

# La pirámide financiera MMM

Daniel Kaufmann\*

## Resumen

La protección de los consumidores en una economía de transición constituye un desafío particularmente arduo, porque requiere de un cuidadoso equilibrio entre a) la consideración de que la mayoría de los individuos en esa circunstancia carece de los conocimientos básicos sobre cómo opera una economía de mercado, lo que los hace muy vulnerables al fraude, y b) la tendencia estatal a mostrarse demasiado dispuesto a intervenir en la evolución del mercado. Este último, a su vez, como no ha sido probado –y no lo fue durante setenta años de experimento socialista–, altera la opción del consumidor en un nivel fundamental.

Este estudio de caso describe un esquema fraudulento, la pirámide financiera MMM en Rusia<sup>1</sup>, a modo de ilustración de las dificultades que enfrenta la protección al consumidor en países que recién transitan hacia el sistema de mercado; a partir de este ejemplo es posible extrapolar lecciones útiles para el momento de diseñar políticas de protección al consumidor en los países en vías de desarrollo.

■ Daniel Kaufmann es Ph. D. en Economía de la Universidad de Harvard. Actualmente es economista jefe del Grupo de Economía del Desarrollo en el Banco Mundial. Como economista del Banco, ha trabajado en varias economías en transición en América Latina, África y Asia. Durante la primera mitad de esta década fue jefe de misión en Ucrania, donde estableció la oficina del Banco, asesoró al gobierno en las reformas económicas y creó un extenso programa de educación al público. Entre 1996 y 1997 el Dr. Kaufmann fue Visiting Scholar en Harvard. Ha publicado extensamente en revistas académicas de economía y políticas públicas. En el último tiempo su investigación se ha concentrado en entender las causas de la corrupción y diseñar medidas de política para combatirla. El Dr. Kaufmann es uno de los expertos más renombrados en temas de corrupción y ha desarrollado metodologías pioneras que han permitido cuantificar y evaluar la gravedad de la corrupción en el mundo.

\* DANIEL KAUFMANN, Lead Economist, Development Economics Group, The World Bank, 1818 H Street NW, Washington, DC 20433, Estados Unidos, Fax [202] 522 1159, E-mail: dkaufmann@worldbank.org

Jefe de la Misión del Banco Mundial en Ucrania. Las opiniones son del autor y no necesariamente reflejan las de la institución.

<sup>1</sup> Los hechos que se describen se basan fundamentalmente en material publicado en *The Economist*, *The Financial Times* y el *International Herald Tribune* (diversos números, 25 de julio–23 de agosto de 1994). Agradezco a Charles Blitzer, de la oficina de Moscú del Banco Mundial, y a Chystia Freeland, del *Financial Times*.

## Introducción

**E**n el frío clima moscovita del invierno de 1994, Leonya Golubukov apenas podía mantenerse a sí mismo y a su esposa. Su trabajo como encargado de una escalera mecánica en el Metro de Moscú le reportaba un sueldo miserable, de modo que adquirió una acción en MMM, una compañía de inversiones por entonces desconocida que ofrecía un rendimiento de 3.000% anual sobre su inversión. Una semana después pudo comprar a su esposa unas botas de invierno bastante caras y, poco después, un traje para él mismo y un abrigo de piel para ella. Para cuando llegó el verano, gracias a los ingresos obtenidos por su inversión en MMM, Leonya ya estaba pensando en qué lugar de Francia adquiriría una casa para sus vacaciones.

Leonya no existe; no es más que un famoso personaje de la publicidad rusa. Cada noche, millones de rusos sintonizan su televisor para ver el último comercial de 30 segundos de MMM, que da cuenta del continuo avance de Leonya desde la pobreza a la riqueza.

MMM es una realidad fundamentalmente gracias a este personaje ficticio. Millones de personas creyeron que MMM podría hacer realidad sus sueños, como los hizo para Leonya. En unos pocos meses, MMM vendió millones de acciones a través de 136 oficinas en cincuenta ciudades rusas (sesenta oficinas sólo en Moscú). Los inversionistas y potenciales inversionistas vieron cómo el precio de MMM se iba a las nubes, elevándose desde 1.600 rublos en febrero de 1994 (lo que equivalía a US\$ 1 en ese momento) a 115.000 rublos a fines de julio del mismo año (US\$ 55).

Pero el fondo de inversiones MMM es un fondo sin inversiones. En realidad, no es más que una clásica pirámide financiera. En un principio, MMM pudo vender un número de acciones en rápido crecimiento y usar parte de las ganancias para comprarlas nuevamente a un precio mucho más alto que su precio de venta original. Los afortunados "inversionistas" que vendieron sus acciones de MMM durante este período obtuvieron ganancias considerables. Naturalmente, estas personas fueron objeto de una amplia cobertura publicitaria y de los medios de comunicación. Por el contrario, no hubo publicidad ni se dio explicación alguna al hecho de que, como en cualquier pirámide, los inversionistas ubicados en la base de la pirámide, los que conservaron sus acciones —la masa de inversionistas tardíos—, se arruinaron cuando la pirámide se derrumbó.

La ruina financiera de los accionistas situados en la base de la pirámide se hizo patente el 26 de julio, cuando el gobierno ruso anunció graves acusaciones contra el presidente de MMM, Sergei Mavrodi, por atraso en el pago de impuestos y diversas violaciones a la ley. A fines de julio las acciones se cotizaban a 1.000 rublos (menos de medio dólar), es decir, un 99% de su valor se esfumó en unos pocos días. Para entonces, sólo era posible rescatar los fondos en una sola oficina en Moscú, porque las demás habían cerrado.

Mavrodi ingresó a la cárcel a principios de agosto, tras una dramática redada a su lujoso departamento por parte de las fuerzas especiales de la policía tributaria, que debieron escalar los muros exteriores de su edificio, como pudo verse en imágenes que recorrieron el mundo. Poco después, cientos de miles de accionistas en estado de pánico se agolpaban frente a las oficinas de MMM para intentar vender sus acciones. El 4 de agosto MMM decide cerrar todas sus oficinas en forma temporal.

### *Buscando una indemnización... pero, ¿de quién?*

En el siguiente capítulo de este drama, se esperaría que los accionistas (“consumidores”), enterados del engaño de que habían sido víctimas, y en virtud del cual muchos hipotecaron gran parte de sus ahorros, se volvieran masivamente contra MMM y Mavrodi y buscaran resarcirse mediante recursos legales u otros canales.

