ejecutiva*. Dirigida por Mike Nichols. De Kevin Wade. Actuaciones Melanie Griffith, Harrison Ford y Sigourney Weaver. Estados Unidos: Twentieth Century Fox Film Corporation, 1988. Película; Grimes, Tiny, Charlie Parker, Clyde Hart, Jimmy Butts y Harold Doc West, autores. *Romance Without Finance*. Savoy, 1976. CD; Clayton, Sam, Bill Payne y Martin Kibbee. *Romance Without Finance*. Little Feat. Zoo/Volcano Records, 1995. CD; Charles, Ray, autor. *I Got a Woman*. Comet Records, 2004. CD; y West, Kanye. *Gold Digger*. De Kanye West, Ray Charles y Renald Richard. Kanye West, Jon Brion, 2005. MP3.

La historia del fondo de dotes se basa en Molho, Anthony. *Marriage Alliance in Late Medieval Florence*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1994; Kirshner, Julius. *Marriage, Dowry, and Citizenship in Late Medieval and Renaissance Italy*. Toronto: University of Toronto Press, 2015; y Kirshner, Julius y Anthony Molho. «The Dowry Fund and the Marriage Market in Early Quattrocento Florence». *Journal of Modern History* 50, n.º 3 (1978): 404-38.

Hay muchas fuentes para la historia de las finanzas en Italia, pero descubrí la importancia del Banco Médici de la Florencia renacentista en un relato particularmente entretenido: Parks, Tim. *Medici Money: Banking, Metaphysics and Art in Fifteenth, Century Florence*. Londres: Profile Books, 2013. Una excelente historia se encuentra en De Roover, Raymond. *The Rise and Decline of the Medici Bank, 1397-1494*. Londres: Beard Books, 1999.

Dos visiones alternativas de la representación del fondo de dotes en la pintura *El matrimonio Arnolfini* las plantea Seidel, Linda. *Jan Van Eyck's Arnolfini Portrait: Stories of an Icon*. Cambridge: Cambridge University Press, 1993; y Hall, Edwin. *The Arnolfini Betrothal: Medieval Marriage and the Enigma of Van Eyck's Double Portrait*. Berkeley: University of

California Press, 1994. Descubrí la expresión *choix du roi* en Gopnik, Adam. «Like a King». *New Yorker*, 31 de enero de 2000, 40-51.

El relato de los matrimonios de los Rothschild se basa en Ferguson, Niall. *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798-1848*. Nueva York: Viking, 1998; y Ferguson, Niall. *The House of Rothschild: The World's Banker, 1848-1999*. Londres: Penguin, 2000. La referencia a las empresas familiares tailandesas viene de Bunkanwanicha, Pramuan, Joseph P. H. Fan y Yupana Wiwattanakantang. «The Value of Marriage to Family Firms». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48, n.º 2 (2013): 611-36.

Hoy en día hay muy diversas obras sobre las tendencias recientes del *emparejamiento selectivo*: Greenwood, Jeremy, Nezih Guner, Georgi Kocharkov y Cezar Santos. *Marry Your Like: Assortative Mating and Income Inequality*. Artículo n.º 19 829. National Bureau of Economic Research, enero de 2014; y Eika, Lasse, Magne Mogstad y Basit Zafar. *Educational Assortative Mating and Household Income Inequality*. Artículo n.º 20 271. National Bureau of Economic Research, julio de 2014. Se ofrecen resúmenes periodísticos en Bennhold, Katrin. «Equality and the End of Marrying Up». *New York Times*, 12 de junio de 2012; Cowen, Tyler. «The Marriages of Power Couples Reinforce Income Inequality». *New York Times*, 27 de diciembre de 2015; Miller, Claire Cain y Quoc Trung Bui. «Equality in Marriages Grows, and So Does Class Divide». *New York Times*, 23 de febrero de 2016.

