

Algunos problemas éticos en la actividad financiera

José Luis Fernández Fernández

Cátedra de Ética Económica y Empresarial, Universidad Pontificia Comillas (Madrid)

Resumen: La comprensible desconfianza por parte de la ciudadanía respecto de los mercados y las instituciones financieras, no debiera perder de vista un dato igualmente incuestionable. A saber: que un sistema financiero ágil, eficiente y justo constituye un inequívoco rasgo del bien común; y ha de ser visto como una verdadera condición de posibilidad para el desarrollo económico y el progreso social. Este texto se enfoca una aproximación taxonómica a algunos de los problemas éticos más recurrentes en la actividad financiera y en las instituciones a través de las cuales aquella se lleva a efecto en nuestras sociedades de economía avanzada. Lo hace por referencia a tres ámbitos clave, sustanciados en los mercados financieros, en los servicios financieros y en la dirección financiera de las empresas.

Palabras clave: actividad financiera, sistema financiero, problemas éticos, empresas.

Title: Some ethical problems in financial activity

Abstract: Understandable mistrust on the part of citizens in relation to markets and financial institutions should not lose sight of an equally unquestionable fact. Namely, that an agile, efficient and fair financial system is an unequivocal characteristic of the common good; and should be seen as a real condition for economic development and social progress. This text focuses on a taxonomic approach to some of the most recurring ethical problems in the financial activity and institutions through which it is carried out in our advanced economies. This is done by reference to three main areas, substantiated in the financial markets, in the financial services and in the financial management of the companies.

Keywords: financial activity, financial system, ethical problems, companies.

Título: Alguns problemas éticos na atividade financeira

Resumo: A compreensível desconfiança, por parte dos cidadãos, em relação a mercados e instituições financeiras não deve perder de vista um fato igualmente inquestionável. Nomeadamente, que um sistema financeiro ágil, eficiente e justo constitui uma característica inequívoca do bem comum; e deve ser visto como uma condição real de possibilidade de desenvolvimento económico e progresso social. Este texto foca uma abordagem taxonómica de alguns dos problemas éticos mais recorrentes na atividade financeira e nas instituições por meio das quais é realizada nas nossas sociedades de economia avançada. Faz-se isso por referência a três áreas principais, substanciadas nos mercados financeiros, nos serviços financeiros e na gestão financeira das empresas.

Palavras-chave: atividade financeira, sistema financeiro, problemas éticos, empresas.

Nota introductoria

Se empieza asumiendo que, ciertamente, la mala praxis financiera es, con gran frecuencia, la responsable última de graves desajustes y de crisis peligrosas en la economía real. Ahora bien, la consiguiente y comprensible desconfianza por parte de la ciudadanía respecto de los mercados y las instituciones financieras, no debiera, con todo, hacernos perder de vista un dato, igualmente incuestionable. A saber: que un sistema financiero ágil, eficiente y justo constituye un inequívoco rasgo del bien común; y ha de ser visto como una verdadera condición de posibilidad para el desarrollo económico y el progreso social.

Frente a quienes, atentos a la realidad de las cosas, insisten en la imposibilidad de encontrar ética en la dinámica financiera -"las finanzas son inmorales per se"-; y aquellos otros que, yendo incluso más allá, subrayan incluso la impertinencia de intentarlo -"las finanzas son amorales"-, el autor de este capítulo mantiene la tesis firme de que tanto las finanzas cuanto la actividad financiera, como frutos de una actividad humana, consciente y libre, tienen una inesquivable dimensión moral y son, en consecuencia, susceptibles de ser enjuiciadas desde el punto de vista ético y orientables hacia cotas más altas de eficiencia y de justicia, al servicio de la humanización de la vida en su conjunto.

Supuesto lo anterior, la parte final del capítulo lleva a efecto una aproximación taxonómica a algunos de los problemas éticos más recurrentes en la actividad financiera y en las instituciones a través de las cuales aquella se lleva a efecto en nuestras sociedades de economía avanzada. Lo hace por referencia a tres ámbitos clave, sustanciados en los mercados financieros, en los servicios financieros y en la dirección financiera de las empresas.

Se cierra el capítulo con una breve anotación conclusiva, donde se recogen de manera sintética las ideas-fuerza de este trabajo.

1. Susplicacia frente a las finanzas a propósito de la crisis económica

Si las finanzas han sido tradicionalmente miradas con susplicacia, en el día de hoy, la desafección, la desconfianza y la crítica parecen haberse convertido en actitud poco menos que inevitable, de la que va a resultar muy difícil sustraerse. A ello ha contribuido, sin duda, la pavorosa crisis económica que, con origen en los años 2007/2008 y de la que aún no nos hemos recuperado del todo, fue debida en buena parte a la imprudencia, las demasías y mala praxis de una actividad financiera globalizada, sin controles de ningún tipo, sin reglamentación adecuada ni supervisión eficaz...

No es momento de entrar a fondo en la cuestión; sin embargo, no está de más intentar una fenomenología sumaria de la crisis a que nos referimos y que en otro lugar expusimos con mayor detenimiento (Fernández Fernández, 2014a; Fernández Fernández, 2014b).

Se cuenta que, cuando la reina Isabel II de Inglaterra visitó la *London School of Economics*, en noviembre de 2008, desconcertada y perpleja –por un lado, tenía ante sí a brillantes profesores y reputados economistas; y por otro, empezaba a notarse de veras una situación económica muy peligrosa a escala global- planteó al ilustre claustro de aquella venerable institución la siguiente pregunta: “¿Pero dónde estaban ustedes?”. Desde entonces, la interpelación ha venido sonando en múltiples foros de muy diverso tipo institucional; y aunque los consensos al respecto no son fáciles –unos tienden a culpar a los gobiernos; otros, a los mercados desbocados- la literatura parece indicar que

estamos ya en condiciones de captar las claves interpretativas por las que se interesaba con su pregunta la reina de Inglaterra.

Son muchos los estudios dedicados a desentrañar el asunto. Con todo, si hay un documento que merece ser destacado a este respecto, éste no es otro que el Informe emanado de una comisión *ad hoc*, constituida en 2010 en los Estados Unidos a requerimiento de la *Fraud Enforcement and Recovery Act*, con el encargo concreto de preguntarse y responder a la cuestión central de por qué ocurrió lo que ocurrió en el año 2008 en los mercados financieros norteamericanos, que posteriormente, salpicaron al resto de la economía mundial.

La comisión, tras un concienzudo y sistemático proceso de indagación, hizo públicos sus resultados. El veredicto, desde entonces, es de sobra conocido y a estas alturas ya no procede insistir al respecto. Baste retener el dato de que, quizás la espoleta final que haya hecho posible que la situación de crisis se generalizara, no haya sido otra que el estallido de la denominada burbuja inmobiliaria en los Estados Unidos.

En todo caso, lo que sí merece la pena resaltar son las nueve conclusiones que el Informe expone de manera explícita; y que pueden quedar parafraseadas de la siguiente manera:

1. La crisis financiera era evitable.
2. Ciertos fallos generalizados de supervisión y regulación resultaron ser devastadores para la estabilidad de los mercados financieros.
3. Otra causa de la crisis hay que atribuirla a graves deficiencias en el gobierno corporativo y en la gestión de riesgos por parte de importantes empresas.
4. Endeudamiento excesivo, inversiones de alto riesgo y falta de transparencia, llevaron al sistema financiero por el camino de la crisis.
5. El gobierno tampoco reaccionó bien; y con su inconsistente respuesta, no hizo sino añadir incertidumbre y avivar el pánico en los mercados.
6. También fueron causas de la crisis el relajamiento en los criterios para conceder préstamos hipotecarios; y la *titulización* posterior de los préstamos.
7. La existencia de derivados *over-the-counter*, fruto de la desregulación llevada a dicho efecto en 2000, debe ser anotada, a su vez, entre las causas de la crisis.
8. También las agencias de *rating* pueden ser culpadas, por las *opiniones* vertidas acerca de la calidad ciertos productos y determinadas operaciones.
9. Entre las causas de la crisis señalan también lo relacionado con la falta de ética y la distorsión de los valores, que habría acabado llevándose por delante la confianza que la ciudadanía había depositado en la *accountability* –esto es: la capacidad de rendir cuentas con transparencia- de instituciones y profesiones de muy diverso tipo.