No fue así en este caso. De hecho, muchas veces lo que sería esperable desde un punto de vista occidental no es lo que en realidad ocurre en los países de la antigua Unión Soviética. La manera como se desarrolló este asunto en Rusia ilustra la diferencia de perspectiva con que es necesario abordar los temas relacionados con la protección del consumidor en las economías en transición desde economías planificadas a economías de mercado.

Examinemos el giro de los acontecimientos a través del problema de “agencia”, que frecuentemente se conceptualiza como justificación para medidas de protección al consumidor. Dos relaciones agente-principal están en juego en este caso: a) el “sector privado”, en que los accionistas son el principal y MMM el agente, y b) el “sector público”, en que las autoridades rusas (en especial el Primer Ministro Chernomyrdin) son el principal, y los órganos reguladores relevantes (en especial el Ministerio de Finanzas), el agente.

Como veremos, el problema de agencia dentro del primer grupo tiene implicaciones para el segundo grupo. El problema de agencia en el interior del sector público, además, implica el riesgo de una reacción exagerada en nombre de la protección del consumidor. Si ocurriera una sobre-reacción de esta índole, probablemente perjudicaría el bienestar de los consumidores, ya que podría retardarse o complicarse la transición hacia una economía de mercado. De esta manera, las implicaciones para las políticas de protección al consumidor en Rusia pueden ser algo distintas que aquellas de las economías occidentales. Ahora exploraremos la dinámica de estos procesos con mayor detalle.

#### *El problema de agencia en el sector privado*

La relación entre MMM (el agente) y la mayoría de los accionistas (el principal) se volvió acaso más estrecha después de la caída en el valor de las acciones de MMM a fines de julio. La realidad objetiva puede haber sido que MMM engañó de punta a cabo a los accionistas para lograr que éstos invirtieran fondos a cambio de ingresos garantizados estratosféricos, solamente para que esos fondos valieran casi nada algunas semanas

después. No importa. El agente, MMM, convenció a los accionistas de que la culpa de la debacle la tenía otro. El gobierno, sin ir más lejos. De este modo, las acusaciones de violaciones tributarias, la redada contra Mavrodi y el intento de cobrar a su imperio 50 mil millones de rublos pasaron a constituir la demostración de las intenciones "autoritarias" de autoridades que buscaban destruir a millones de pequeños capitalistas (Mavrodi habla de 10 millones de accionistas; cálculos externos sostienen que se trata de una cifra entre 2 y 5 millones). El 29 de julio, Mavrodi declara públicamente: "Hemos sido detenidos en el umbral de un gran salto hacia adelante, por el cual Rusia pudo haberse convertido en el país más rico del mundo, y los rusos, accionistas de MMM, en personas ricas".

Mavrodi logra convencer a los accionistas de MMM de que la culpa no era de él sino del Estado<sup>2</sup>. Las multitudes que se reúnen y están a punto de generar una revuelta en las oficinas de MMM no necesariamente culpan a MMM. Una jubilada, Elena Trubin, dijo: "Creo que la mayoría de nosotros aún apoya a MMM porque no nos han defraudado. El gobierno provocó todo esto por su incompetencia". Poco después, los accionistas forman un movimiento político con el lema "El presidente de MMM para Presidente de Rusia". El día del cumpleaños de Mavrodi se producen manifestaciones de accionistas en muchas ciudades, y se inicia un movimiento para recolectar el millón de firmas requerido para realizar un referéndum y forzar la renuncia del Presidente de Rusia<sup>3</sup>.

En actitud desafiante, Mavrodi anuncia desde su celda de la cárcel que el lunes 22 de agosto su fondo reanudaría las transacciones a través de las oficinas de MMM. La llamativa campaña de televisión continúa saliendo al aire. Los rusos eran testigos de otra victoria más de Leonya. Increíblemente, ese lunes se da inicio a un segundo capítulo de la historia de MMM, cuando sus oficinas efectivamente vuelven a abrir y prosiguen con las transacciones.

Las razones de que MMM pudiera volver a atraer y engañar nuevamente a sus clientes son múltiples y complejas. Revisaremos tres con mayor detalle: a) la falta de credibilidad de las instituciones gubernamentales, b) la falta de cultura económica y c) la disonancia cognitiva en masa. Asimismo, explicaremos por qué es débil la argumentación en favor de una cuarta explicación para el fenómeno: la de que habría un interés racional de parte de los consumidores en su actitud de aliarse con Mavrodi y demandar la devolución de su dinero al gobierno, ya que, una vez que la pirámide se ha derrumbado, las posibilidades de recuperar algo son mayores si se lo exige al gobierno en lugar de a Mavrodi.

<sup>2</sup> Este estudio de caso se completó el 23 de agosto de 1994, cuando la aventura de MMM y sus coletazos aún no concluían. Sin embargo, los eventos ocurridos hasta entonces, y lo ilustrativo y amplio de la explicación de los temas relativos a la protección del consumidor en los países de la antigua Unión Soviética, justificaban la utilización del caso MMM aunque la historia misma no hubiese concluido.

<sup>3</sup> El Presidente Yeltsin había "insultado" al personaje de Leonya diciendo: "Leonya me está enervando". Evidentemente, y como resultado de esta afirmación, millones de "Leonyas" que deseaban gozar de un poco de la buena vida que "los de arriba" habían asegurado para sí mismos se sintieron insultados (*Izvestia*, 27 de julio).

*La falta de credibilidad del Estado*

Hasta ahora, ninguno de los países de la antigua Unión Soviética ha escapado del contundente legado histórico del régimen totalitario soviético. Hasta hace sólo algunos años, las órdenes reemplazaban a los incentivos, y regulación significaba directivas estatales verticales que estructuraban la mayoría de las actividades cotidianas de individuos y empresas. Además, la disponibilidad de bienes estaba estrictamente racionada por el Estado. La libertad de elegir, incluso en el área económica, no existía como concepto, como realidad o como valor.