La historia de la fusión de AOL-Time Warner se basa en Okrent, Daniel. «AOL-Time Warner Merger: Happily Ever After?». *Time*, 24 de enero de 2000; Klein, Alec. *Stealing Time: Steve Case, Jerry Levin, and the Collapse of AOL Time Warner*. Nueva York: Simon & Schuster, 2003; Munk, Nina. *Fools Rush In: Steve Case, Jerry Levin, and the Unmaking of AOL Time Warner*. Nueva York: Harper-Business, 2004; Arango, Tim. «How the AOL-Time Warner Merger Went So Wrong». *New York Times*, 10 de enero de 2010; *Marriage from Hell: The Breakup of AOL Time Warner*. Estados Unidos: CNBC, 6 de enero de 2010. Documental periodístico; Barnett, Emma y Amanda Andrews. «AOL Merger Was the Biggest Mistake in Corporate History, Believes Time Warner Chief Jeff

Bewkes». *Telegraph*, 28 de septiembre de 2010; y Perez-Pena, Richard. «Time Warner Board Backs AOL Spinoff». *New York Times*, 28 de mayo de 2009.

Para excepcionales visiones de conjunto orientadas a los profesionales de fusiones y adquisiciones, véase Bruner, Robert F. *Applied Mergers and Acquisitions*. Hoboken, NJ: J. Wiley, 2004; Bruner, Robert F. *Deals from Hell: M&A Lessons That Rise Above the Ashes*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005; y Weston, J. Fred, Mark L. Mitchell y J. Harold Mulherin. *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*. Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall, 2004.

La historia de la relación entre GM y Fisher Body se basa en Klein, Benjamin, Robert Crawford y Armen Alchian. «Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process». *Journal of Law and Economics* 21, n.º 2 (1978): 297-326; Klein, Benjamin. «Vertical Integration as Organizational Ownership: The Fisher Body-General Motors Relationship Revisited». *Journal of Law, Economics and Organization* 4, n.º 1 (marzo-abril, 1998): 199-213; Klein, Benjamin. «Fisher-General Motors and the Nature of the Firm». *Journal of Law and Economics* 43, n.º 1 (2000): 105-42; Freeland, Robert F. «Creating Holdup Through Vertical Integration: Fisher Body Revisited». *Journal of Law and Economics* 43, n.º 1 (2000): 33-66; Coase, R. H. «The Acquisition of Fisher Body by General Motors». *Journal of Law and Economics* 43, n.º 1 (2000): 15-32; y Casadesus-Masanell, Ramon y Daniel F. Spulber. «The Fable of Fisher Body». *Journal of Law and Economics* 43, n.º 1 (2000): 67-104; y Sloan, Alfred P. *My Years with General Motors*. Garden City, NY: Doubleday, 1964.

La interpretación menos romántica de la historia de GM-Fisher Body es una versión de la investigación precursora de Coase, Ronald H. «The Nature of the Firm». *Economica* 4, n.º 16 (1937): 386-405. La interpretación más romántica de la historia es una versión del resumen que hace Hart, Oliver D. *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford: Clarendon Press, 1995. Una interpretación desde un punto intermedio se

puede encontrar en Williamson, Oliver E. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*. Nueva York: Free Press, 1983.

El relato de la alianza Ford-Firestone y su desintegración se basa en Newton, James. *Uncommon Friends: Life with Thomas Edison, Henry Ford, Harvey Firestone, Alexis Carrel, and Charles Lindbergh*. Nueva York: Mariner Books, 1989; Aeppel, Timothy, Joseph B. White y Stephen Power. «Bridgestone's Firestone Quits Relationship of 95 Years as Supplier of Tires to Ford». *Wall Street Journal*, 21 de mayo de 2001; «Firestone Ends Ties with Ford». *Digital Journal*, 22 de mayo de 2001. <http://www.digitaljournal.com/article/32720>; Lampe, John T. John T. Lampe a Jacques Nasser. «The Firestone-Ford Break-up Letter». *USA Today*, 21 de mayo de 2001; y Mackinnon, Jim y Katie Byard. «William Clay Ford's Death Brings Back Memories of Grand Akron Wedding in 1947». *Akron Beacon Journal*, 12 de marzo de 2014. <<

[\*] En inglés, *yield to maturity*, literalmente «rendimiento hasta la madurez», de ahí el juego de palabras que también aludiría a la madurez de la novia. (N. del t.) <<

[2] De una ley de 1470 que reestructuró el fondo, citado en Kirshner y Molho, «The Dowry Fund and the Marriage Market in Early Quattrocento Florence», 438. <<

[3] Observación del teólogo franciscano Angelo Carletti da Chivasso, citada en *ibid.*, 434. <<



[4] *Ibid.* <<

[5] Ferguson, *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798-1848*, 43.