Resultaría simplista explicar esta crisis sistémica, aludiendo en exclusiva a falta de ética y a la avaricia. Tiene sentido lo que con fina ironía señala Boatright (Boatright, 2010), citando a Hanlon y a Douglas W. Hubbard. El primero decía que nunca se debiera atribuir a la malicia lo que puede explicarse fácilmente apelando a la estupidez humana. Hubbard, por su parte, apostillaba que nunca debiera atribuirse a la maldad o a la estupidez, algo que puede ser perfectamente explicado por referencia a la acción de individuos, moderadamente racionales, que se mueven en sistemas complejos de interacciones por determinado tipo de incentivos.

En todo caso, incluso reconociendo que hubo muchos que actuaron de manera injusta, imprudente y claramente irresponsable, una crisis de tal calado no debe ser atribuida en exclusiva a unos cuantos y únicos responsables de haber actuado mal.

Naturalmente tampoco procede ni culpar en general a todo el mundo –aunque todos: incluso, a veces, el ciudadano corriente, también-; ni por supuesto, atribuir a todos la responsabilidad por igual: Hay quienes tienen mayores cargos de qué responder, en función del puesto que ocupaban, del *rol* que se les asigna en el concierto socioinstitucional (Jin, 2013); y de la libertad de maniobra de que gozaban y estaban legítimamente investidos (Graafland and van de Ven, 2011).

Así, los garantes del bien común –agencias reguladoras, entre otros-, deberían haber evitado movimientos imprudentes; e impedido que los mercados estuvieran fuera del más mínimo control. Quienes ejercían el gobierno corporativo en las grandes compañías, deberían también haber estado en condiciones de oponerse a una deriva insostenible para la que había ya indicios bastantes.

Esta realidad a la que acabamos de hacer referencia está –y muy probablemente, seguirá estando durante mucho tiempo- como trasfondo en la mente de una opinión pública mundial, entre sorprendida y contrariada, cuando se habla de finanzas y actividad financiera. Cuesta trabajo responder a quienes cuestionan por qué razón las administraciones públicas llevan a cabo recortes en gastos sociales y sin embargo, no dudan en rescatar generosamente a bancos e instituciones, muchas veces, responsables directos de la misma crisis.

Y ello por más que tengamos asumido que, más allá del fácil recurso a denostar el dinero –la *sacra auri fames*-, en una economía dinámica –como la que vivimos en Europa desde el siglo XI aproximadamente- resulta absolutamente necesario el crédito, el préstamo a interés, los bancos, la actividad financiera, los mercados de valores y derivados... Estamos convencidos de que esas realidades son indispensables. Pero también somos conscientes de la existencia de la usura, de la manipulación de los mercados, de los fraudes de diverso tipo, de los múltiples casos de corrupción, y de los recurrentes escándalos financieros a los que en otro lugar tuvimos ocasión de referirnos (Fernández Fernández, 2004).

Antes de entrar en algún detalle en la posibilidad de coordinar las finanzas y la actividad financiera con la ética y el buen hacer, quisiéramos dejar sentadas a modo de tesis iniciales las cuatro afirmaciones siguientes:

1. Todo proyecto económico requiere financiación: Se trata de lo que, con feliz formulación, Dembinski (2010) denomina las *finanzas que sirven*... Es decir, las que ponen en contacto a ahorradores con inversores con vistas a financiar los proyectos económicos, de cara al desarrollo económico...
2. Un sistema financiero eficiente resulta de valor estratégico para la empresa porque le ofrece mejor financiación y resulta clave para sustentar el crecimiento económico. En este sentido, el sistema financiero capaz de suministrar recursos abundantes y a precio bajo, en principio, constituye un elemento esencial del Bien Común (Justicia y Paz, 2012).
3. La falta de ética –las *finanzas que engañan*– distorsiona el sistema, incrementa la desigualdad y constituye un peligro real: las finanzas –pasan de ser un medio, a convertirse en un fin en sí mismas (Ansotegui, Gómez-Bezales, & González Fabre, 2014). Tal ocurre, por ejemplo, en los mercados de divisas –FOREX-, donde más del 90% de las operaciones son especulativas... bien alejadas, por consiguiente, de la versión económica de la economía real... Cabría preguntarse, entonces, de manera legítima: *Cui prodest?*... ¿A quién beneficia esta circunstancia? Y, en sentido contrario: ¿Quién se puede ver perjudicado y en cuánto, habida cuenta de que,

cuando hay instituciones sistémicas de por medio, no se trata nunca de un simple juego de suma cero, donde lo que pierde uno, es porque lo gana otro?

4. Esta *autorreferencialidad*, el *too big-to-fail*... y, sobre todo, la sofisticación de los productos... suele ir unida al intento de sustraer la actividad financiera, de manera ilegítima, a las consideraciones éticas y a la valoración moral. Muchos consideran, como veremos en el apartado siguiente, que la Ética y las Finanzas no tienen nada que ver la una con la otra... Y otros más, incluso opinan que ni siquiera debiéramos tratar de mezclar planos.

Nosotros, con todo, estamos convencidos, no sólo de que la actividad financiera tiene una dimensión moral; sino de que, como tarea humana que es –por más que se pueda sofisticar con algoritmos y la *analytics* de los *Big Data*... (Choma, 2015)- puede también, y debe ser enjuiciada y orientada desde la racionalidad que aporta la Ética como Filosofía Moral. Habría que tratar de introducir la ética en las finanzas y las finanzas en la ética, para financiar desde la solidaridad proyectos sostenibles y humanizantes (Garonna & Spaolozzi, 2016). La tarea no es fácil; pero tampoco habrá de resultar metafísicamente imposible. En lo que sigue daremos algunas ideas respecto a una suerte de *taxonomización* de los problemas más recurrentes en la relación entre la Ética y las Finanzas.

Nos referiremos siempre a las finanzas convencionales –a los bancos, los productos, la actividad financiera los mercados-...Por ello, en nuestro análisis habremos de dejar fuera de consideración las denominadas “finanzas éticas” –que serán objeto de tratamiento específico por parte de otro autor. También dejaremos de lado –no sin encarecer la pertinencia del asunto y de aconsejar al lector interesado que se documente al respecto- la transformación que las finanzas sufrirán en plazo muy inmediato, como consecuencia de la innovación que el desarrollo tecnológico va a traer consigo.

2. La posibilidad de una ética en las finanzas y la actividad financiera

Según acabamos de anticipar, a la vista de lo que va dicho, caben, cuando menos, tres maneras de reaccionar ante la eventualidad de querer coordinar Ética y Finanzas: *negarla por imposibilidad, negarla por improcedencia o afirmarla como clave y propuesta.*

Por un lado, están quienes no dudan en afirmar que las finanzas son cosa diabólica, intrínsecamente perversa y radicalmente in-moral. Suelen basarse en la constatación de lo morboso de ciertos escándalos financieros -casos como Enron, WorldCom, Parmalat, Banesto...- para afirmar que las Finanzas atentan contra lo que se entiende que es lo adecuado desde un punto de vista ético: los estándares de conducta y las normas morales. De ahí el calificativo de “in-moral”.

Naturalmente, no podemos compartir semejante descalificación inmatizada, que, si tal vez puede ser cierta en alguna circunstancia –piénsese en el caso BCCI - no debiera ser generalizable sin flagrante injusticia.

El valor, pues, de esta postura que niega -por imposibilidad cuasi metafísica- la coordinación del concepto *finanzas* con el de *ética* no deja de ser -en nuestra opinión- una demasía y un intento de permanecer en lo anecdótico, por brillante y demagógico que pueda resultar¹.

