CARMEN ANSOTEGUI
FERNANDO GÓMEZ-BEZARES
RAÚL GONZÁLEZ FABRE

ÉTICA
DE LAS FINANZAS



unijes
universidad jesuitas

Desclée De Brouwer

ÉTICA DE LAS FINANZAS

Carmen Ansotegui
Fernando Gómez-Bezares
Raúl González Fabre

ÉTICA DE LAS PROFESIONES

Ética de las profesiones

ica de las profesiones

unijes
universidad jesuitas

© Carmen Ansotegui, Fernando Gómez-Bezares y Raúl González Fabre, 2015

© EDITORIAL DESCLÉE DE BROUWER, S.A., 2015
Henao, 6 – 48009 Bilbao
www.edesclee.com
info@edesclee.com
EditorialDesclee
@EdDesclee

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública y transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley.
Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos –www.cedro.org–), si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

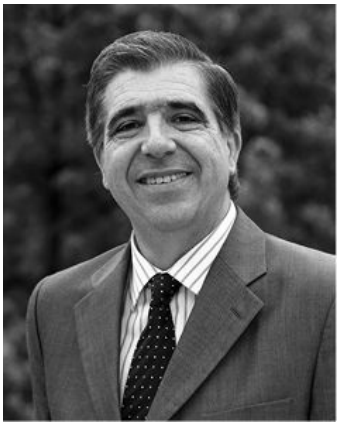
ISBN: 978-84-330-3779-4

Adquiera todos nuestros ebooks en
www.ebooks.edesclee.com

Semblanza de los autores



Carmen Ansotegui es Doctora en Economía por la Universidad de Pennsylvania, Master en Teoría Económica y Master en Matemáticas de Productos Financieros Derivados por la UAB, Licenciada en Administración de Empresas por la Universidad de Zaragoza. Es Directora del Departamento de Control y Dirección Financiera de ESADE, y miembro del Grupo de Investigación en Economía y Finanzas (GREF). Sus áreas de interés incluyen mercados, análisis de factores de riesgo y oportunidades de arbitraje, derivados, gestión de riesgo y finanzas corporativas. Es autora de artículos en revistas especializadas y capítulos de libros.



Fernando Gómez-Bezares es Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Deusto y Doctor Honoris Causa por la Universidad del Salvador (Buenos Aires, Argentina). Catedrático y Director del Departamento de Finanzas de la Universidad de Deusto, ha sido también Decano de su Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (La Comercial), Vicerrector y Presidente de la Comisión de Doctorado de dicha Universidad. Autor de 24 libros y más de cien artículos sobre temas de su especialidad, Codirector del Boletín de Estudios Económicos y Director de la Biblioteca de Gestión DDB, fue cofundador y primer Presidente de la Asociación Española de Finanzas.



Raúl González Fabre es Ingeniero por la UCAB (Caracas) y la UNED (Madrid), y Doctor en Filosofía por la Universidad Simón Bolívar (Caracas). Actualmente trabaja como profesor de Microeconomía y de Ética económica (Business, Marketing, Finanzas) en la Universidad Pontificia Comillas. Es autor de libros como Justicia en el Mercado. La fundamentación de la ética del mercado en Francisco de Vitoria (1998), Ética y economía (2005) y coautor de Ética y Responsabilidad Empresarial (2013). Se interesa especialmente por el significado de la justicia en economía y por el uso de simulaciones informáticas para explorar el contacto entre Microeconomía y Ética.

Presentación

Es para mí un placer, como Presidente de UNIJES, presentar este nuevo volumen, que hace ya el número decimocuarto, de la colección de Ética de las Profesiones, dedicado a la Ética de las Finanzas.

En este momento, UNIJES emprende una nueva singladura, como consecuencia de la creación de una única provincia jesuítica, y su constitución como sector universitario de la Compañía de Jesús, con un proyecto apostólico y una llamada a una mayor colaboración entre todas nuestras instituciones universitarias, en aras a un mayor y mejor servicio a la sociedad.

Cuando las universidades jesuitas españolas comenzamos hace ya casi 20 años la aventura de constituir un grupo que se encargara de la planificación, docencia, investigación y transferencia del conocimiento en esta área de la ética básica y profesional, porque nos parecía fundamental en la formación integral de nuestros alumnos, no pensábamos que íbamos a llegar tan lejos.

La relación estrecha, y la colaboración profunda, que se estableció entre los responsables académicos de esta materia, ha traído frutos importantes para nuestras instituciones universitarias. A ellos vaya nuestro agradecimiento más sincero.

