

La dimensión ética de la actividad financiera

José Luis Fernández Fernández
Cátedra Javier Benjumea de Ética Económica y Empresarial
Universidad Pontificia Comillas (Madrid)

1. Los “casos” como síntoma

Para hablar con cierta propiedad de Ética aplicada al mundo de las finanzas y no pasar por un ingenuo, es preciso empezar concediendo a quien quiera enmendar total o parcialmente la pretensión, que tiene más que legítimas razones y muy sólidos fundamentos para mostrarse escéptico. Quien suscribe este trabajo también –si no más, a fuer de seguir profesionalmente estas derrotas- está al cabo de la calle de los turbulentos devenires en materia de moralidad financiera a lo largo de los últimos quince o veinte años –por acotar y ceñir un tanto el tema temporalmente.

¿Botones de muestra? Recordemos algunos.

- Las manipulaciones del mercado de los bonos basura en los años 80, por parte de Dennis Levine, Martín Siegel, Ivan Boesky, Michael Milken y otros, que alguien calificó en su momento como la mayor conspiración criminal en el mundo de las finanzas jamás conocida (al menos, hasta entonces). Drexel Burnham Lambert, E.F. Hutton, Salomon Brothers, Merryll Linch... son algunos de los nombres controvertidos de aquella época, cuando los *yuppies* trepaban, Boesky recetaba sin sonrojo *greed* - avaricia- a los graduados de una conocida *Business School*, Hollywood producía *Wall Street* y *La hoguera de las vanidades* y Michael Lewis retrataba magistralmente el momento con su *Liar's poker*¹.
- El Bank of Credit and Commerce International (BCCI), tapadera bancaria de narcotraficantes y terroristas, cerrado por orden judicial en sesenta y dos países en julio de 1991.
- El inefable “Caso Banesto”, saldado con un rosario de imputaciones a su cúpula directiva, con penas de prisión para la mayoría de ellos, con el descrédito de todo un *modus operandi* jaleado por muchos hasta que la cáscara se rompió y dejó al descubierto la desnudez de la avaricia, la falta de escrúpulos, el afán de poder a toda costa, la ausencia de profesionalidad, los quebrantos y las pérdidas económicas... y, sobre todo, la falta de confianza en el sistema, en muchos de sus agentes y en buena parte de sus gerifaltes.
- Otro ladrillo en el muro de la inmoralidad lo constituyó, también entre nosotros, el íncrito “Caso Ibercorp”². Desfalco, fraude, apropiación indebida, tergiversaciones

¹ Esta novela, múltiples veces reeditada, no tiene desperdicio: ilustra muy a las claras la manera de hacer las cosas y la cultura de este tipo de organizaciones. De su valor intrínseco podrá juzgar el lector por la siguiente anécdota: era –salvo error u omisión- la única novela que quien esto escribe pudo encontrar en la sección de Finanzas en la Harvard Bookstore en el año 1999. La edición que leí yo estaba en Penguin Book, 1989. Creo que hay traducción castellana.

² Véase Antonio Argandoña, “Ethics in Finance and Public Policy: The Ibercorp Case”, *Journal of Business Ethics* 22: 219-231, 1999.

varias, manipulación de las cotizaciones de bolsa... todo ello bien trufado de *glamour* y de mayor escándalo, toda vez que en el *affaire* estaban involucrados –por cierto, con nombres modificados- ex ministros, personajes famosos, habituales del papel *couché*, exitosos hombres de negocios, importantes agentes de la bolsa y las finanzas... y hasta el propio Gobernador del Banco de España.

En resumidas cuentas, que el mito de Mario Conde y el pelo engominado cayó, como caerían a su vez Mariano Rubio, Javier de la Rosa, Manuel de la Concha o *los Albertos*. Y esta *cultura del pelotazo* habría de dejar en evidencia a la *beautiful people*; desencantando aún más a una sociedad anegada en los escándalos de corrupción; y mandando un mensaje alarmante a la ciudadanía en general acerca de lo que estaba bien y lo que estaba mal, de lo que valía o no valía la pena... En suma: puso de nuevo contra las cuerdas a la ética social, con grave riesgo de desmoralización y parálisis, en momentos en que, por lo demás, la opinión pública era consciente de estar atravesando tiempos de vacas flacas a resultas de la crisis y la recesión económica.