<<

[6] Ferguson, *The House of Rothschild: The World's Banker, 1848-1999*,  
xxvi. <<

[7] Ferguson, *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798-1848*, 322.

<<

[8] Munk, *Fools Rush In*, 180. <<

[9] Klein, *Stealing Time*, 102. <<

[10] Arango, «How the AOL-Time Warner Merger Went So Wrong». <http://www.nytimes.com/2010/01/11/business/media/11merger.html>. <<

[11] Barnett and Andrews, «AOL Merger Was the Biggest Mistake in Corporate History, Believes Time Warner Chief Jeff Bewkes». <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/mediatechnologyandtelecoms/media/8031227/AOLmerger-was-the-biggest-mistake-in-corporate-history-believes-Time-Warner-chief-Jeff-Bewkes.html>. <<



[12] Munk, *Fools Rush In*, 264. <<

[13] Arango, «How the AOL-Time Warner Merger Went So Wrong». <<

[14] Perez-Pena, «Time Warner Board Backs AOL Spinoff». <http://www.nytimes.com/2009/05/29/business/media/29warner.html>. <<

[15] Lampe to Nasser, «The Firestone-Ford Break-up Letter». <http://usatoday30.usatoday.com/money/autos/2001-05-21-firestone-letter.htm>. <<

## 6. VIVIENDO EL SUEÑO

[1] Las tradiciones en torno al llamado «*auto-icon*» de Jeremy Bentham se pueden encontrar en «Auto-Icon». UCL Bentham Project. <https://www.ucl.ac.uk/Bentham-Project/who-was-jeremy-bentham/autoicon>. Detalles de la reunión real se encuentran en «Jeremy Bentham Makes Surprise Visit to UCL Council». UCL. 10 de julio de 2013. <https://www.ucl.ac.uk/silva/news/newsarticles/0713/10072013-Jeremy-Bentham-UCL-Council-visit>. El análisis de la disputa se basa en Smith, Adam. *The Wealth of Nations*. Nueva York: Bantam Classics, 2003. Bentham, Jeremy. *Defence of Usury*. Londres: Routledge/Thoemmes, 1992; y Hollander, Samuel. «Jeremy Bentham and Adam Smith on the Usury Laws: A “Smithian” Reply to Bentham and a New Problem». *European Journal of the History of Economic Thought* 6, n.º 4 (1999): 523-51.

El análisis del papel de la deuda en *El mercader de Venecia* se basa en Shakespeare, William. *The Merchant of Venice*. Editado por Barbara A. Mowat y Paul Werstine. Nueva York: Washington Square Press, 1992 [*Comedias*. Obra completa I. Barcelona: Debolsillo, 2012, trad. Vicente Molina Foix]; Sharp, Ronald A. «Gift Exchange and the Economies of Spirit in *The Merchant of Venice*». *Modern Philology* 83, n.º 3 (febrero, 1986): 250-65; Draper, John W. «Usury in *The Merchant of Venice*». *Modern Philology* 33, n.º 1 (agosto, 1935): 37-47; Auden, W. H. «A Merchant in Venice». En *The Merchant of Venice (Bloom's Shakespeare Through the Ages)*. Nueva York: Bloom's Literary Criticism, 2008; Bailey, Amanda. «Shylock and the Slaves: Owing and Owning in *The Merchant of Venice*». *Shakespeare Quarterly* 62, n.º 1 (primavera, 2011): 1-24; Wills, Garry. «Shylock Without Usury». *New York Review of Books*, 18 de enero de 1990; y Berger, Harry. «Marriage and Mercifixion in *The Merchant of Venice*: The Casket Scene Revisited». *Shakespeare Quarterly* 32, n.º 2 (1 de julio de 1981): 155-62.

El análisis de Orwell y Bellow se basa en McCrum, Robert. «The Masterpiece That Killed George Orwell». *The Guardian*, 10 de mayo de

2009; Massie, Alex. «Jura Days». *Spectator*, 2 de agosto de 2013; Bowker, Gordon. *George Orwell*. Londres: Abacus, 2004; y Bellow, Saul. *There Is Simply Too Much to Think About: Collected Nonfiction*. Editado por Benjamin Taylor. Nueva York: Penguin Books, 2015.