¹ Un ejemplo, rayano en el chascarrillo, de quienes –no sin cierto resabio de cinismo- niegan la posibilidad de la Ética Financiera, sobre todo en lo que toca al mundo de la bolsa, lo constituye un breve opúsculo, escrito por alguien que firma con el pseudónimo de Jay L. Walker y que se titula: *The Complete Book of Wall Street Ethics*, (Walker, 1987). Dice el autor aquello tan manido de que la obra viene a llenar un espacio en los anaqueles de la literatura financiera, en la que no deberían faltar las consideraciones éticas. Por supuesto, el

En segundo término, vienen los que, asumiendo el fenómeno financiero como expresión de un ámbito científico positivo –o sea: que se atiene a los hechos y a la evidencia empírica de efectos, causas y correlaciones-, axiológicamente neutro –es decir: libre de juicios de valor-, piensan o dicen pensar que la Ética y las Finanzas nada tienen que ver la una con la otra, dado que éstas son esencialmente a-morales. Ven, pues, como impropio tratar de introducir consideraciones de tipo ético –siempre relacionadas con los fines de la actividad humana y cargadas de normatividad- en algo que tiene otra lógica, ajena a lo moral; una lógica puramente científica que –supuestamente- se ocupa de simples *medios*, mientras suspende voluntariamente el juicio y deja para otros la cuestión de los objetivos finales.

Al fondo de esta vieja polémica positivista late la dicotomía tajante entre el ser y el deber ser. Con todo, si miramos más despacio las cosas, veremos que la realidad de las cosas es mucho más compleja y que no es tan sencillo distinguir y mantener estancos ambos universos. De suyo, muchas de las decisiones de los financieros tienen que ver no sólo con medios, sino también con fines. Y lo mismo sea dicho de los implícitos y juicios previos de valor que se esconden tras la invocación, precisamente, a la ausencia de juicios de valor. Al fondo late todo un modelo conceptual de lo que es y no es la disciplina y de los objetivos en función de los que está concebida... -pongamos por caso: la maximización del valor para el accionista. Y todo ello, asumido de manera acrítica.

Las Finanzas, viene a decirse, queriendo zanjar esta cuestión, no son ni buenas ni malas: son -como son- y punto. Eso es lo que se quiere señalar con la “a” privativa de “a-morales” para adjetivar a las Finanzas.

En cualquier caso, no cabe duda de que si esta tesis de la imposibilidad por improcedencia de la coordinación entre Ética y Finanzas, se mantiene en el nivel de lo descriptivo, pudiera, sin duda, tener visos de cierta verosimilitud², por más preocupante que fuera. Sin embargo, desde otras perspectivas, puede incluso resultar muy peligrosa. Y, con harta frecuencia, suele estar ideológicamente interesada, toda vez que pretende sustraer del debate ético, del enjuiciamiento de la corrección o incorrección de los procedimientos, a todo un vasto, complejo y determinante ámbito de la actuación económica en nuestro mundo: Si las Finanzas son a-morales nadie, a excepción de la ley³, debería decir nada respecto al *deber ser* de la actividad financiera.

libro tiene a partir de ahí todas sus páginas en blanco. Como chiste, no está mal. Pero hay que tratar de ir un poco más adelante...

² En la mencionada novela de M. Lewis, el protagonista deja constancia de su perplejidad ante el hecho de que en el parqué la virtud no fuera relevante, no correlacionara ni para bien ni para mal con el éxito o el fracaso profesional. “More different types of people succeeded on the trading floor than I initially supposed. Some of the men who spoke to us were truly awful human beings. They sacked others to promote themselves. They harassed women. They humiliated trainees. They didn’t have customers. They had victims. Other were naturally extremely admirable characters. They inspired those around them. They treated their customers almost fairly. They were kind to trainees. The point is not that a Big Swinging Dick was intrinsically evil. The point is that it didn’t matter one bit whether he was good or evil as long as he continued to swing that big bat of his. Bad guys did not suffer their comeuppance in Act V on the forty-first floor. They flourished (though whether they succeeded because they were bad people, whether there was something about the business that naturally favoured them over the virtuous are separated questions). Goodness was not taken into account on the trading floor. It was neither rewarded nor punished. It just was. Or it wasn’t.” (Lewis, 1989, p.69).

³ La ley y la regulación administrativa son absolutamente necesarias en estos ámbitos. De hecho, hay un abundante acervo legislativo, tratando de ordenar la actividad financiera. Con todo, la ley es insuficiente: deja fuera importantes aspectos, difíciles de fijar en reglas precisas; puede resultar lenta y, sobre todo, costosa. Ha de ser complementada y animada desde la Ética con medidas de autorregulación y voluntad decidida de ir más allá del cumplimiento de la ley.

Finalmente, están, quienes, como es nuestro caso, pensamos que las Finanzas, el mundo financiero... o, si se quiere afinar aún más, "la actividad financiera" tienen una dimensión ética innegable e ineludible que, por otro lado, conviene explicitar y robustecer.

Pese a los casos y casos de falta de moralidad, cada día se llevan a efecto en todo el mundo infinidad de transacciones y relaciones financieras de muy diversa índole, sustentadas en intangibles éticos, evidenciados en exquisitos grados de honradez y buen hacer profesional.

Del hecho de que en este ámbito de lo financiero se presenten múltiples oportunidades para lucrarse a costa del dinero de los demás, no se sigue que haya que hacerlo así necesariamente. Ni que sea bueno que así se haga. Antes, al contrario, procede más bien encarecer a los profesionales de las Finanzas que se atengan a los niveles más altos de excelencia y buenas prácticas. Porque, los profesionales de la industria financiera –*brokers*, banqueros, analistas, asesores financieros, gerentes de fondos de pensiones y mutualidades, agentes de seguros- tienen sin duda responsabilidades de tipo profesional respecto de sus clientes. Y lo mismo debe ser dicho de los directores financieros de las empresas y organizaciones, que también tienen obligaciones profesionales respecto a sus empleadores.

En definitiva, que cualquiera que se halle relacionado con el multifacético mundo de las Finanzas -desde los analistas hasta los entes reguladores- ocupa una posición de confianza que lleva consigo la contrapartida de las correspondientes obligaciones profesionales.

Precisamente los escándalos son escándalos, porque en ellos se ven envueltas personas en las que confiábamos y debíamos confiar; porque se traiciona la confianza pública necesaria para el buen funcionamiento del sistema.

Pues, en efecto, la actividad financiera se sustancia en contratos que las partes, de alguna manera –formal y precisa, o menos sistematizada e implícita-, suscriben respecto a los activos que controlan. Solicitar un crédito hipotecario, alquilar en *leasing* un coche, suscribir una póliza de seguro o un plan de pensiones, colocar los ahorros en un fondo de inversión, comprar acciones en bolsa... todo ello implica siempre entrar en relación contractual con alguien que viene obligado a hacer lo que se supone está técnicamente en condiciones de hacer, en servicio de quien solicita su saber hacer profesional.

Ahora bien –y, siempre, suponiendo que sea verdad lo que la teoría parece asumir de manera axiomática a la hora de construir su modelo explicativo de la realidad financiera-: si lo que mueve es el propio interés y el oportunismo que llevaría a los sujetos a saltar por encima de los contratos, si de ello se derivara impunidad y beneficio particular de quien lo hiciere, habríamos de suponer que ese suscriptor de contratos "racional", tendría, también buen cuidado en dotarse de salvaguardas que garantizaran el cumplimiento de los pactos. Y ello, tal como nos recuerda la *Teoría de la Agencia*, es siempre caro, tanto debido a los costes directos cuanto a los indirectos.

Recordemos: la *Teoría de la Agencia* es aquella manera de entender la empresa como una institución económica, resultante de las amarras que se derivan de la convergencia de múltiples relaciones contractuales: clientes-empresa; empleados-empresa; proveedores-empresa... Ahora bien, entre aquellos haces de contratos, destaca de manera especialísima el que se establece entre los propietarios de la empresa, los accionistas, denominados aquí *el principal*; y los que la dirigen, como gestores profesionales, sin ser los dueños, conocidos como *los agentes*.

El principal busca que *el agente* gestione en beneficio de aquél y le pediría resultados económicos positivos, en el grado más alto posible. Por su parte, el profesional de la dirección, requeriría manos libres y carta blanca para poder llevar a efecto una gerencia empresarial sin interferencias de parte de nadie -ni siquiera de los dueños-, en aras a la eficiencia, alegando títulos de profesionalidad.