La actividad del sector privado era penada, y aquellas actividades que sí existían se desarrollaban a espaldas del Estado. El concepto de “consumidor” tenía connotaciones negativas. En su lugar se realizaba al trabajador, al productor. La producción de bienes intermedios y bienes de inversión tenía prioridad sobre la producción de bienes de consumo. Los servicios financieros, como todos los demás servicios, ni siquiera figuraban en las cuentas nacionales soviéticas.

Contra ese trasfondo, y aun pasados varios años desde la disolución de la Unión Soviética, no es de esperar que la población confíe en que las instituciones gubernamentales protegerán sus derechos económicos individuales o sus derechos como consumidores. Todavía se percibe al Estado con mucho recelo en este sentido<sup>4</sup>. Esto es particularmente cierto en el caso de actividades que la vieja guardia y la izquierda pudieran percibir como “ganancias fáciles”, “especulación”, “mafia” o cualquier otra forma de “producción no material”, como la intermediación financiera.

Al mismo tiempo, el gobierno soviético siempre fue considerado como el proveedor de protección social. Las bancarrotas individuales o de compañías no existían; todo el mundo gozaba de un paquete de beneficios sociales garantizados. La protección social reemplazaba a la protección del consumidor. Sin contar a la elite privilegiada de la *nomenklatura*, todos tenían acceso garantizado (después de la respectiva cola) a un paquete estándar de bienes básicos de poca calidad a precios artificialmente bajos.

Mavrodi sacó partido hábilmente a la brecha de credibilidad entre las intenciones gubernamentales y las actividades del sector privado, y al mismo tiempo intentó beneficiarse del concepto del Estado como garante social<sup>5</sup>.

En efecto, Mavrodi se las arregló para pervertir la tipología de Hirschman, que contrasta la “voz” (del consumidor, para obtener reparación) y la “salida” del mercado si esa voz no es escuchada. El especulador ruso combinó voz y salida: el movimiento de accionistas de MMM en gestación se está convirtiendo en una “voz saliente”. Mediante la

<sup>4</sup> Uno de los corresponsales extranjeros con mayor experiencia en Moscú, John Lloyd, inicia un artículo en el *Financial Times* (26 de julio) afirmando con naturalidad que “La amenaza de colapso (de MMM) está enfrentando a las recientemente surgidas fuerzas de los consumidores con las autoridades rusas, percibidas por amplios sectores con desconfianza...”.

<sup>5</sup> Como se dijo, las acusaciones de las autoridades tributarias, que aceleraron la caída de la pirámide, constituyeron la “evidencia” que Mavrodi utilizó para enfrentar a los accionistas con las autoridades.

organización de esta voz como fuerza colectiva que busca una indemnización masiva de parte del Estado (en lugar del proveedor fraudulento del bien o servicio perteneciente al sector privado), se logra que los accionistas, decepcionados, decidan “salirse” de este mercado en ciernes, y hacerlo ruidosamente además<sup>6</sup>.

En un sentido más general, la falta de credibilidad que enfrentan los gobiernos de las economías en transición los coloca en un dilema en particular difícil. Por un lado, esta brecha significa que las autoridades necesariamente deberán actuar, en materias relativas a la reglamentación de las actividades de los consumidores, con mayor cautela (y probablemente de manera más tímida en un principio) que como actuarían en los países occidentales<sup>7</sup>. Por otro lado, todavía se espera que el Estado acuda en auxilio de los individuos sin importar lo que hagan, ya sea en nombre de la acostumbrada protección social o porque la brecha de credibilidad (y la falta de responsabilidad individual) implica que la culpa por los daños sufridos por algún individuo aún será atribuida al Estado.

*Ignorancia de los consumidores en general y falta de educación para el consumo*

En países africanos y asiáticos con menores índices de alfabetismo, un esquema de pirámide tiene menos probabilidades de alcanzar las proporciones a que llegó en Rusia, aun después de un control por niveles de ingresos. Puede que muchos habitantes de África o Asia no sepan leer o escribir, pero han experimentado el mercado, el riesgo y el espíritu empresarial. En general, estarán conscientes de que debe haber alguna trampa cuando se les ofrecen rendimientos de 3.000% sobre una inversión. En Rusia, a pesar del alto nivel de la educación y de su refinamiento científico, el grado de analfabetismo económico y respecto del mercado es vasto: no pasaron en vano setenta años bajo un sistema centralmente planificado<sup>8</sup>.

Algunos accionistas de MMM, urbanos, moscovitas, sabían a lo que iban; se trataba de una lotería, en la que ganar o perder dependía de su sentido de oportunidad para vender antes del colapso de la pirámide. Sin embargo, muchos otros accionistas simplemente no se preguntaron si existía un lado oscuro en su inversión, ya que estaban acostumbrados a los ingresos garantizados y no tenían experiencia en el manejo de instrumentos financieros. Tomar riesgos era algo nuevo para ellos.

---

<sup>6</sup> Dicho en forma más sencilla: el *Economist* (30 de julio de 1994) sostiene que Mavrodi está tratando de chantajear al gobierno para lograr que éste ayude a los accionistas. En una carta abierta publicada en los diarios moscovitas, Mavrodi advierte al gobierno acerca del poder de sus “10 millones” de accionistas: “De modo que a las autoridades no les gusta Leonya. Pero... ¿a 10 millones de Leonias les gustan las autoridades?” En otra carta, dirigida a las autoridades tributarias, que reclaman a MMM 50 mil millones de rublos por concepto de impuestos impagos y multas, Mavrodi advierte que tomar su dinero destruiría a MMM: “No me atrevo a vaticinar de qué manera se manifestará la ira de las personas despojadas: una revolución, guerra civil o cualquier otra forma”.

<sup>7</sup> Lo comento más detenidamente hacia el final de este artículo.

<sup>8</sup> Con algunas excepciones, pues en la era soviética subsistió una economía informal, ilícita, en la que se llevaban a cabo muchas transacciones ingeniosas. Estos “empresarios” soviéticos tienen una ventaja en la transición oficial a una economía de mercado, y rápidamente han amasado riquezas a través de su relativo monopolio de “educación de mercado”.

Para decirlo de otra manera, como era la primera pirámide rusa el vendedor disponía de mucha más información (y más precisa) que el comprador. La asimetría en la distribución de la información era particularmente pronunciada puesto que Mavrodi pertenecía a aquella clase privilegiada que estaba preparada para cosechar los frutos del “capitalismo inicial”. Brillante matemático y aventajado estudiante de los instrumentos financieros, ya había aprendido cómo combatir creativamente al sistema soviético a fines de la década de 1980.