El análisis sobre Jeff Koons se basa en Croak, James. «The Closer: Memories of Jeff Koons». Hamptons Art Hub. 11 de agosto de 2014. <http://hamptonsarthub.com/2014/08/11/the-closer-memories-of-jeff-koons>; Haden-Guest, Anthony. «Jeff Koons: Art or Commerce?». *Vanity Fair*, noviembre de 1991; «Jeff Koons». Entrevista de Klaus Ottmann. *Journal of Contemporary Art*, 1995. <http://www.jca-online.com/koons.html>. «Jeff Koons». Entrevista de Naomi Campbell. *Interview Magazine*, 12 de diciembre de 2012. <http://www.interviewmagazine.com/art/jeff-koons-naomi-campbell>. «Jeff Koons: Diary of a Seducer». En *Imagine...* BBC One, 30 de junio de 2015; Salmon, Felix. «Jeff Koons: A Master Innovator Turning Money into Art». *The Guardian*, 3 de julio de 2014; y Schjeldahl, Peter. «Selling Points: A Jeff Koons Retrospective». *New Yorker*, 7 de julio de 2014.

Para más información sobre la dinámica de opciones de deuda que consigno, hay muchas fuentes útiles e importantes, entre ellas Bhattacharya, Sudipto. «Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani». *Journal of Economic Perspectives* 2, n.º 4 (otoño, 1988): 135-47; Harris, Milton y Artur Raviv. «The Theory of Capital Structure». *Journal of Finance* 46, n.º 1 (marzo, 1991): 297-355; Hart, Oliver y John Moore. «Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt». *Quarterly Journal of Economics* 113, n.º 1 (1998): 1-41; Modigliani, Franco y Merton H. Miller. «Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction». *American Economic Review* 53, n.º 3 (junio, 1963): 433-43; Modigliani, Franco y Merton H. Miller. «The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment». *American Economic Review* 48, n.º 3 (junio, 1958): 261-97; y Myers, Stewart C. y Nicholas S. Majluf. «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have». *Journal of Financial Economics* 13, n.º 2 (1984): 187-221.

Para el sobreendeudamiento, en particular, véase Ishiguro, Kazuo. *The Remains of the Day*. Nueva York: Knopf, 1989 [*Los restos del día*. Barcelona: Anagrama, 2008, trad. Ángel Luis Hernández Francés]; Myers, Stewart. «Determinants of Corporate Borrowing». *Journal of Financial Economics* 5, n.º 2 (1977): 147-75. Para una aplicación de estas ideas a la deuda soberana, véase Bulow, Jeremy y Kenneth Rogoff. «Cleaning Up Third-World Debt Without Getting Taken to the Cleaners». *Journal of Economic Perspectives* 4 (1990): 31-42.

Sobre la importancia del arrepentimiento, véase Roese, Neal J. y Amy Summerville. «What We Regret Most... and Why». *Personality and Social Psychology Bulletin* 31, n.º 9 (septiembre, 2005): 1273-85; y Parker-Pope, Tara. «What's Your Biggest Regret?». *New York Times* (blog), 23 de marzo de 2011. [http://well.blogs.nytimes.com/2011/03/23/whats-your-biggest-regret/?\\_r=0](http://well.blogs.nytimes.com/2011/03/23/whats-your-biggest-regret/?_r=0). Sobre los dispositivos de compromiso, véase Bryan, Gharan, Dean Karlan y Scott Nelson. «Commitment Devices». *Annual Review of Economics* 2 (septiembre, 2010): 671-98.