En un mundo ideal, la cosa podría tener visos de situación ventajosa para ambas partes... En la realidad aparecen, inevitablemente, las agendas particulares de los agentes y el conflicto de intereses pasa a ser realidad inevitable. El agente puede verse tentado a beneficiarse personalmente a la hora de tomar unas decisiones que, a veces, en el peor de los casos, perjudican seriamente a la empresa. El principal, es, por lo demás, consciente de estar depositando en su agente una fe que, a veces, es traicionada. ¿Solución?: Controlarlo. Ahora bien, como es imposible controlar sin coste, a veces, es razonable asumir engaños menores, como peaje para que el negocio siga operativo.

Ahora bien, cabría, en paralelo, encarecer la responsabilidad moral de los que dirigen -los agentes-; y empezar por seleccionarlos, atendiendo no sólo a su competencia profesional, sino también a su honradez personal, a su moralidad y a sus valores. La lógica implícita en este discurso lleva a muchos a afirmar que la ética en este contexto es algo crítico, toda vez que minoraría, sin duda, los costes de coordinación y control.

Es ésta, si se quiere, una forma de ver la Ética un tanto peculiar... pero no por ello menos sugerente. En cualquier caso, mantenemos, por un lado, que sin Ética sería imposible la actividad financiera. Y afirmamos, en paralelo, que, en el trasfondo de lo financiero laten valores morales, decisiones libres, criterios orientadores y voluntades explícitas. En suma: que siendo como es la actividad financiera una actividad humana -esencialmente humana-, es siempre susceptible de ser enjuiciada y orientada desde considerandos de tipo ético.

3. Ética y finanzas: individuos, organizaciones y sistema

La dimensión ética de las Finanzas se manifiesta en tres niveles diferentes –y complementarios- de profundidad: el nivel individual, el nivel organizativo y el nivel sistémico.

De una parte, está el nivel individual, que apunta hacia las obligaciones profesionales de los diversos agentes implicados. Podemos preguntarnos, a este nivel, qué responsabilidades profesionales y qué requerimientos éticos debe cumplir un *broker*, un vendedor de seguros, un analista de inversión o el director financiero de una empresa. La casuística puede ser profusa. También los intentos de ordenar éticamente la profesión son importantes, como veremos –códigos deontológicos y de Ética profesional.

En el nivel institucional topamos con variados asuntos de tipo ético: desde la propia manera de entender el fin de la empresa, pasando por múltiples tipos de conflictos de interés, hasta serias presiones organizativas para alcanzar unos objetivos que, con frecuencia, ponen en grave riesgo la integridad moral y los valores éticos de los individuos. La indefinición de responsabilidades, una cultura que enfatiza como valor principal la consecución de los objetivos *a cualquier precio*, unos sistemas de incentivos poco cuidadosos con la dimensión ética de las cosas, unido a la presión del corto plazo pueden explicar muchas cosas a este respecto.

Por ello, uno de los aspectos clave está en el liderazgo moral de quienes mayor poder y responsabilidad tienen en la organización, a la hora de articular estructuras y de institucionalizar modos y sistemas de funcionamiento que favorezcan los comportamientos

éticos. Porque, en definitiva, el nivel de la Ética financiera va a depender de la interrelación de la integridad de las personas individuales, del liderazgo moral de quienes ocupan los cargos de mayor responsabilidad y de una buena comprensión de lo que significa la dimensión ética de la actividad financiera.

En tercer lugar, estaría el nivel del sistema económico en su conjunto: globalización, pobreza, subdesarrollo, desigual distribución de la riqueza... Y ello, tanto en mayor medida, cuanto que en los últimos tiempos hemos ido viendo cómo los países pobres o aquellos otros en vías de desarrollo -muchos aquejados del problema de la deuda externa- no han conseguido progresos significativos, incluso habiendo cumplido al pie de la letra lo que se les pedía desde la ortodoxia financiera del Banco Mundial y otros organismos internacionales. La crisis mexicana de 1994, la debacle de los tigres y dragones asiáticos de 1997, la gran volatilidad de América Latina durante los años 1998 y 1999, que se hubo de saldar con la crisis brasileña y la de Argentina... Y por supuesto, la crisis de 2008-2017 con la que empezábamos estas consideraciones... Todos estos son problemas graves que retan la imaginación de quienes se ocupan personal o profesionalmente de las Finanzas.

Vamos a intentar aproximarnos a algunos de estos problemas conexos con la actividad financiera⁴ y el sistema financiero en su conjunto. La casuística, según venimos diciendo, es rica, a tenor de la multiplicidad de agentes, de la variedad de mercados, de la proliferación de productos, de la existencia de intencionalidades e intereses divergentes – a veces, incluso, contrapuestos-, de la reglamentación y el complejo entramado jurídico y legal por el que discurre la actividad financiera... Y todo ello, enmarcado en un clima ético-social, no siempre todo lo adecuado que sería de desear para un buen funcionamiento del sistema.

En todo caso, para no perder nuestro hilo y ver de alcanzar el objetivo que nos guía, procede tratar de simplificar las cosas, buscando reducir a esquemas, a figuras y a estructuras recurrentes aquella vasta casuística. (Boatright, 1999) Para ello, tras levantar acta de algunos de los ámbitos o racimos de problemas más frecuentes⁵ –y, siempre, sin

⁴ Hemos de volver a insistir: como actividad humana que es –libre y consciente-, la actividad financiera es siempre susceptible de ser analizada desde el prisma de la moralidad. La evidencia empírica abona esta nuestra reiterada tesis, como se desprende de los indeseables efectos de lo que se conoce como program trading. Como el propio nombre indica, se trata de un sistema automatizado de compra y venta de valores que dejan en manos de un sistema informático el ritmo y el volumen de las operaciones de algunas Bolsas de Valores, a través de ciertas órdenes referenciadas con determinados precios, que se hacen operativas por la propia dinámica de programa. Aquí, como se ve, se pone entre paréntesis la decisión libre y consciente del sujeto decisor. Pues bien, tras este tipo de mecanismo ciego parece que estuvo en su día la clave que explicaba el pánico del jueves negro de la Bolsa de Nueva York en octubre de 1987. ¿La solución? Evitar dejar en manos de mecanismos automáticos decisiones tan importantes; asegurar conexión con la racionalidad humana y la relación de los motivos últimos de la actividad financiera con los objetivos propios de la dimensión económica del mundo real.

⁵ No será posible nunca cubrir en su totalidad los problemas morales del mundo de las finanzas: tantos y tan variados son los frentes que habríamos de cubrir. Por un lado, estaría la propia prevención que muchos sienten ante la creciente importancia y autonomía de lo financiero, disparado y como funcionando cada vez más alejado de la economía real. Esta especie de medio convertido en fin en sí mismo, como decimos, plantea cierta inquietud en muchas personas, máxime cuando se cae en la cuenta de la sobredimensión de que suele hacer gala, en función del elevado volumen de recursos que se puede llegar a manejar, a las veces, con serio peligro para la estabilidad macroeconómica de regiones enteras del planeta.

Por otro lado, estarían los problemas de la propia fascinación de lo que cabría denominar “el arte por el arte”, queriéndome referir con esta expresión a la posibilidad de diseñar y poner en el mercado productos o modos de funcionamiento que, al socaire de querer servir de cobertura frente a eventuales riesgos, lo que hacen es, precisamente, estimular políticas cada vez más agresivas. En esto, como en tantas otras cosas, la ética y el sentido común nos indican que *no todo lo que es técnicamente factible, es moralmente deseable* y que es

perjuicio de lo que la legislación, tanto nacional como comunitaria, vaya estableciendo al respecto y a algunas de cuyas providencia remitimos desde este momento en los anexos a este documento- trataremos, por nuestra parte, de hacer algunas propuestas de criterios y principios que pudieran servir de pista para orientar la acción de los sujetos, buscando – desde el buen hacer personal y la probidad profesional- que redunde en la eficiencia del sistema y el bien de la sociedad en su conjunto.

Intentando poner cierto orden taxonómico en la problemática moral referida al mundo de las finanzas, creemos que se podría optar por clasificarla, tomando como referencia tres distintos aspectos o puntos de vista en los que se despliega la actividad financiera.

De una parte, está la existencia del propio mercado, siempre vulnerable frente a prácticas injustas –fraude, manipulación-; nunca posible de amarrar con rigidez desde la legalidad y la coercibilidad de contratos perfectamente inteligibles y nítidos para las partes... y, sin embargo, necesitado de transparencia y justicia si de veras pretende seguir siendo un instrumento útil.