Mavrodi sabía que, como en el caso de los “bienes de confianza”<sup>9</sup>, los consumidores averiguarían la calidad del bien cuando fuera demasiado tarde. Además, la prueba del mercado no sería lo suficientemente fuerte para evitar el comportamiento oportunista de Mavrodi. De hecho, y al igual que con los “bienes de confianza”, la peor amenaza que pudo percibir era una quiebra limitada (y posiblemente unas pocas semanas en la cárcel), en tanto que aún podría amasar (y posiblemente ocultar) una pequeña fortuna. El daño global que podría causar a otros era considerablemente mayor que el riesgo en que él mismo incurriría. De hecho, su conocimiento de esto último (el “poder de los 10 millones de accionistas”) puede haberlo llevado a pensar que la probabilidad de una bancarrota era relativamente baja. Apostó a que el gobierno se vería forzado a otorgar a la empresa y a los accionistas un trato especial una vez que quedara en evidencia la fragilidad de la pirámide<sup>10</sup>.

#### *Reducción de la disonancia cognitiva en una escala masiva*

El muy bien pensado anuncio televisivo de MMM, con la miniserie de Leonya, ilustra la importancia de la psicología social en general y de la reducción de la disonancia cognitiva en particular. En la terminología de Akerlof y Dickens (1982), los accionistas querían creer que lo que estaban comprando era un ticket para participar de la receta para hacerse rico como Leonya. Esta creencia fue reforzada sistemáticamente noche tras noche por los avisos en la televisión. Un accionista jubilado, Vassily Karpov, dijo mientras esperaba ante una ventanilla de MMM luego del colapso de fines de julio: “Compré 20 acciones hace tres meses, cuando costaban 28.000 rublos, con la intención de tomar unas vacaciones en el mar Negro. Es todo lo que tengo”.

Un caso aún más extremo de los intentos de cada individuo por disminuir su propia disonancia cognitiva ocurre una vez que la pirámide comienza a derrumbarse. Para disminuir la inconsistencia psicológica (después de todo, desde su punto de vista, aún poseen el billete para una casa en La Riviera), rápidamente los accionistas hacen suya la explicación de que

<sup>9</sup> Aquellos bienes cuya calidad raramente llega a conocerse, como los extintores de incendios, la resistencia de una casa a los terremotos y la oportunidad de la intervención de un médico.

<sup>10</sup> En otras palabras, existía un problema de riesgo moral (en sentido literal y figurado): el problema de hasta qué punto los costos de la audacia de Mavrodi los soportarían otros se hacía mayor en la medida en que se extendía el engaño, porque con ello se incrementaba el “poder de chantaje” que él percibía. Esto es coherente por lo menos con el intento (posterior, debe admitirse) de chantajear al gobierno para lograr una solución a través del poder que suponía le daban sus millones de “votantes”.

debe culparse a la intervención estatal, y buscan una indemnización. Green lo que Mavrodi les dice, ya que creerle a él (por definición) los ayuda a justificarse en su decisión de comprar las acciones, en el sentido de adquirir un pasaje hacia la riqueza<sup>11</sup>.

Una buena ilustración de los extremos a que puede llegar la disonancia cognitiva es el hecho de que, después del virtual colapso y cierre temporal de MMM a principios de agosto, la gente continuaba viendo los avisos nocturnos para seguir a Leonya.

Más increíble aún, cuando las oficinas reabrieron el 22 de agosto, miles de personas volvieron a hacer fila, no para vender sus antiguas acciones, como quisieron hacerlo durante el pánico que precedió al cierre de las oficinas, sino para comprar. Para sortear las normas legales que exigían registrar nuevas acciones, y para engañar a los consumidores una vez más, MMM no vendió acciones legítimas al abrir sus oficinas, sino "vales". Estos vales se vendieron a 1.515 rublos cada uno, sobre la base de una vaga promesa por parte de MMM de que, en una fecha futura no especificada, canjearía cien vales por una acción. En otras palabras, además de confiar en que se produciría dicho canje (y en el momento oportuno), los adquirentes de vales apostaban ahora a que las acciones de MMM crecerían de acuerdo con un factor de más de 100 hasta alcanzar un valor superior a los 151.500 rublos cada uno, es decir, ¡un 40% más alto que el valor más alto obtenido por las acciones antes del colapso! La disonancia cognitiva y la falta de racionalidad de los consumidores (especialmente cuando se trata de hacer cálculos que no son evidentes) conspiraron en su contra<sup>12</sup>. Muchos de los compradores eran antiguos accionistas. Uno de ellos, mientras esperaba bajo la lluvia, demostró ignorar la distinción entre vale y acción, y dijo: "Yo creo en MMM y voy a comprar cinco acciones más. Esta inestabilidad es solamente temporal"<sup>13</sup>.

En suma, la habilidad de MMM para hacer funcionar los mecanismos descritos se explica por la combinación de falta de credibilidad

---

<sup>11</sup> En el semanario *Sovershenno Sekretno*, un psicólogo anónimo sugirió que Leonya Golubkov había cambiado la imagen del ruso promedio, desde un obediente trabajador a un héroe de novela del siglo diecinueve (Oblomov) que pasa los días sentado, pensando en la riqueza pero incapaz de ganársela con su trabajo.

<sup>12</sup> Para un accionista típico, los cálculos no son evidentes porque a) debe leer la "letra chica" para enterarse de que necesitan cien vales para comprar una acción, b) debe darse cuenta de que el precio del vale debe multiplicarse por 100 para hacerlo compatible con el precio **esperado** por acción, y c) son inciertas tanto la evaluación de la probabilidad como la fecha del canje de los vales por acciones.

<sup>13</sup> *International Herald Tribune*, 23 de agosto. Otros dos ejemplos sugieren la existencia y extensión de la disonancia cognitiva. El primero es el valor en la calle de las acciones de MMM. Justo antes del cierre de sus oficinas, en los primeros días de agosto, las acciones se transaban a 1.500 rublos en las ventanillas de MMM. A pesar del cierre, las transacciones en la calle se realizaban a seis veces ese valor. Evidentemente, los "consumidores" aún se negaban a creer que el bien podría convertirse en algo inútil.