- Siguiendo entre nosotros, conocimos en el verano de 2001 el Caso Gescartera, que tuvo la virtualidad de poner, una vez más, a ciertas instituciones en entredicho. En el fondo, lo que parece haber habido fue simple y llanamente una estafa, muy fácil de describir en sus rasgos estructurales: alguien –Gescartera- ofrece lo que en la jerga de los agentes e intermediarios se denomina un “extratipo” –es decir: la promesa de una mayor remuneración que la que vienen ofreciendo los demás agentes del sector, por el dinero que alguien esté dispuesto a depositar y les confíe para ser invertido. Con tal plan, se trata de entrar en contacto con aquellos que tengan a su cargo sumas que administrar – más o menos relevantes; pero, cuanto más altas, naturalmente, mejor- y que no deben permanecer ociosas, sin invertir... Tal es el caso de muchos administradores institucionales –en Gescartera, por ejemplo, estaban la Marina española, la Fundación ONCE y la Diócesis de Valladolid... entre otros. También son un buen público objetivo aquellos de quienes se sospecha que puedan tener elevadas sumas de dinero “negro” que no serán fácilmente capaces de hacer aflorar a los circuitos legales...

Una vez hechos los contactos, la cosa estriba en convencer a quienes toman las decisiones inversoras para que confíen sus dineros a la gestión profesional de la agencia en cuestión. Para llevar a efecto dicha labor de “convencimiento” no es necesaria mucha imaginación: se pueden, por ejemplo, regalar Rolex de oro; o cabe invitar a los futuros clientes a viajar en avión privado a la final de la Copa de Europa de fútbol a París... Pero, sobre todo, importa mucho –como condición de posibilidad y buena tarjeta de visita- poder exhibir buenos contactos y mejores padrinos -tanto en las altas esferas de la vida sociopolítica y económica nacional; cuanto, en el gobierno; y, si fuere posible, en el propio Ministerio de Hacienda; en suma: ser capaz de mostrar ante los potenciales clientes -futuros tímidos- credibilidad y solvencia.

A partir de ahí la cosa consiste en hacer creer –tanto a los depositantes, cuanto a la propia CNMV, si es que lo llegare a preguntar en serio- que el dinero se está invirtiendo bien y que está generando buenos resultados, cuando lo que ocurre es que sencillamente se ha hecho desaparecer –no se sabe a dónde... Naturalmente, no todo el dinero; pues hay que tener un remanente -una especie de coeficiente de caja- para abonar cantidades de cuando en cuando y, en todo caso, hay que tener prevista la contingencia de que algunos clientes quieran deshacer posiciones y reclamen sumas considerables.

El problema vino cuando no se pudo hacer frente a las cantidades solicitadas por sus legítimos dueños... cuando algunos de éstos, nerviosos, apelaron a los oficios de la CNMV..., los partidos políticos se enzarzan en el debate y los medios de comunicación tomaron cartas en el asunto. Tal fue, en esencia, el fondo de la cuestión.

Avanzando hacia el día de hoy topamos con lo que algunos dieron en diagnosticar como “la enfermedad moral del Capitalismo” y cuyo resultado es una preocupante crisis de confianza de la que aún no nos hemos repuesto. Y no es para menos, a tenor de la proliferación de escándalos

financieros, saldados con cuantiosas pérdidas económicas, miles de puestos de trabajo y el dedo acusador de las autoridades y la opinión pública frente a quienes parecían ser responsables de los desaguisados –y que, paradójicamente, pasaban por ser los mayores defensores del sistema-: los altos ejecutivos, los consejeros, los auditores y los analistas.

El lector tardará en olvidar nombres como Enron, Worldcom, Andersen, Adelphia Communications, Vivendi Universal... y otros muchos, que hubieron de obligar al ente regulador de la bolsa norteamericana -la SEC: Securities and Exchange Commission-, a escrutar con ahínco a las compañías y a investigar prácticas ilícitas o irregulares, a fin de articular medidas correctoras y mandar mensajes de limpieza y transparencia a la opinión pública.

Recordemos algunos datos básicos del Caso Enron, toda vez que ha venido a convertirse en una especie de icono de los despropósitos ético-financieros.