Sobre el «bono» del apalancamiento, véase Jensen, Michael C. «Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers». *American Economic Review* 76, n.º 2 (mayo, 1986): 323-29; Watson, Thomas J. y Peter Petre. *Father, Son & Co.: My Life at IBM and Beyond*. Nueva York: Bantam Books, 1990; Shenk, Joshua Wolf. «What Makes Us Happy?». *The Atlantic*, junio de 2009; Vaillant, George E. *Triumphs of Experience: The Men of the Harvard Grant Study*. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press, 2012; y Jefferson, Thomas. Thomas Jefferson a José Corrêa da Serra, 27 de diciembre 1814. Monticello, Charlottesville, Virginia. <http://founders.archives.gov/documents/Jefferson/03-08-02-0143>. <<

[2] Smith, *The Wealth of Nations*, libro II, capítulo 4. <<



[3] Bentham, *Defence of Usury*, 174. <<

[4] *Ibid.*, 157. <<

[5] *Ibid.*, 135. <<

[6] Shakespeare, *El mercader de Venecia*, acto I, escena 3. <<

[7] Auden, «A Merchant in Venice», 147. <<

[8] Berger, «Marriage and Mercifixion in *The Merchant of Venice*», 160.

<<

[\*] En el original, *bond*, que puede significar vínculo o lazo, pero también obligación o contrato, como el que Antonio firma con Shylock. (*N. del t.*)  
<<

[9] Auden, «A Merchant in Venice», 140. <<



[10] *Ibid.* <<

[11] McCrum, «The Masterpiece That Killed George Orwell». <https://www.theguardian.com/books/2009/may/10/1984-george-orwell>. <<

[12] *Ibid.* <<

[13] Massie, «Jura Days». <http://blogs.spectator.co.uk/2013/08/jura-days-2>.

<<

[<sup>14</sup>] Bellow, *There Is Simply Too Much to Think About*, 201. <<

[15] *Ibid.*, 135. <<

[16] Schjeldahl, «Selling Points». <http://www.newyorker.com/magazine/2014/07/07/selling-points>. <<

[17] «*persona-idea*»: Koons, entrevista de Klaus Ottmann. <http://www.jca-online.com/koons.html>. <<



[18] Schjeldahl, «Selling Points». <<

[19] Koons, entrevista de Naomi Campbell.  
<https://www.interviewmagazine.com/art/jeff-koons-naomi-campbell>. <<

[20] Salmon, «Jeff Koons: A Master Innovator Turning Money into Art». <https://www.theguardian.com/artanddesign/2014/jul/03/jeff-koons-master-innovator-whitney-money-art>. <<

[21] *Ibid.* <<

[22] Ishiguro, *Los restos del día*, 51. <<

[23] *Ibid.*, 173. <<

[24] *Ibid.* <<

[25] *Ibid.*, 110, 227. <<



[26] *Ibid.*, 242. <<

[27] Jensen, «Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», 323. <<

[28] Watson y Petre, *Father, Son & Co.*, 67. <<

[29] Shenk, «What Makes Us Happy?»  
<http://www.theatlantic.com/magazine/archive/2009/06/what-makesus-happy/307439>. <<

[30] Jefferson a José Corrêa da Serra.  
<http://founders.archives.gov/documents/Jefferson/03-08-02-0143>. <<

[31] Koons, «Jeff Koons: Diary of a Seducer». <https://vimeo.com/121220005>. <<

## 7. FRACASAR Y LEVANTARSE

[1] La historia de la vida de Robert Morris se basa en Smith, Ryan K. *Robert Morris's Folly: The Architectural and Financial Failures of an American Founder*. New Haven, CT: Yale University Press, 2014; Rappleye, Charles. *Robert Morris: Financier of the American Revolution*. Nueva York: Simon & Schuster, 2010; y McCraw, Thomas K. *The Founders and Finance: How Hamilton, Gallatin, and Other Immigrants Forged a New Economy*. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press, 2012.

La evolución inicial de la ley de bancarrota y el papel de Robert Morris se explican de forma magistral en Mann, Bruce H. *Republic of Debtors: Bankruptcy in the Age of American Independence*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2002. Otra excelente historia es Skeel, David A. *Debt's Dominion: A History of Bankruptcy Law in America*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2001. El análisis sobre el aprendizaje del fracaso es de Edmondson, Amy. «Strategies for Learning from Failure». *Harvard Business Review* (abril, 2011, reimpresión): 1-9. El antiportfolio de Bessemer Venture Partners se puede encontrar en <https://www.bvp.com/portfolio/anti-portfolio>.

Para la quiebra de Lehman, véase McCracken, Jeffrey. «Lehman's Chaotic Bankruptcy Filing Destroyed Billions in Value». *Wall Street Journal*, 29 de diciembre de 2008.