La segunda evidencia se basa en la distinta manera de pensar de los accionistas y los demás ciudadanos. Mientras en general los accionistas culpaban de lo sucedido al gobierno, una encuesta realizada a los moscovitas (93% de no accionistas de MMM) por el Instituto de Sociología reveló que un 28% culpaba a MMM, un 21% a la "credulidad e ingenuidad" de los accionistas, y solamente el 13% de los encuestados culpaba al gobierno o al servicio de impuestos internos, que, diez días antes había alertado a la población sobre la inviabilidad de MMM una vez establecido el monto de la evasión tributaria.

del Estado, carencia de cultura económica y educación de los consumidores y la presencia de una disonancia cognitiva masiva en una población empobrecida que sueña con volverse rica de un momento a otro. El episodio MMM ejemplifica de manera brillante el problema de agencia. Más aún, las tácticas de MMM, agente en el sector privado, tienen importantes implicaciones para el conjunto agente–principal del sector público.

*Las razones contra el argumento de la estructura "racional" de incentivos*

En teoría, puede alegarse que el unirse a Mavrodi y exigir indemnización al gobierno corresponde a los intereses racionales de los accionistas, ya que, tras el colapso, las posibilidades de obtener algo a cambio son mayores con esta actitud que si se exige a Mavrodi. Este argumento, si fuera válido, debilitaría explicaciones alternativas como la brecha de credibilidad, la incultura económica y la disonancia cognitiva. Pero, en la práctica, el argumento a favor de la estructura "racional" de incentivos no demuestra fortaleza.

En primer lugar, los accionistas pueden actuar en forma racional al dirigirse contra el gobierno, pero hacerlo no implica necesariamente aliarse con Mavrodi. De hecho, una alianza de esa naturaleza podría resultar contraproducente, ya que probablemente destruirá cualquier potencial simpatía por parte del gobierno hacia los accionistas. El colapso de una pirámide financiera parecida en Cluj, Rumania, es un buen ejemplo de ello. Esa gran pirámide, llamada Caritas, se derrumbó poco a poco durante 1993, pero los accionistas no se pusieron de parte del jefe de la compañía, actualmente en prisión. Además, y al contrario de lo sucedido en el caso MMM, el gobierno y las autoridades locales habían invertido sumas importantes en la pirámide, por lo que muchos accionistas se las arreglaron para recibir alguna indemnización.

En segundo lugar, la "calidad" en el mercadeo de la operación por parte del jefe de la compañía parece importar bastante en el momento de producirse o no una alianza entre el agente y el principal. Un experimento controlado en Rusia es ilustrativo al respecto. Cuando el gobierno formuló advertencias sobre MMM, también lo hizo acerca de otra pirámide similar, aunque no tan conocida, la Rusky Dom Sellinga, o Casa Rusa de Ventas (RDS). Sin embargo, mientras Mavrodi conseguía atraer a su lado a los accionistas en la medida en que MMM se derrumbaba, en el último caso los ejecutivos "agentes" fueron mucho más pasivos. Los accionistas reaccionaron contra la compañía, destruyendo algunas de sus oficinas.

En suma, en el contexto soviético, cuando una pirámide se ha derrumbado la estructura de incentivos puede ayudar a explicar por qué los accionistas pueden tender a culpar al gobierno. Pero en sí misma esta estructura de incentivos no es capaz de explicar la fuerte alianza entre los accionistas y Mavrodi. En este contexto, uno esperaría que los accionistas estuvieran descontentos con el jefe de la compañía y que, además, culparan al gobierno por permitir que un financista deshonesto operara impunemente y sin advertencia. A menos que el jefe de la compañía se las ingeniara para desviar la ira en su contra, dirigiéndola de manera masiva contra el gobierno...

*El problema de agencia en el sector público*

La exitosa estrategia de Mavrodi para aparecer libre de culpa ante sus accionistas puso al gobierno a la defensiva. Una percepción bastante generalizada de que el gobierno se había equivocado puso al Estado en una posición particularmente incómoda. Durante muchos meses, el gobierno no dijo nada, no hizo nada y no advirtió a nadie acerca de esta estructura de pirámide. De repente surgen la acusación gubernamental por evasión tributaria y las advertencias contra una posible insolvencia de MMM, junto con las rudas tácticas empleadas por la policía de impuestos durante la redada al departamento de Mavrodi. Sólo en ese momento el gobierno comprende con claridad lo que significan millones de accionistas indignados, que comienzan a organizarse contra el Estado. El clamor de las demandas por indemnizaciones se vuelve más fuerte.

Dadas las potenciales consecuencias de la situación, el Primer Ministro ruso, Víctor Chernomyrdin, se sitúa de lleno en la posición de “principal” del Estado en este escándalo. Se da cuenta de que debe tratar urgentemente con tres tipos de actores económicos, el agente (MMM) y el principal (accionistas) en el sector privado, y su propio agente en el sector público. Este último está representado principalmente por el Ministerio de Finanzas, que está a cargo de tratar con las instituciones financieras y es responsable por la recolección de impuestos.

Frente a las presiones emanadas de los principales y el agente en el sector privado, el Primer Ministro demuestra ductilidad y una considerable conciencia acerca de los intereses de los contribuyentes en una economía en transición hacia el mercado. El fin de semana del 30 de julio anuncia que no habrá compensación para los accionistas, porque “a dichas personas sólo podrían pagarles aquellos que no compraron acciones de MMM”. Ello se complementa con las declaraciones de un alto funcionario del gobierno, quien afirmó por televisión que “La economía de mercado significa antes que nada la responsabilidad personal y directa de cada individuo”.

Sin embargo, ese mismo día Chernomyrdin reconoce que su “agente” en el sector público había errado también. Dijo que las instituciones gubernamentales habían fallado al no proporcionar una legislación adecuada, y específicamente culpó al Ministerio de Finanzas y a sus más altas autoridades por no utilizar la normativa vigente. De forma reveladora, agregó: “No podíamos impedir a las personas que compren las acciones, pero sí estábamos obligados a explicarles lo que había detrás de esto”; además, prometió castigar a los responsables en el Ministerio<sup>14</sup>.