En segundo término, habremos de fijarnos en los problemas éticos que pueden aparecer –de hecho, aparecen con gran frecuencia- a partir de la existencia de los intermediarios financieros y de las empresas e instituciones dedicadas a prestar este tipo de servicios. La relación que se establece entre ellas y sus clientes –como la que, de manera más abstracta, tiene lugar en cualquier relación de agencia- es pasto abonado para malas prácticas, toda vez que el cliente puede siempre ser susceptible de sufrir un trato injusto, ya sea por engañoso, ya por cualquiera de otras formas de abuso.

Finalmente, estarían los asuntos éticos relacionados con la propia índole de la misión y los objetivos que se supone –y la teoría legítima en uno o en otro sentido- deben ser llevados a efecto desde la dirección financiera de las empresas. Incluso si fuera posible convenir sin mayores dificultades que, de lo que se trata, en el fondo, es de maximizar el valor para el accionista, habría que explicitar y clarificar el contenido preciso de dicha meta, en los contextos reales y en las decisiones concretas. Y ello, naturalmente, no es tarea sencilla.

Teniendo como puntos de referencia los tres aludidos: mercados financieros; instituciones y firmas –agencias, sociedades, profesionales- prestadoras de servicios financieros; y la propia función financiera en el interior de las empresas, pasemos a continuación a detenernos en algunos de los problemas éticos más recurrentes y típicos en cada uno de ellos.

3.1. Mercados financieros

Los mercados –y, de manera muy especial, los mercados financieros- necesitan para su correcto funcionamiento y poder así cumplir con el objetivo que de ellos se espera –a saber: fijar adecuadamente los precios y agilizar los intercambios entre las partes contratantes- transmitir credibilidad y generar entre los usuarios la confianza necesaria para que éstos decidan seguir operando a través de aquellos mecanismos. Naturalmente, dicha confianza no podrá mantenerse en presencia de cualquier tipo de abuso de

mercado⁶; esto es: al margen de la existencia de unas relaciones y condiciones justas de interacción.

Como tampoco podrá ser mantenida aquella necesaria confianza, si se producen distorsiones más o menos serias –pero, en todo caso, relevantes- en la cantidad o la calidad de la información disponible para el conjunto de operadores. Por ello, cualquier fraude, cualquier abuso en el manejo y el tratamiento de la información –*Insider Trading*-, así como la manipulación del mercado –ya sea a través de la modificación artificial de los precios, ya como resultante de la divulgación de noticias falsas o engañosas- resultan prácticas atentatorias contra la propia esencia del mecanismo que suponen los mercados financieros y, por consiguiente, rechazables desde un punto de vista ético.

Como decimos, la manipulación de las cotizaciones puede llevarse a efecto de múltiples formas (Arroyo, 1979). Una de las cuales –y no de pequeña envergadura- es la que en el lenguaje técnico se conoce con el nombre de *Muscle Play* y que, en síntesis, consiste en el intento de aprovechar una posición pseudo-oligopolísticas en un momento determinado para crear un movimiento de precios de magnitud tal que las pérdidas ocasionadas creando el movimiento sean menores que los benéficos generados por el resultado final. Ello, además, contando con que, para conseguir los efectos deseados, normalmente basta con mantener la posición de dominio del mercado durante un breve período.

Un ejemplo aclarará la situación (Sánchez Asiaín, 1996). En un momento determinado de mediados de los años noventa, en los últimos cinco minutos de contratación de la Bolsa de Madrid, un solo operador logró hacer bajar el índice más de un 2% con una operación de aproximadamente 5.000 millones de pesetas, en un período de claro clima de euforia y de tendencia al alza. Con ello, se produjo unas pérdidas valoradas en términos de cotización de 400.000 millones de pesetas.

Parece ser que, detrás de tan atípico proceder, no había sino el intento de un poderoso inversor institucional de bajar el índice de la Bolsa para no tener que hacer frente a unos pagos por la expiración de unos contratos de opciones que tenía constituidos con otra entidad sobre el índice de la Bolsa de Madrid.

Este tipo de actuación, al igual que lo que ocurre muy frecuentemente con cualquiera de las otras maneras de manipulación artificial de las cotizaciones de los valores, tienden a producir un efecto mimético, normalmente perjudicial para los operadores menos avezados; o a generar situaciones de pánico que, con frecuencia, en nada contribuyen al correcto modo de funcionar de los mecanismos del mercado.

Por lo que hace referencia al problema del *Insider Trading*, habría que decir que dicho fenómeno constituye tal vez el más clásico y paradigmático de los problemas éticos en el mundo de las finanzas. Algunos de los casos más sonados de escándalos financieros –Boeski, Ibercorp...- tienen como base este tipo de malas prácticas.

En esencia, la estructura profunda del problema consiste en el hecho de que alguien, prevaliéndose de información no pública –cosa irrelevante en nuestro caso, pero muy jugosa en el *iter* de su tratamiento jurídico en las distintas legislaciones, es el modo como se tuvo acceso a ella y cómo se consiguió- la utiliza en benéfico propio, comprando y/o vendiendo a un precio y en unos plazos que le benefician, a costa de quienes no disponían de aquellos datos y que, en consecuencia no tuvieron la opción de elegir sus

⁶ Véase la Directiva 6/2003/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado).

estrategias con todos los datos disponibles en la mano o, en todo caso, sin tan siquiera poder tenerlos en el caso de que los hubieran querido buscar en igualdad de condiciones.

Lleva ello de la mano a otro gran ámbito de problemas a este respecto, cual es el que deriva de la existencia de inevitables asimetrías, ya sean éstas, como en el caso del *Insider Trading*, de información⁷; ya lo sean de competencia; esto es: fundadas en el poder de negociación, a partir del cual se obtengan injustamente ventajas sobre los demás intervinientes.

A este respecto tampoco está de más llamar la atención del lector respecto a la falta de ética que se puede derivar a partir de la ocasión que supone la aparición de cada vez más complejos y sofisticados productos de ingeniería financiera, sólo comprensibles de manera precisa por los muy iniciados. Pues bien, éstos están en una condición asimétrica y con frecuencia constatan cómo pueden aprovecharse de la impericia o ingenuidad de quienes acuden a ellos a fin de cubrirse de riesgos con productos derivados.

Suele citarse como ejemplo ilustrador de lo que se dice el caso habido entre Bankers Trust y la empresa Procter & Gamble. Esta última, para tratar de cubrir una serie de riesgo inherentes a su propio negocio, solicitó de aquéllos el diseño de un instrumento derivado que no fue capaz de valorar en todas sus implicaciones.

Al parecer, la operación diseñada por Bankers Trust fue cubrir a Procter del riesgo de interés, haciendo un *swap* que convertía los flujos fijos en variables. Sin embargo, en vez de hacerlo con un *swap* normal lo hizo con *swaps* apalancados que rara vez son utilizados por instituciones no financieras. Por ello, según se constató posteriormente, mientras cubría el riesgo de tipos a la baja, expuso a Procter & Gamble a las alteraciones del diferencial de los tipos alemanes y americanos con efecto multiplicador, de tal manera que la empresa incurrió en pérdidas, al acortarse el diferencial, por valor de más de 160 millones de dólares. Los tribunales hubieron de sustanciar el problema y fallar contra Banker Trust.

El legislador -tanto nacional como comunitario- es plenamente consciente de la necesidad de salvaguardar este bien jurídico y por ello trata de preservar la confianza de los inversores y la integridad de los mercados, velando por la transparencia y la igualdad de oportunidades entre los participantes. Siendo ello así, en el fondo, se consigue la meta hacia la que parece todo lo demás apuntar: la eficaz asignación de los recursos económicos que, en definitiva, vayan a redundar en beneficio del bien común.

3.2. Servicios financieros

La industria de los servicios financieros que, como sabemos, incluye a los bancos comerciales, a las agencias y sociedades de valores, a los fondos de pensiones y de inversión, a las compañías de seguros y a muchos otros agentes dedicados a ofrecer asesoría, suministra muy diversos servicios, tanto a los individuos, cuanto a las empresas e incluso a la propia administración pública. Normalmente, quienes operan en este sector, suelen actuar como intermediarios; esto es: suelen utilizar sus recursos en la prestación de servicios a terceros más que para comprar o vender para sí mismos.