- Enron era la mayor empresa de energía del mundo y una de las más admiradas de los Estados Unidos. Había elaborado una estrategia innovadora, bien adaptada en su momento a un mercado con precios bajos de la energía y bolsa cotizando al alza. En tal coyuntura, el éxito se mide por la cotización de las acciones de la compañía y ésta va bien si se generan beneficios y la empresa se muestra sólida y evidencia bajos niveles de endeudamiento. Las tornas, sin embargo, cambiaron cuando el precio del petróleo subió (1999) y la burbuja bursátil se desinfló (2000). Era entonces el momento de cambiar el rumbo. Pero, no. Había muchos intereses-y muchos conflictos de intereses: *stock options* incluidas- en juego. Se decidió, en consecuencia, tirar por el atajo y entrar en la rueda del engaño y la falsedad contable³. El resultado final es de sobra conocido: Enron quebró a finales del año 2001, cuando se conoció de verdad el estado de sus cuentas. Afloraron entonces las irregularidades más variadas: ocultación de pérdidas, resultados inflados, activos sacados del balance, ocultación de pasivos y deudas irrecuperables, creación de sociedades instrumentales opacas... O sea: la antítesis de lo que se supone debe buscarse con la Contabilidad: el reflejo de la imagen fiel del patrimonio. Aunque el fundador y presidente de la compañía, Kenneth Lay, fue procesado, eso no arregló las cosas a los 15.000 empleados perjudicados por la quiebra.

2. A la vista de lo anterior: ¿Cabe hablar, en serio, de una Ética Financiera?

A la vista de lo anterior, lo que caben, cuando menos, son 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 una 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 morbo de casos como los que acabamos de recordar 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 puedo compartir semejante descalificación inmatizada, que, si tal vez puede ser cierta en alguna circunstancia –piénsese en el caso BCCI al que hemos hecho referencia más arriba- no debiera ser generalizable sin flagrante injusticia.

³ Detrás de los casos aludidos se suelen encontrar las mismas estructuras. Entre otras, las siguientes: contabilidad creativa, ocultación de información, sociedades instrumentales, conflictos de intereses, sueldos excesivos para las cúpulas directivas y, frecuentemente, connivencia con los auditores. En este sentido no deja de ser triste reconocer que Andersen, una firma, en tiempos, aureolada de integridad y buen hacer profesional cayó con todo el equipo –acusada entre otras cosas de obstrucción a la justicia- y tuvo que desaparecer de escena a resultas del caso Enron, firma a la que auditaba desde hacía dieciséis años y cuyas cuentas venía aprobando sistemáticamente sin salvedades mayores.

El valor, pues, de esta postura que niega -por imposibilidad quasi metafísica- la coordinación del concepto *finanzas* con el de *ética* no deja de ser -en mi opinión- una demasía y un intento de permanecer en lo anecdótico, por brillante y demagógico que pueda resultar⁴.

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 improcedente tratar de introducir consideraciones de tipo ético -siempre relacionadas con los *finés* 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 verosimilitud⁵, 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 procederes, a todo un vasto, complejo y determinante

⁴ 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*, New York, William Morrow, 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 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.

⁵ 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.” Michael Lewis, *Liar’s Poker*, Penguin Book, USA, 1989, p. 69.

ámbito de la actuación económica en nuestro mundo: Si las Finanzas son a-morales nadie, a excepción de la ley⁶, debería decir nada respecto al *deber ser* de la actividad financiera.

Finalmente, están, quienes, como es el caso del que suscribe, 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.

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. La lógica de este discurso lleva a afirmar a muchos que la ética en este contexto es algo crítico, toda vez que minoraría 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, mantengo, por una lado, que sin Ética sería imposible la actividad financiera. Y afirmo, 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.

⁶ 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.

3. Problemas éticos y finanzas: los individuos, las organizaciones y el 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 sistemático.

Por un lado 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 deontológico 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 más reciente de Argentina. Todos estos son problemas graves que retan la imaginación de quienes se ocupan personal o profesionalmente de las Finanzas⁷.

Vamos a intentar aproximarnos a algunos de estos problemas conexos con la actividad financiera⁸ 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

⁷ Un buen trabajo en línea con la temática que se acaba de presentar puede encontrarlo el lector en: Bernhard Emunds, "The integration of developing countries into international financial markets: remarks from the perspective of an Economic Ethics", *Business Ethics Quarterly*, vol. 13, Issue 3, July 2003, pgs. 337-359.

⁸ He 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.

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 casuística⁹. Para ello, tras levantar acta de algunos de los ámbitos o racimos de problemas más frecuentes¹⁰ –y, siempre, sin 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, creo que se podría optar por clasificarla, tomando como referencia tres distintos aspectos o puntos de vista en los que se despliega la actividad financiera.

Por un lado 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

⁹ Remitimos, para un estudio más detallado a las siguientes obras: J.R. Boatright, *Ethics in Finance*, Blackwell Publishers, Oxford, 1999; L.A. Bear y R. Maldonado-Bear, *Free Markets, Finance, Ethics and Law*, Englewood Cliffs, , N.J., Prentice Hall.