El “agente” del sector público, el Ministerio de Finanzas, sintiéndose reprendido, reaccionó. Primero se produce la sensacional redada y el encarcelamiento de Mavrodi. El Ministerio aboga por que se realicen auditorías a MMM y otras compañías similares que estaban operando en Rusia. Critica públicamente a los medios de comunicación masivos por continuar transmitiendo y publicando los anuncios de MMM. Los medios le responden que están obligados por contrato a hacerlo, que se les ha pagado anticipadamente por transmitir hasta enero de 1995, y que si no lo hicieran serían responsables de

<sup>14</sup> *Financial Times*, 1 de agosto de 1994.

violación de contrato. El Ministerio de Finanzas hace notar que el propósito de un decreto presidencial de junio era proteger a los consumidores contra la publicidad falsa y engañosa. Sin embargo, se le aclara que ese decreto no cubre los productos y servicios ofrecidos por instituciones financieras, sobre los cuales, por lo demás, el mismo Ministerio de Finanzas tiene jurisdicción y debe adoptar la reglamentación correspondiente. En otras palabras, no había en el momento una legislación adecuada respecto de la publicidad en el sector financiero.

Pero el “agente” no se limita a ponerse a la defensiva. Como en la mayoría de las economías de la Unión Soviética, gran parte de la burocracia actual es un remanente del sistema soviético de economía planificada. Muchos de sus miembros no apoyan la transición hacia una economía de mercado del que son testigos día a día en Rusia. Además, en el fluido ambiente institucional en que se desenvuelven las agencias gubernamentales en las nuevas economías en transición, la distribución del poder y autoridad todavía está evolucionando. De este modo, el Ministerio de Finanzas aprovecha el episodio MMM como una excusa para ejercer un control significativamente mayor sobre el sector financiero privado en Rusia, y para recuperar una mayor autoridad en la toma de decisiones (y el otorgamiento de los preciados “permisos”) frente a otras agencias gubernamentales.

No resulta sorprendente entonces ver al Ministerio preparar con increíble rapidez un proyecto de legislación que otorga a la policía tributaria un control regulador sobre todas las transacciones en el mercado accionario. Además, el proyecto legislativo otorga al Ministerio el derecho de discriminar en contra de bancos e inversionistas institucionales extranjeros... Inmediatamente los corredores de bolsa rusos se organizan para bloquear el proyecto, que según ellos pondrá en serio peligro el proceso de desarrollo del mercado. Las autoridades progresistas del Comité Estatal para la Privatización entran al debate público declarando: “Este es un esfuerzo del gobierno para cerrar la llave al libre comercio y controlar los mercados financieros. Es muy peligroso”<sup>15</sup>. A partir del 23 de agosto, el proyecto quedó pendiente.

En síntesis, en este caso el “problema de la agencia” en el sector público no es simplemente uno en que el agente le falló a su principal en sus obligaciones de supervigilancia (otorgar un mínimo de protección al consumidor). Es posible que una falla mayor provenga de una reacción reguladora exagerada. En la medida en que el principal (los líderes rusos) esté aún comprometido con el objetivo primordial de la transición a una economía de mercado, esa reacción exageradamente reguladora del “agente” para evitar excesos del tipo MMM debilitaría la misma función del principal.

<sup>15</sup> *Financial Times*, 19 de agosto.

### *Implicaciones políticas para la antigua Unión Soviética*

No nos hallamos frente a un libro de recetas para la protección del consumidor en los países de la antigua Unión Soviética. Sólo aprovechamos las ideas que surgen del caso MMM para identificar las áreas que requieren de un énfasis particular cuando se trata de economías en transición.

Engel (1995) identifica los seis derechos del consumidor de más amplia aceptación, que son: seguridad, información, elección, "voz", reparación y educación para el consumo. Durante la era soviética, ninguno de estos derechos estaba muy difundido ni constituía un derecho protegido. Por lo tanto, ahora la cuestión es cómo manejar el surgimiento de estos derechos reconocidos en la transición hacia una era post-soviética.

#### *La primacía de la libertad de elección*

Los ex miembros de la Unión Soviética enfrentan una meta dominante y una restricción intimidante. La primera es la transición al mercado, la última es la debilidad de su marco institucional y del imperio de la ley, particularmente en lo que se refiere a las instituciones del mercado. Además, cualquiera sean las instituciones basadas en una economía de mercado que se estén organizando, su capacidad de imponer normas es aún muy limitada. Superpuesta a esta última restricción está la "brecha de credibilidad" de la población frente a las instituciones estatales (y a sus medidas), como consecuencia del legado soviético.

Así pues, hay buenas razones para introducir la "primacía del derecho a elegir" en el desarrollo de una estrategia para la protección del consumidor en los países de la antigua esfera soviética. En primer lugar, si no hay posibilidad de elección, la mayor parte de los otros derechos pierde su valor, o se vuelven superfluos (es decir, la libertad de elegir es en la práctica un derecho lexicográficamente anterior a los demás). En segundo lugar, para alcanzar el objetivo declarado de asegurar el acceso a una variedad de bienes y servicios a precios competitivos ("elección"), no hay otro sistema económico conocido aparte del sistema predominantemente privado y competitivo de mercado, con todos sus bien conocidos defectos. Este es el sistema hacia el cual las economías de estos países pretenden transitar. Cualquier medida reglamentaria que retarde el proceso de transición podría complicar el logro del derecho fundamental a elegir. Para alcanzar el objetivo prioritario de "libertad de elegir" en las economías de transición, la liberalización y desregulación del mercado (de los precios, el comercio, las nuevas actividades del sector privado), así como la privatización de los bienes estatales, son herramientas indispensables. Por lo tanto, resulta crucial alejarse del control reglamentario del pasado.

El potencial de un contragolpe regulatorio frente al caso MMM resulta ilustrativo en este contexto. Una ley que otorgase a la policía tributaria amplios poderes para el control de todas las actividades del mercado accionario, y que le permitiera establecer obstáculos a compañías de inversiones extranjeras, podría interrumpir el flujo de capital financiero local e internacional hacia los cientos de miles de firmas recientemente privatizadas que necesitan capital para su reestructuración. El mercado accionario ruso ha estado creciendo rápidamente en estos meses, en la

medida en que las oportunidades de inversión en firmas recientemente privatizadas se han expandido de manera espectacular: se trata del programa de privatizaciones más grande de la historia. Solamente en julio de 1994 se transaron aproximadamente 500 millones de dólares en acciones. Estas sumas pueden continuar multiplicándose o pueden disminuir muy rápido, dependiendo de si se impone una regulación exagerada o no.