Las historias más completas de la bancarrota de American Airlines pueden encontrarse en Shih, Willy. «American Airlines in 2011». Harvard Business School Case 615-009, julio de 2014 (revisado en noviembre, 2015); y Lynagh, Connor, Darryl Pinkus, Andrew Ralph y Michael Sutcliffe. «The American Airlines Bankruptcy». Turnaround Management Association. <https://turnaround.org/cmaextras/Carl-Marks-Competition-American-Airlines.pdf>. Hay varios relatos periodísticos sobre los que también me basé en Bailey, Jeff. «Anger Management at American Airlines». *New York Times*, 24 de julio de 2006; Mouawad, Jad. «A Waning

Star of Air Travel Struggles as a Solo Act». *New York Times*, 19 de mayo de 2010; Lindsay, D. Michael. «A CEO's Moral Stand». *New York Times*, 30 de noviembre de 2011; Maxon, Terry. «Former AMR Board Member Credits Ex-CEO Gerard Arpey for Keeping Company Going». *Dallas News*, 30 de noviembre de 2011; Brown, Nick. «AMR Labor Needs Shifted After Bankruptcy». Reuters, 26 de abril de 2012; «AMR All Shook Up». *Bloomberg News*, 30 de noviembre de 2011; Gandel, Stephen. «American Airlines: Bankrupt Companies Are Healthier than They Used to Be». *Time*, 30 de noviembre de 2011. Las estadísticas de empleo son de «Overview of BLS Statistics by Industry». U.S. Bureau of Labor Statistics. 2016. <http://www.bls.gov/bls/industry.htm>. Para una revisión actual de la práctica de bancarrota, véase Gilson, Stuart C. *Creating Value Through Corporate Restructuring: Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups*. Nueva York: Wiley, 2001.

La discusión de la tragedia griega y Martha Nussbaum se basa en Eliot, T. S. *Four Quartets*. Londres: Faber & Faber, 1944; Eurípides. *Iphigenia in Aulis*. Traducido por Nicholas Rudall. Chicago: Ivan R. Dee, 1997; Eurípides. *Hecuba*. Traducido por Janet Lembke y Kenneth J. Reckford. Nueva York: Oxford University Press, 1991; y Eknath, Easwaran. *The Bhagavad Gita*. Petaluma, CA: Nilgiri Press, 1985; Nussbaum, Martha C. *The Fragility of Goodness: Luck and Ethics in Greek Tragedy and Philosophy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1986 [*La fragilidad del bien*. Antonio Machado Libros. Edición Kindle, trad. Antonio Ballesteros Jaraiz]; Knull, Katie Roth y Jack Sameth, productores. «Martha Nussbaum». Transcripción. En *Bill Moyers's World of Ideas*. PBS, 16 de noviembre de 1988; y Nussbaum, Martha C. «The Costs of Tragedy: Some Limits of Cost Benefit Analysis». *Journal of Legal Studies* 29, n.º 2 (junio, 2000): 1005-36. Un excelente análisis donde se vinculan el *Bhagavad Gita* y T. S. Eliot (y Bentham con Smith) se puede encontrar en Sen, Amartya K. «Money and Value: On the Ethics and Economics of Finance». Conferencia Baffi en el Banco de Italia, 1991. <<



[2] Mann, *Republic of Debtors*, 262. <<

[3] Fisher, citado en Smith, *Robert Morris's Folly*, 207. <<

[4] Mann, *Republic of Debtors*, 207. <<

[5] *Ibid.*, 229. <<

[6] Edmondson, «Strategies for Learning from Failure», 9. <<

[7] Mann, *Republic of Debtors*, 255. <<

[8] Bailey, «Anger Management at American Airlines».  
<http://www.nytimes.com/2006/07/23/business/yourmoney/23arpey.html>.