Puede servir de ayuda también la reciente obra de José Rigoberto Parada, *Finanzas: su dimensión ética*, Gestión 2000, Barcelona, 2003.

¹⁰ 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 digo, 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 siempre reconocible una especie de *gap*, una suerte de ocasión para la “restricción ética”, entre *lo que se puede hacer* y *lo que se debe hacer*.

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.

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 mercado¹¹; 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 financiero y, por consiguiente, rechazables des de un punto de vista ético.

Como decimos, la manipulación de las cotizaciones puede llevarse a efecto de múltiples formas¹². 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 pseudooligopolísticas 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 situación¹³. 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

¹¹ 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).

¹² Véase al respecto, Antonio Arroyo, *La manipulación de las cotizaciones de bolsa*, Ediciones ICAI, Madrid, 1979.

¹³ Este caso –y otros similares- los puede encontrar glosados quien tenga interés en José Ángel Sánchez Asiaín, “Algunas reflexiones sobre la Ética hechas desde el mundo financiero”, Separata de *Anales de la real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, año XLVIII, número 73, curso académico 1995-96, Madrid, 1996.

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 –algunos de los cuales recordábamos al principio de estas páginas: 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 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 información¹⁴; 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 hincados. 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 riesgos 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 a favor de la compañía de bienes de consumo.

El legislador-tanto nacional como comunitario- es plenamente consciente de la necesidad de salvaguardar este bien jurídico¹⁵ 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.

¹⁴ 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 hubiera conseguido de forma ilegítima, es decir: violando algún derecho o desatendiendo algún tipo de obligación.

¹⁵ Véanse los apéndices documentales, especialmente la Directiva 2003/6/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), Diario Oficial de la Unión Europea de 12 de abril de 2003.

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, suele 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 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, 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 operativos¹⁶. 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 banco 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

¹⁶ Para una exposición detallada a este respecto, remitimos a J.L. de Mora Gil-Gallardo, “Conductas profesionales y conflictos de intereses en el mercado de capitales”, en J.W. Ibáñez Jiménez y J.L. Fernández Fernández, *Ética y mercado de valores*, Marcial Pons, Madrid, 2002.

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 *high-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 resultados¹⁷.

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 causa¹⁸. 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.

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 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

¹⁷ Resulta muy ilustrativo el artículo de Eduardo José Menéndez Alonso, “Lo que nunca le contarán cuando suscriba un fondo de inversión”, AECA, mayo-agosto 2003, pgs. 6-9.

¹⁸ Véase la contribución de Francisco Blanco Bermúdez, “La ética en el ámbito de las relaciones entre emisores e inversores”, en J.W. Ibáñez Jiménez y J.L. Fernández Fernández, *op. cit.*, pgs. 155-178.

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. 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, contradistintos 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 trabajo, procede dejar sentado, a modo de 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.
- 5.

Referencias bibliográficas

Aparte de las obras citadas a pie de página y al margen de las referencias que se han ido haciendo a diversos sitios web, es conveniente señalar algunas de las obras de la literatura de Ética Empresarial y, sobre todo, de Ética Financiera a la que el lector interesado puede acudir para encontrar nuevas ideas o profundizar en ciertos aspectos doctrinales de interés.

- Bear L.A. y Maldonado-Bear R., *Free Markets, Finance, Ethics and Law*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1994
- Boatright J.R., *Ethics in Finance*, Blackwell Publishers, Oxford, 1999
- Camacho, I., Fernández, J.L. y Miralles, J., *Ética de la Empresa*, Desclée de Brower, Bilbao, 2002
- Dobson, J., *Finance Ethics: The Rationality of Virtue*, Rowman and Littlefield, Lanham, MD, 1997
- Fernández de Araoz Gómez-Acebo, Alejandro, *Las normas de conducta en el Derecho del Mercado de Valores*, Instituto de Estudios Económicos, Madrid, 2000
- Ibáñez Jiménez, J.W. y Fernández Fernández, J.L., *Ética y mercado de valores*, Marcial Pons, Madrid, 2002
- Parada, J.R., *Finanzas: su dimensión ética*, Gestión 2000, Barcelona, 2003
- Prindl, A.R., and Prodhan, B. (eds.), *The ACT Guide to Rethical Conflicts in Finance*, Basil Blackwell, Oxford, 1994
- Twentieth Century Fund, *Abuse on Wall Street: Conflicts of Interest in the Securities Market*, Quorum Books, Westport, CT, 1990
- Williams, O.F., Reilly, F.K. and Houck, J.W. (eds), *Ethics and the Investment Industry*, University of Notre Dame Press, Notre Dame, 1989