Parece lógico, entonces, que el “costo” global de cualquier medida reglamentaria generada por el Estado sea mayor en un país de la antigua Unión Soviética que en la mayoría de los otros. Aun si el objetivo final es cualquiera de los otros encomiables derechos de los consumidores (distintos al de la libertad de elección), la medida puede dificultar la transición a un sistema en que los consumidores puedan beneficiarse del derecho fundamental de elegir.

En todo caso, sería falaz inferir, a partir del argumento de la primacía de la libertad de elección, que debe ponerse poco empeño en la ejecución de medidas destinadas a proteger los restantes derechos de los consumidores. En lugar de ello, el desafío radica en elaborar una estrategia en la que los instrumentos para alcanzar los demás objetivos (“derechos”) sean complementarios (refuercen) o por lo menos neutrales respecto del objetivo de la libertad de elección. Además, dados los altos costos asociados a una posible reacción frente a un escándalo de grandes proporciones, como el caso MMM, la ejecución de tales medidas debería tener la más alta prioridad durante las etapas iniciales de la reforma<sup>16</sup>. Sin ser exhaustivos, a continuación se indican algunos elementos.

#### *Desarrollo de instituciones legales orientadas al mercado*

El derecho a reclamar judicialmente y a recibir reparación, que a su vez ayudaría a salvaguardar los derechos a la seguridad, a ser escuchados y a contar con información exacta, requiere de un cambio sustancial en el enfoque legal e institucional de los tribunales. Como ilustración de la insuficiencia del desarrollo de este sistema, un caso de excepción-que-confirma-la-regla alcanzó los titulares en todo el mundo a principios de agosto de 1994, cuando un tribunal ruso ordenó a un vendedor detallista pagar compensación a un ciudadano por haberle vendido un videograbador defectuoso. Debe producirse un concienzudo proceso de desarrollo institucional y reformas legislativas para convertir tales excepciones en la rutina diaria.

#### *Normas simples para el ingreso al sector financiero*

En lugar de reglamentar en forma excesiva el funcionamiento global del mercado accionario y del sector financiero en general, el problema de las pirámides tipo MMM podría abordarse de manera más directa a través de la emisión de pautas claras para el ingreso al sector financiero. Estas pautas dejarían fuera a los operadores efímeros y/u obligarían a los “empresarios financieros” que pagan sus impuestos, y que deseen organizar una pirámide, a ser muy transparentes con el público respecto de la naturaleza y de la incierta calidad de los “bienes” que esperan vender.

<sup>16</sup> Es un consejo útil para aquellos países en los que la transición desde una economía planificada a una economía de mercado esté en sus etapas iniciales.

Pautas simples y exigibles pueden constituir una alternativa ante los llamados de numerosas autoridades rusas en demanda de una prohibición de las pirámides financieras y los mecanismos relacionados, como MMM. Una prohibición de esta naturaleza podría dar como resultado un excesivo celo que desincentivaría la actividad de los capitalistas de riesgo de buena fe. En lugar de ello, podrían autorizarse estas pirámides siempre y cuando se organicen bajo la misma jurisdicción de los casinos y loterías, por ejemplo, y que el público esté consciente de que la compra de una acción en dichas pirámides es comparable a ir al casino a jugar ruleta. Pero es sumamente importante que haya claridad de que el capitalista que organiza y maneja una pirámide u otra institución financiera sea independiente de los políticos o funcionarios del sector público. Falta de transparencia debido a los intereses creados y corrupción dentro del gobierno provocó, por ejemplo, la crisis de las pirámides en Albania, que culminó en guerra civil.

El caso más general del sector financiero de Ucrania es también ilustrativo en este contexto. En la actualidad, operan en este Estado alrededor de doscientos bancos con licencia, desde bancos solventes y legítimos, al estilo occidental, a “tesorerías” de empresas estatales, pasando por efímeras empresas de capitales de riesgo. El Banco Mundial, en su *Informe Económico sobre Ucrania*, recomienda no prohibir o suprimir las categorías segunda y tercera de “bancos”. En lugar de ello, sugiere hacer una clara distinción entre los “bancos verdaderos” y las demás instituciones financieras. Los pocos bancos escogidos tendrían un conjunto de obligaciones y estarían sujetos a reglamentaciones preventivas para evitar descuidos, y de este modo obtendrán un sello de aprobación del Banco Central, el que sería bien publicitado. Todas las demás instituciones serían clasificadas como instituciones financieras de mayor riesgo.

#### *Normas publicitarias simples*

Uno de los corolarios del caso MMM es la evidente necesidad de introducir y exigir el cumplimiento de leyes sobre publicidad. Dados los límites de la capacidad institucional, estas leyes deberían ser simples y no necesariamente abarcar todos los aspectos. Podría exigirse que un sistema del tipo MMM aclare en su publicidad que no se trata de una compañía de inversiones; también debería explicar los riesgos que involucra. En el sistema de pirámides desastrosas en Albania, por ejemplo, por mucho tiempo las pirámides y el gobierno (debido a la corrupción) le mintieron al público tanto sobre los riesgos como sobre la situación financiera verdadera de las pirámides.

#### *El papel de las instituciones no estatales*

Considerando las circunstancias de la brecha de credibilidad y la deficiencia en la capacidad institucional del Estado, hay que enfatizar mucho más el desarrollo y la promoción de los derechos del consumidor mediante instituciones no estatales. En el caso de MMM, uno de los efectos más positivos de su derrumbe fue la iniciativa tomada por los mismos corredores de bolsa, quienes están presionando en contra de la aprobación del proyecto de ley de la “policía tributaria”, y negocian con el gobierno ruso la puesta en práctica de un sistema de autorregulación similar al de Estados Unidos.