A menudo, los operadores de esta industria actúan como agentes, como consejeros y planificadores de las inversiones de sus clientes – con todo lo que de exigencia ética

⁷ Obviamente, no es razonable pensar que todos los agentes hayan de tener la misma información. Ni siquiera es deseable aspirar a que así fuere. De lo que se trata, en cualquier caso, es de señalar que aquella diferencia de información sólo sería cuestionable desde el punto de vista moral, si se hubiere conseguido de forma ilegítima, es decir: violando algún derecho o desatendiendo algún tipo de obligación.

conlleva este tipo de actuación profesional. Otras veces, se limitan a mantener con los clientes una simple y típica relación de comprador-vendedor.

Como cabe suponer, no es lo mismo interpretar que un *broker* es el gestor profesional de los intereses de su cliente, que suponer que es un simple vendedor de productos financieros. De estas diversas maneras de interpretar la relación se derivan –o pueden derivarse– múltiples conflictos y disputas de tipo ético. En el fondo de toda la problemática late la cuestión de la profesionalidad y el problema de lo que en el ámbito de la Administración de Empresas se conoce con el nombre de Teoría de la Agencia.

En la relación de agencia, a la que más arriba nos hemos referido ya, el *agente* se compromete a actuar en representación y a favor de otro –el *principal*–, como si se tratase de actuar en beneficio propio –*quam in suis*–, toda vez que este último se ve en la necesidad de recurrir al conocimiento especializado y a las habilidades que aquél tiene y que él no está, en este momento, en condiciones de suplir a un coste razonable de tiempo, dinero o energía.

Naturalmente, en casos como los que nos ocupan, resulta muy difícil –cuando no, a todas luces imposible– precisar de manera inequívoca por parte del cliente –el *principal*– cuál habría de ser el curso de acción más adecuado para la salvaguarda de sus intereses, quedando en buena medida a la discrecionalidad del *agente* la toma de las decisiones ordinarias. Porque, en todo caso, ni habría de resultar fácil, ni siquiera tal vez deseable redactar un contrato que pretendiera ser extremadamente ajustado en los términos del mandato –para ello se supone y habrá de contarse, en una especie de acto de fe, con el buen hacer del *agente*: su solvencia técnica y un comportamiento deontológico-profesional adecuado a su cometido.

Lo cual, por desgracia, es mucho suponer, en bastantes ocasiones en las que vemos aparecer múltiples conflictos de intereses; es decir: situaciones en las que el interés particular de una de las partes interfiere con el curso de acción que debiera ser puesto en marcha, si se quisiera, de veras, velar por los intereses del cliente. Este tipo de situaciones son difíciles de controlar y, siempre que generen incentivos suficientes, pueden dar lugar conductas oportunistas, poco presentables desde el punto de vista moral.

La solución a este tipo de cosas no puede ser otra que la más exquisita profesionalidad por parte de los colectivos involucrados; así como la declaración explícita y el firme compromiso ante la sociedad de atenerse a elevados estándares de conducta ética, aceptando el pago del precio correspondiente en el caso de que se transgreda el compromiso y se pudiere poner en tela de juicio la confianza de la opinión pública en el sistema.

Los posibles conflictos de interés están en relación con diversos niveles operativos (de Mora Gil-Gallardo, 2002). Si nos fijamos, por ejemplo, en un gran banco de inversión, nos encontramos, por un lado, con la denominada banca corporativa, encargada del despliegue de las relaciones contractuales con las compañías emisoras de títulos. Éste nivel operativo-funcional realiza estudios de mercado para aquéllas en lo relativo a operaciones de *corporate finance*. Por otra parte, en dichos bancos de inversión funciona la estructura *dealing-brokerage* o intermediarios financieros que pueden operar sólo por cuenta ajena –*brokers*– o además tomar posiciones por cuenta propia –*dealers*. Generalmente estos agentes mediadores contraen vínculos negociales estables con la banca corporativa, pudiendo llegar a dar prioridad a los intereses de ésta sobre los de los demás clientes.

Estaría luego la estructura de las instituciones de inversión colectiva –entes gestores de fondos, sociedades gestoras de patrimonios colectivos, sociedades de inversión directa en valores para inversores institucionales, y entes depositarios de valores para la inversión mobiliaria colectiva.

Finalmente estarían las redes de asesores de inversión y especialistas en análisis de inversión, internos a las compañías citadas, y también independientes, ligados contractualmente con los anteriores.

Si barajamos las posibles interconexiones, nos toparemos con distintos tipos de interés: por un lado, estarían los que apuntan a la relación entre emisores y operadores y gestores de mercado. Por otro, estarían los conflictos de intereses entre los intermediarios y los inversores finales; así como entre gestores de mercado e inversores. Finalmente, estarían los posibles conflictos entre emisores e inversores.

Por lo que hace referencia a los problemas entre emisores y operadores y gestores de mercado, tal vez el problema moral más acuciante tenga que ver con la determinación objetiva del valor atribuido a los títulos que el emisor pretende sacar al mercado. Por un lado, si se sobrevaloran los precios de la emisión o de la oferta pública de venta, entonces se está causando un perjuicio a los intereses de los ahorradores. Por otro, los operadores –colocadores, distribuidores, agentes o directores de la emisión- se deben también a la salvaguarda de los intereses de la empresa cliente que, naturalmente, tiene interés en que el precio sea el mayor posible, para así obtener la mejor financiación. Por supuesto, de que ello sea así dependerá que la empresa colocadora goce de reputación profesional y siga teniendo encargos en el futuro.

Entre intermediarios e inversores finales aparecen con frecuencia conflictos de interés derivados de un exceso de rotación de las carteras o de la búsqueda de unas comisiones que aquéllos pueden obtener realizando operaciones superfluas que en nada benefician los intereses de los clientes, pero que a ellos les reportan sustanciosos ingresos por la intermediación. Esta práctica, conocida como *churning*, sobre inmoral y prohibida por la normativa del mercado, es, sin embargo, bastante frecuente. Otras actuaciones cuestionables en este respecto serían la recomendación interesada de compra o venta; la negociación de valores conculcando el principio de prioridad del interés del cliente en la ejecución de órdenes bursátiles; o la transgresión del deber del secreto profesional.

Muchas veces, las claves que explican las malas prácticas tienen mucho que ver con el modo como se evalúan los resultados y con la forma como se estructuran las políticas retributivas y los incentivos de los profesionales.

Un ejemplo paradigmático en este sentido lo constituyó el Caso Barings, en el que el operador -Nick Leeson-, en la búsqueda de un mayor beneficio, llegó a tomar posiciones fuera de los límites de riesgo establecidos por el propio banco. Como es sabido, Leeson, que operaba en los mercados de futuros asiáticos por cuenta de Barings, compró a mediados del año 1995 futuros sobre el índice Nikkei en los mercados de Osaka y Singapur, en la confianza de que la Bolsa japonesa subiera. Cuando, a resultas del terremoto de Kobe, la Bolsa bajó un 6'5%, Barings acumuló más de 600 millones de libras de pérdidas en los contratos de futuros, frente a los 541 millones de su capital. Los accionistas, en consecuencia, perdieron toda su inversión.

Sin llegar a extremos tan dramáticos, pensemos, por ejemplo, en lo que ocurre a este respecto en el caso de la gestión de los fondos de inversión. Teóricamente se suele aconsejar al inversor que adquiera participaciones en fondos, considerando que se trata

de una estrategia orientada al medio-largo plazo. Sin embargo, la mayor parte de los fondos adolece de un cortoplacismo furibundo, dando prioridad a aquellas inversiones que tienen un impacto inmediato en el valor de su cartera, en detrimento de otros activos más rentables desde una perspectiva temporal más prolongada; precisamente, debido al hecho de que los gestores de fondos suelen ser evaluados trimestralmente y lógicamente, tienden a querer presentar unos resultados positivos inmediatos... por no hablar de cuando deciden abiertamente llevar adelante lo que en el contexto norteamericano se conoce como *portfolio pumping* –también denominado por la SEC *making the close o hihg-closing trading*- y que consiste en comprar al cierre del trimestre acciones de empresas de baja capitalización, que el fondo ya tiene en su cartera, con ánimo de incrementar el precio de las mismas, y por tanto, el valor liquidativo del fondo de forma temporal, en una fecha de referencia para evaluar los resultados.