<<

[9] Arpey, citado en Mouawad, «A Waning Star of Air Travel Struggles as a Solo Act». [http://dealbook.nytimes.com/2010/05/20/waning-star-of-the-air-struggles-as-solo-act/?\\_r=0](http://dealbook.nytimes.com/2010/05/20/waning-star-of-the-air-struggles-as-solo-act/?_r=0). <<



[10] Boren, citado en Maxon, «Former AMR Board Member Credits Ex-CEO Gerard Arpey for Keeping Company Going». <http://www.dallasnews.com/business/airlines/2011/11/30/former-amr-board-member-credits-ex-ceo-gerard-arpey-for-keeping-company-going>.  
<<

[11] Comunicado de prensa de American Airlines, citado en «AMR All Shook Up» y Gandel, «American Airlines». <<

[12] Agamenón, citado en Nussbaum, «The Costs of Tragedy», 1005-36. Esta línea se traduce de diversas maneras en diversos textos. [Para la traducción al español se usó la versión de Editorial Minimal, 2014. Edición Kindle]. <<

[13] Eliot, *Four Quartets*, 31. <<

[14] Nussbaum, *La fragilidad del bien*, 7. <<

[15] Brown, «AMR Labor Needs Shifted After Bankruptcy». <http://www.reuters.com/article/us-amr-hearing-idUSBRE83P1L220120426>. <<

[16] James Dubela, correo electrónico al autor, 15 de julio de 2016. <<

[17] Nussbaum, entrevista en *Bill Moyers's World of Ideas*.  
[http://www.pbs.org/moyers/journal/archives/nussbaumwoi\\_flash.html](http://www.pbs.org/moyers/journal/archives/nussbaumwoi_flash.html). <<



[18] Nussbaum, *La fragilidad del bien*, 5. <<

## 8. POR QUÉ TODOS ODIAN LAS FINANZAS

[1] Las obras literarias principales para este capítulo son Tolstói, Lev. «How Much Land Does a Man Need?». Traducido por Ronald Wilks. New York: Penguin Books, 2015 [*Relatos*. Barcelona, Debolsillo, 2008, trad. Víctor Gallego Ballesteros]; Dreiser, Theodore. *The Financier*. Cleveland, OH: World Pub., 1940 [*El financiero*. Barcelona: Akal, 2017, trad. María José Martín Pinto]; Ellis, Bret Easton. *American Psycho*. Nueva York: Vintage Books, 1991. DeLillo, Don. *Cosmopolis*. Nueva York: Scribner, 2003; Cather, Willa. *O Pioneers!* En *Willa Cather: Novels and Stories 1905-1918*. Nueva York: Library of America, 1999 [*Pioneros*. Barcelona: Alba Editorial, 2015, trad. Gema Moral Bartolomé].

La cita de Joyce es de Orwin, Donna Tussing. *The Cambridge Companion to Tolstoy*. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.

La información de Martin Shkreli viene de Goldman, David. «Who Is Martin Shkreli? A Timeline». CNN Money, 18 de diciembre de 2015. <http://money.cnn.com/2015/12/18/news/companies/martin-shkreli/>; McLean, Bethany. «Everything You Know About Martin Shkreli Is Wrong or Is It?». *Vanity Fair*, febrero de 2016; y Sanneh, Kelefa. «Everyone Hates Martin Shkreli. Everyone Is Missing the Point». *New Yorker*, February 5, 2016. La opinión pública acerca de las finanzas está resumida en Owens, L. A. «The Polls-Trends: Confidence in Banks, Financial Institutions, and Wall Street, 1971-2011». *Public Opinion Quarterly* 76, n.º 1 (2012): 142-62.

La entrevista de Dreiser es de Rusch, Frederic E. y Donald Pizer, eds. *Theodore Dreiser: Interviews*. Urbana: University of Illinois Press, 2004.

Los antecedentes de los errores de atribución se pueden encontrar en Heider, Fritz. *The Psychology of Interpersonal Relations*. Nueva York: Wiley, 1958; Larson, James R. «Evidence for a Self-Serving Bias in the Attribution of Causality». *Journal of Personality* 45, n.º 3 (1977): 430-41; y Miller, Dale T. y Michael Ross. «Self-Serving Biases in the Attribution

of Causality: Fact or Fiction?». *Psychological Bulletin* 82, n.º 2 (1975): 213.