Más en general, los meses posteriores al escándalo de MMM vieron surgir varias asociaciones de consumidores. La Asociación de Consumidores de Ekaterinburgo demandó a la compañía aérea Aeroflot por un retraso de 21 horas en una helada sala de espera en Moscú. Aunque no parece haberse logrado compensación alguna en este caso, el solo hecho de que los consumidores hayan podido llevar a Aeroflot a los tribunales se considera un hito en Rusia. Otra agrupación de consumidores lucha por obtener una compensación para las familias de las víctimas rusas del desastre aéreo de Siberia. En el inmensamente talentoso y emprendedor capital humano ruso, parece estar emergiendo una nueva clase de activistas en pro de los derechos de los consumidores, y ellos podrían ayudar a llenar un vacío y liderar una actitud más sensible desde el sistema legal.

*La "subprimacia" de la educación de los consumidores*

Tras la primacía absoluta de la libertad de elegir, y mucho más que antes, puede argumentarse en favor de que el papel de la educación para el consumo (y el derecho a esa educación) sea lo segundo más importante. La vasta ignorancia económica y sobre los derechos de los consumidores, junto con la aguda curva de aprendizaje del ruso promedio, sugiere que existe un gran potencial de beneficio en la educación de los consumidores. Hubiera sido mucho menos probable que un consumidor educado comprara acciones de MMM; el mismo Primer Ministro reconoció en este punto una falla del gobierno. Existen indicios de que el mensaje fue entendido en el gobierno, ya que los funcionarios se han tomado cada vez más asertivos en televisión para educar al público respecto de este tipo de operaciones. Cuando MMM reabrió sus oficinas para vender "vales", el gobierno advirtió que no se trataba de acciones válidas porque no estaban registradas. De manera más gráfica, dijeron que el público estaría comprando solamente "bellas postales" y que podrían esperar los mismos ingresos que lograrían de la venta de una postal<sup>17</sup>.

La educación de los consumidores puede también abordar el problema de la disonancia cognitiva, que es alimentado por simple ignorancia. El caso MMM es directamente relevante en este contexto: la amplia difusión del caso y del empobrecimiento de tantos "consumidores" engañados, comparada simultáneamente con el desempeño de muchos fondos de inversión legítimos, podría hacer mucho más bien que una serie de normas elaboradas apresuradamente y no susceptibles de aplicarse<sup>18</sup>. Otro medio educativo son las series televisivas. Como lo demuestran los comerciales de Leonya (y la enorme popularidad de las estrellas de las telenovelas mexicanas en los países del Este), las series pueden ser un medio

<sup>17</sup> Los funcionarios de gobierno rusos están tornándose cada vez más hábiles para señalar a los medios de prensa la presencia de información engañosa también en otras áreas. Maxim Boyko, jefe del Centro de Privatización Ruso auspiciado por el Estado, critica a *The Economist* en una carta al editor fechada el 2 de julio, indicando que la revista había publicado el aviso de un banco comercial (Olympickij) que decía estar a cargo de la privatización en Rusia, cuando esa actividad es responsabilidad del organismo dirigido por Boyko.

<sup>18</sup> Reglamentaciones que, en todo caso, no deberían ser consecuencia de un solo incidente, no importa su gravedad, sino el resultado de un enfoque estratégico global.

para enseñar economía y educar para el consumo. De hecho, durante los últimos meses la radio rusa ha comenzado a emitir una telenovela sobre la economía de mercado. Programas de este tipo podrían utilizarse para contrarrestar de manera efectiva la publicidad de artificios tipo pirámide y sus pretensiones<sup>19</sup>.

Junto con ello, un enfoque sensato frente a la educación pública por parte del Estado, y sobre todo de los órganos no estatales, también sería beneficioso para situar el desastre de MMM en su perspectiva justa. La involucración de órganos no es muy importante también cuando hay corrupción e intereses creados contra la transparencia financiera dentro del gobierno, como ocurrió en el caso de las pirámides en Albania.

Es probable que MMM se una a un puñado de compañías dudosas, típicas de las etapas iniciales del capitalismo. La historia es testigo de ello: la "tulipanmanía" en Holanda en el siglo diecisiete, las burbujas del Mississippi y el Mar del Sur durante el siglo dieciocho, el Plan del Canal de Panamá en el siglo pasado y, recientemente, la "clujomanía" (la pirámide rumana Caritas) son otros tantos casos<sup>20</sup>. Como en ellos, salvo por una reacción reguladora exagerada de las autoridades, es improbable que la difícil aunque gigantesca transición rusa hacia el mercado se retrase a causa de la MMM de Mavrodi, ni por otros sistemas similares.

### Epílogo

Los acontecimientos que han tenido lugar con posterioridad a la redacción de este estudio de caso apoyan la explicación de por qué MMM pudo continuar engañando a sus clientes después de que la verdadera naturaleza de sus actividades comerciales fuera revelada al público.

A fines de octubre de 1994, en una elección especial, Sergi Mavrodi fue elegido para ocupar un escaño vacante en la Cámara Baja del Parlamento ruso. Con ello obtuvo la inmunidad frente a los cargos por evasión tributaria. Durante su campaña, apeló a las personas para que votaran por él y le permitieran salvar la empresa. Inmediatamente después de haber resultado elegido, anunció a tres mil de sus partidarios, reunidos para celebrar su victoria, que la emisión de acciones de MMM sería suspendida. *The New York Times* describió la reacción de sus clientes/electores de la siguiente manera (2 de noviembre):

"Las personas explotaron con ira, arrojando al aire sus documentos MMM después del anuncio, abandonadas ya las esperanzas de poder canjear sus títulos".

---

<sup>19</sup> Reconociendo la enormidad de la brecha de analfabetismo, el Banco Mundial está aplicando un programa de educación económica en Ucrania.

<sup>20</sup> Flood y Garber (1994) alegan que la "tulipanmania", Mississippi y Mar del Sur no fueron burbujas después de todo. Por lo tanto, el paralelo con MMM y la pirámide Caritas de Cluj puede ser imperfecto.

**Referencias**

- Akerlof, G.A. y W.T. Dickens (1982), "The Economic Consequences of Cognitive Dissonance", *American Economic Review*, 72: 307-319.
- Engel, Eduardo (1995), "The Basics of Consumer Protection: Principles and Policies", en C. Frischtack (ed), *Regulatory Policies and Reform: A Comparative Perspective*, Washington, D.C., Banco Mundial, pp. 104-130.
- Flood, R. y P. Garber (1994), "Famous First Bubbles", en Flood y Garber (eds), *Speculative Bubbles, Speculative Attacks and Policy Switching*, Cambridge, Mass., MIT Press.
-