Por lo que toca a la relación entre gestores de mercado e inversores, los conflictos de interés se suelen suscitar a consecuencia de la relación fiduciaria a la que aludíamos más arriba, derivada de la relación de agencia. En esta tesitura, algunos de los problemas éticos más comunes podrían ser los siguientes: Falta de independencia de los analistas, vinculados contractualmente a los bancos de inversión o a determinadas casas de Bolsa, que pueden dirigir políticas de recomendación de precios según lo que más revierta en sus propios intereses como inversores institucionales. Más grave resulta la no infrecuente reasignación de resultados, sobre todo pérdidas, entre distintos fondos de inversión. En última instancia, como se ve, se trata de maquillar –*window dressing*- resultados, creando una apariencia o impresión falsa, que lleva al cliente a tomar decisiones equivocadas o a dejarse embaucar por resultados históricos distorsionados.

Finalmente, entre emisores e inversores puede aparecer el estigma de la falta de información material y relevante que permitiera a los últimos hacerse la adecuada composición de lugar para tomar sus decisiones con conocimiento de causa. Por supuesto, aunque este tipo de actuaciones está fuertemente perseguido desde la normativa legal, es muy difícil de erradicar, sobre todo cuando, como es natural, adopta versiones más sibilinas y sofisticadas, alejadas, por tanto, de un comportamiento fraudulentamente burdo.

Por último, para redondear -siquiera sea de manera esquemática- el perfil de los problemas morales relativos a este ámbito de los servicios financieros, hay que hacer referencia a lo que suele conocerse bajo el nombre de “conflicto de representantes”, cuyo ejemplo más claro lo constituye el que puede producirse entre aquellas instituciones, bancos o fondos de inversión, que tienen en depósito títulos de terceros a los que representan ante las empresas de las que aquéllos son partícipes. Puede darse el caso de que aquellas instituciones puedan verse en algún momento tentadas a hacer uso de la representación de votos que les confieren sus clientes en beneficio propio y no en el de aquéllos.

En definitiva, se trata de una versión más de los conflictos de intereses que se generan entre grandes y pequeños accionistas, pero esto nos mete ya más de lleno en lo que habremos de decir en el epígrafe siguiente.

3.3. Dirección financiera

Hemos dicho más arriba que los profesionales de las finanzas desarrollan sus actividades en muy diversos contextos, a algunos de los cuales hemos ya hecho alusión: mercados y servicios financieros. Con todo, no podemos dejar al margen de nuestras

consideraciones ni lo que hace referencia a las finanzas como área funcional de la empresa –la dirección financiera-, ni tampoco lo que apunta al modo como se diseñan y ponen en funcionamiento las estrategias de largo alcance en la gestión de las compañías –el problema del Gobierno Corporativo. Ambos aspectos plantean interesantes cuestiones de tipo ético que -aunque no es tarea nuestra ahora entrar en detalle en este ámbito de la gestión de la empresa- debemos abordar, siquiera sea de manera sucinta.

Los directores financieros, a diferencia de lo que pudiera ser el caso de los gestores de carteras, toman decisiones de inversión respecto a su empresa, no tanto en función de qué tipo de acciones comprar o vender en un momento determinado, cuanto, sobre todo, en función de las oportunidades de negocio presentes en un determinado contexto.

La dirección financiera de una empresa se puede ver confrontada con dos tipos de asuntos éticos. Por un lado, los directores financieros, como agentes y fiduciarios, tienen la obligación de manejar con prudencia los activos de la empresa, evitando en todo caso hacerlo en provecho propio y en detrimento de la firma. Tengamos en cuenta que quienes desempeñan este tipo de funciones ocupan dentro de las compañías un puesto que permite acceder a información muy sensible y relevante... susceptible de ser utilizada en beneficio propio, como ocurre en el supuesto ya mencionado del tráfico con información privilegiada o *Insider Trading*.

Desde otro punto de vista, la dirección financiera toma decisiones que afectan de manera más o menos directa a un considerable número de agentes y grupos de interés, con objetivos distintos entre sí e intereses legítimos que habría que tratar de tener en consideración y equilibrar entre sí.

Con esta última consideración estamos refiriéndonos a la conocida polémica en torno a si la empresa y sus directivos –de manera muy significativa, los financieros- tendrían que preocuparse por algo más que por la maximización del valor del accionista. En la España de estos meses de primavera-verano de 2017 el asunto que comentamos raya en el sarcasmo, en lo que hace referencia a la absorción -¡por un euro!- del Banco Popular por parte del banco Santander...

No procede detenerse mucho en el punto, toda vez que son suficientemente conocidos los planteamientos enfrentados. Con todo, incluso dentro de los parámetros de la teoría financiera al uso, no deja de resultar complejo determinar qué quiere decir exactamente “maximizar el valor para el accionista”. Tal objetivo, en su aparente sencillez, puede dejar, sin embargo, inerte al director financiero a la hora de tomar decisiones donde los niveles de riesgo sean relevantes y, como no puede ser de otra manera, afectan a muchos otros más que a los accionistas; o en los casos de toma de control societario mediante fusiones y adquisiciones de empresas.

En este caso, sobre todo cuando la adquisición se produce de manera hostil, son varias las partes que se pueden ver perjudicadas: Los directivos que tratan de mantenerse en sus cargos; los accionistas -decidan vender o no- que necesitan tomar decisiones con conocimiento de causa y cierta tranquilidad; los obligacionistas que, con frecuencia, incurren en considerables pérdidas al incrementarse la deuda; los trabajadores y las comunidades locales, a los que no se les suele dar voz en el proceso y que suelen verse perjudicados por el mismo.

¿Quedan garantizadas y protegidas todas las partes? Parece que no. Pues mientras unos suelen llevar siempre todas las de perder, otros –en este caso, los directores- disponen a su favor de una amplia batería de medios para defender sus intereses, que en la jerga al uso de conocen con nombres tales como los siguientes: *píldoras envenenadas*,

caballeros blancos, paracaídas de oro, opciones sobre las joyas de la corona, órdagos, etcétera

Las cosas, como vemos, no son tan sencillas como los eslóganes y clichés simplificadores de la realidad nos quieren hacer creer cuando apelan a la “maximización del valor para el accionista”.

Pues, en todo caso, maximizar el valor para el accionista implica siempre tener que asumir ciertos riesgos; siendo tarea crucial para quienes toman en última instancia las decisiones la de determinar cuál sería el nivel adecuado de riesgo. Habría, por lo demás, que tener también en cuenta que una determinada estrategia, aparente beneficiosa para los accionistas, pudiera poner en graves aprietos los intereses también legítimos de otros afectados, tales como, por ejemplo, los obligacionistas, los empleados, los suministradores e incluso los propios directivos.

En cualquier caso, ¿es ético que -para velar por los intereses de los accionistas, en el mejor y más benévolo de los casos; cuando no, en beneficio de los propios directivos- la dirección financiera incremente el riesgo, poniendo en peligro al resto de *stakeholders* – accionistas incluidos, en el peor de los escenarios?

La pregunta es muy pertinente, pues, en efecto, aspirando a conseguir los objetivos exclusivos de unos –los directivos; los accionistas-, se puede llegar a incurrir en importantes riesgos que, de concretarse en pérdidas, serían soportadas o por los propios accionistas o por el resto de posibles interesados. Un ejemplo típico es el de un equipo directivo que se ve obligado a tomar una decisión muy arriesgada con alternativas muy equilibradas de beneficios muy altos –si la cosa sale bien- o de importantísimas pérdidas en el caso contrario. Aunque es posible que, en este supuesto, los accionistas prefirieran una estrategia más conservadora, sin embargo –en función de los esquemas de incentivos y retribución anteriormente aludidos-, muy probablemente se decidiera actuar con arreglo a la alternativa más arriesgada.