Descubrí la importancia de la obra de Willa Cather en Cox, Stephen. «The Panic of '93: The Literary Response». En *Capitalism and Commerce in Imaginative Literature*. Editado por Edward Younkis. Lanham, MD: Lexington Books, 2016. <<

[2] Joyce, citado en Orwin, *The Cambridge Companion to Tolstoy*, 209. <<

[3] Tolstói, «Cuánta tierra necesita un hombre», 4. <<

[4] *Ibid.*, 5. <<

[5] *Ibid.*, 8. <<

[6] *Ibid.*, 13. <<



[7] *Ibid.*, 21. <<

[8] *Ibid.*, 2. <<

[9] *Ibid.* <<

[10] Dreiser, *El financiero*, 11. <<

[<sup>11</sup>] Dreiser, citado en Rusch and Pizer, *Theodore Dreiser*, 35. <<

[12] Cather, *Pioneros*, 171. <<

[13] *Ibid.*, 170. <<

[14] *Ibid.* <<



[15] *Ibid.*, 171. <<

[16] *Ibid.* <<

[17] *Ibid.*, 190. <<

[18] *Ibid.*, 181. <<

[19] *Ibid.*, 220. <<

[20] *Ibid.*, 192. <<

[21] *Ibid.* <<

[22] *Ibid.*, 194. <<



[23] *Ibid.*, 178. <<

[24] *Ibid.*, 287. <<

[25] *Ibid.*, 220. <<

[26] *Ibid.*, 280. <<

[27] *Ibid.*, 283. <<

[28] *Ibid.*, 289. <<

[29] *Ibid.*, 196. <<

## EPÍLOGO

[1] La polémica entre las dos culturas viene de Snow, C. P. *The Two Cultures and the Scientific Revolution*. 1.<sup>a</sup> ed. Nueva York: Cambridge University Press, 1959 [*Las dos culturas*. Buenos Aires: Nueva Visión, trad. Horacio Pons]; Wilson, Edward O. *Consilience: The Unity of Knowledge*. Nueva York: Vintage Books, 1999 [*Consilience. La unidad del conocimiento*. Barcelona: Galaxia Gutenberg, 1999]; y Gould, Stephen Jay. *The Hedgehog, the Fox, and the Magister's Pox: Mending the Gap Between Science and the Humanities*. Nueva York: Harmony Books, 2003.

<<



[2] Snow, *Las dos culturas*, 15. <<

[3] *Ibid.*, 12. <<

[4] *Ibid.*, 17. <<

[5] *Ibid.*, 53. <<

[6] *Ibid.* <<

[7] Wilson, *Consilience*, 5. <<

[8] *Ibid.*, 137. <<

[9] *Ibid.*, 71. <<



## CRÉDITOS DE LAS ILUSTRACIONES

PÁGINA 17: Antigua Bolsa de Valores, Ámsterdam, Países Bajos. Foto de Ann Ronan Pictures/Print Collector/Getty Images. <<

PÁGINA 27: *Fortuna*, de Behaim. Grabado alemán del siglo XVIII. Bettmann Collection/Getty Images. <<

PÁGINA 55: la escritora inglesa Jane Austen (1775-1817). Grabado de 1873. Foto de traveler1116/Getty Images. <<

PÁGINA 81: *La parábola de los talentos*, de Lucas van Doetechum (c. 1530-c. 1584). De una colección privada. Foto de Fine Art Images/Heritage Images/Getty Images. <<

PÁGINA 101: Zero Mostel y Gene Wilder en *Los productores*. © The Al Hirschfeld Foundation. [www.AlHirschfeldFoundation.org](http://www.AlHirschfeldFoundation.org). <<

PÁGINA 127: *El matrimonio Arnolfini*, de Jan van Eyck (1395-1441). Foto de Universal History Archive/Universal Images Group/Getty Images. <<

PÁGINA 153: Solanio y Salerio se reúnen con Shylock en una calle de Venecia, en el acto III, escena I, de *El mercader de Venecia*, obra de Shakespeare, *ca.* 1596. Acuarela de Sir John Gilbert. Foto de Rischgitz/Hulton Archive/Getty Images. <<



PÁGINA 158: Tabla que ilustra los activos y pasivos/valor neto, cortesía del autor. <<

PÁGINA 179: Daniel Defoe en la picota. Grabado de 1868. Foto de Duncan Walker/Getty Images. <<

PÁGINA 201: Atardecer en la vieja iglesia de Dane donde asistía Willa Cather. Foto de Farrell Grehan/National Geographic/Getty Images. <<