Un caso en el que se entremezclan varios de los conflictos que estamos comentando fue el de Robert Maxwell, en donde no sólo se vieron perjudicados los accionistas minoritarios, sino también los propios trabajadores, de cuya confianza Maxwell abusó claramente. La cosa fue más o menos así: Maxwell tenía importantes participaciones en dos compañías cotizadas en Bolsa, en las que contaba con el suficiente poder como para controlar la gestión. Al propio tiempo, tenía otras empresas financiadas con deuda bancaria cuya garantía la constituían, precisamente, acciones de las dos empresas que cotizaban en Bolsa. En un momento en que los precios de estas acciones empezaron a disminuir, los bancos le exigieron mayores garantías. Maxwell, por una parte, utilizó los activos de los fondos de pensiones de las empresas cotizadas como garantía adicional para sus préstamos personales. Ello fue posible debido a que una de sus compañías estaba a cargo de la gestión de los fondos de pensiones de las empresas del grupo, con lo que Maxwell tenía control sobre los activos de aquellos fondos y los podía utilizar en beneficio propio. Por otra parte, utilizó los activos sobrantes de los fondos de pensiones para comprar acciones de las empresas cotizadas –a través de compañías interpuestas-, con lo que, de paso, lograba incrementar el precio de las acciones, logrando así mantener tranquilos a los bancos financiadores de sus otras empresas.

Como cabe suponer, no resulta difícil enjuiciar moralmente este *modus operandi*. Sin embargo, más difícil resulta evitar que se produzcan este tipo de eventualidades. Ahora bien, habría que esforzarse por todos los medios en tratar de conseguirlo. Y ello, incluso aunque manejáramos –como no es el caso- un modelo de empresa entendida en

función de los intereses exclusivos de los accionistas. Precisamente en tal supuesto la legitimación del proceder exigiría que se respetaran de veras los objetivos que desde el modelo enfáticamente se proclaman. Pues, sin ello, los accionistas no habrían de encontrar motivos ni garantías bastantes como para arriesgar imprudentemente su dinero. Por no hablar de otro problema de cierto calado intelectual; a saber: del hecho de que ni todos los inversionistas son iguales –accionistas mayoritarios, frente a minoritarios; accionistas que juegan a largo plazo, frente a aquellos otros que lo hacen a corto, por puros motivos especulativos; accionistas individuales, contra distintos de los accionistas institucionales-; ni tienen por qué buscar todos exactamente los mismos objetivos ni en lo tocante a rentabilidad, ni en lo referido al riesgo... ni, incluso, tienen por qué compartir los mismos puntos de vista –más allá de lo obvio: que aspiran, entre otras cosas, a ganar dinero y a rentabilizar su inversión- respecto a los modos de operar, a los criterios inversores, a la razón y al sentido último de la actividad financiera.

Esto que acabamos de decir nos da pauta para abordar en los epígrafes siguientes dos de los temas más agudos y sugerentes a este respecto en el día de hoy. Por un lado, estaría el problema del gobierno corporativo; y por otro, nos permite aproximarnos a motivaciones inversoras que cristalizan en lo que se ha dado en llamar fondos de inversión éticos, solidarios, ecológicos o socialmente responsables.

4. Conclusión

Para poner fin a este artículo, y a modo de síntesis final, procede dejar sentadas, como tesis conclusivas, las siguientes afirmaciones:

1. Frente a ciertas actitudes y prejuicios que vienen a afirmar de manera más o menos interesada que las finanzas son in-morales o, en el mejor de los casos, que son a-morales, he querido mantener que la actividad financiera tiene una innegable dimensión ética, que es preciso reconocer y potenciar.
2. La Ética será siempre la mejor de las políticas a plazo medio y largo; y constituye el único modo de generar el necesario clima de confianza para que la actividad financiera, en sus diversas prácticas y manifestaciones, se pueda desarrollar y pueda así contribuir al bien común y al progreso económico, en función del cual ha de estar y a cuyo servicio se ha de entender a sí misma.
3. Aunque es evidente que sin Ética algunos pueden ganar muchísimo dinero a plazo inmediato, somos, sin embargo, muchos otros los que podemos perder mucho más a plazo medio; corriendo el propio Sistema en su conjunto, a plazo largo, el peligro de perder la necesaria legitimación social.
4. La legislación, la autorregulación, la creación de mecanismos y estructuras favorables a las buenas prácticas son siempre elementos que hay que potenciar. Pero, por encima de todo, debemos apelar al ánimo decidido de quienes actúan en el ámbito de lo financiero para ejercer la misión guiados por altos estándares de excelencia y movidos por una sólida profesionalidad anclada en la virtud.

Reiteremos lo indicado al comienzo de estas reflexiones: que un sistema financiero eficiente y justo constituye un elemento clave del bien común; y una verdadera condición de posibilidad para una economía, capaz de generar progreso social de manera sostenible.

Más allá de la existencia de las denominadas *finanzas éticas*, que encuentran abordaje en un capítulo complementario a éste, cabría cerrar nuestra aportación con una tesis final, que podría quedar enunciada en los siguientes términos: *La dimensión moral*

de las finanzas ordinarias y de la actividad financiera es una realidad indiscutible y, en consecuencia, la ética debiera estar siempre presente en cualquiera de los ámbitos en que aquellas cristalizan y a través de los cauces por los que, de manera ordinaria, se llevan a efecto.

De lo contrario, en vez de estar en presencia de las *finanzas que sirven*, estaríamos habiéndonoslas con las *finanzas que engañan...* y una circunstancia tal, además de indeseable, desde el punto de vista ético, acabaría por resultar insostenible desde el estricto prisma de la viabilidad de los procesos económicos a largo plazo.

5. Referencias bibliográficas

- Ansotegui, C., Gómez-Bezares, F., & González Fabre, R. (2014). *Ética de las Finanzas*. Bilbao: Desclée de Brower.
- Arroyo, A. (1979). *La manipulación de las cotizaciones de bolsa*. Madrid: Ediciones ICAI.
- Boatright, J. (2010). Business Ethics: Where Should the Focus Be? *Business Ethics Quarterly* 20:4, 711-712.
- Boatright, J. R. (1999). *Ethics in Finance*. Oxford: Blackwell Publishers.
- Choma, A. (2015). Big Data in Finance: Ethical Challenges. *Finance & Common Good*, nº 42 & 43. *Ethics in Finance - Robin Cosgrove Prize 5th Edition 2014/2015 Nominated Essays*, 76-88.
- de Mora Gil-Gallardo, J. L. (2002). Conductas profesionales y conflictos de intereses en el mercado de capitales. En J. W. Ibáñez Jiménez, & J. L. Fernández Fernández (eds.), *Ética y Mercado de Valores*. Madrid: Marcial Pons.
- Dembinski, P. H. (2010). *¿Finanzas que sirven o finanzas que engañan? De la moneda que sirve a la que domina*. Madrid: Pirámide.
- Fernández Fernández, J. L. (2004). *Finanzas y Ética. La dimensión moral de la actividad financiera y el Gobierno Corporativo*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas.
- Fernández Fernández, J. L. (2014a). Por una conexión de la RSE con la Ética Empresarial. *Revista ICADE*, nº 91 (enero-abril), 145-171.
- Fernández Fernández, J. L. (2014b). La falta de ética como concausa de la crisis económica. *Boletín de Estudios Económicos* (vol. 69, nº 211), 25-42.
- Garonna, P., & Spaolozzi (eds.), F. (2016). *Ethics in Finance, Finance in Ethics*. Roma: Luiss University Press.
- Graafland, J. J. (2011). The Credit Crisis and the Moral Responsibility of Professionals in Finance. *Journal of Business Ethics* (103), 605-619.
- Jin, K. R. (2013). The Role of Corporate Value Clusters in Ethics, Social Responsibility, and Performance: A Study of Financial Professionals and Implications for the Financial Meltdown. *Journal of Business Ethics*, Vol. 112, 15-24.
- Justicia y Paz, C. (2012). *Por una reforma del sistema financiero y monetario internacional*. Madrid: Caritas Española.
- Lewis, M. (1989). *Liar's Poker*. New York: Penguin Book.
- Sánchez Asiaín, J. Á. (1996). Algunas reflexiones sobre ña Ética hechas desde el mundo financiero. Separata de *Anales de la real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, año XLVIII, nº 73 (curso académico 1995-1996). Madrid: Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.
- Walker, J. L. (1987). *The Complete Book of Wall Street Ethics*. New York: William Morrow.