Hoy es una realidad que en todas las titulaciones adaptadas al Espacio Europeo de Educación Superior, hay una asignatura, por lo menos, expresamente dedicada al estudio de los problemas éticos de cada una de las profesiones. Los congresos de UNIJES dedicados a esta materia han sido numerosos, así como las investigaciones y tesis doctorales realizadas. La formación del numeroso profesorado para la impartición de las materias deontológicas en nuestras instituciones, también ha sido un logro importante.

Finalmente, la publicación de la colección de manuales como base para la enseñanza y el aprendizaje de las asignaturas que preparan para ejercer la profesión, ha sido un éxito. Con ello se pretende contribuir desde las aulas y en términos de racionalidad común, a la reflexión crítica y a la formación ética de los

futuros profesionales. Se busca situar las responsabilidades del profesional en un horizonte de justicia social como una contribución necesaria a una sociedad más justa, más solidaria, y más libre.

Que el nuevo volumen que se presenta esté dedicado a la ética de las finanzas no es casual. Aunque la colección ya dedicó sendos números a la "Ética y Economía", y a la "Ética y responsabilidad empresarial", la profunda crisis económica en la que todavía nos encontramos inmersos, con su indudable dimensión financiera, requería una atención especial de nuestros académicos a este tema.

Por otra son constantes las apelaciones del reciente magisterio pontificio al imprescindible tratamiento ético de las cuestiones económicas y financieras. Ya Juan Pablo II en 1980 en su discurso a la UNESCO, había señalado de una manera general: "Es esencial que nos convenzamos de la prioridad de lo ético sobre lo técnico, de la primacía de la persona humana sobre las cosas, de la superioridad del espíritu sobre la materia. Solamente servirá a la causa del hombre si el saber está unido a la conciencia. Los hombres de ciencia ayudaran realmente a la humanidad solo si conservan el sentido de la trascendencia del hombre sobre el mundo, y de Dios sobre el hombre".

Benedicto XVI en la encíclica "Caritas in Veritate" (2009) desarrolla estas cuestiones de ética económica, señalando cómo la inversión no es solo un problema técnico, sino humano y ético. En este sentido señala: "Se ha de evitar que el empleo de recursos financieros esté motivado por la especulación y ceda a la tentación de buscar únicamente un beneficio inmediato, en vez de la sostenibilidad de la empresa a largo plazo, su propio servicio a la economía real y la promoción, en modo adecuado y oportuno, de iniciativas económicas también en los países necesitados de desarrollo". (40).

También el Papa Francisco en su exhortación apostólica "Evangelii Gaudium" (2013), ha puesto de manifiesto la importancia de la ética en el mundo de las finanzas. Para él, "la crisis financiera que atravesamos nos hace olvidar que en su origen hay una profunda crisis antropológica: la negación de la primacía del ser humano" (55). También denuncia un rechazo y un desprecio a la ética en este campo, puesto que ella relativiza el poder y el dinero, y pone en el centro al ser humano. La ética permite crear un equilibrio y un orden social más justo. Clama por una reforma financiera que no ignore la ética, y exhorta a "una vuelta de la

economía y las finanzas a una ética a favor del ser humano" (58).

Estas afirmaciones son suficientes para ilustrar la enorme importancia y actualidad de las cuestiones abordadas en el presente volumen. Solo me queda agradecer a los autores del mismo su estupendo desempeño, y animar a todo el grupo de ética de las profesiones a que siga produciendo muchos frutos en esta nueva etapa que comenzamos.

Jaime Oraá S.J.
Presidente de Unijes

Introducción

Las finanzas ocupan en este momento el centro de la preocupación económica en todo el mundo, debido a la interconexión de los mercados tanto financieros como de bienes y servicios de la "economía real". La pregunta de qué será mejor hacer, cómo actuar de forma que la cooperación entre las personas en los mercados se vea fomentada y no frenada o destruida, constituye un asunto mayor cuya solución (la crisis lo demuestra) no está clara.

Esa es una pregunta moral; no constituye una mera pregunta técnica, como si las personas fueran autómatas cuyo comportamiento pudiera preverse conociendo los incentivos que las afectan. Un enfoque puramente técnico es útil para estudiar aspectos importantes del problema, pero una vez analizados los incentivos, todavía queda la cuestión de cómo reaccionará cada persona a ellos. De hecho, en la génesis del estado actual de las finanzas se ha hecho notar la existencia de opciones éticas de tales o cuales agentes, que decidían maximizar su ganancia, o bien maximizar su poder, o bien actuar según la confianza profesional depositada en ellos. Tenemos así diferentes calidades morales de agente, que han resultado tanto en los problemas que nuestra economía financiera sufre como en los recursos que posee para abordar esos problemas.

Tal es el tema central del presente libro: las dificultades morales de los profesionales de las finanzas para desempeñar sus funciones, lo que está en juego en ellas, y las opciones éticas con que pueden abordarlas. Nuestro foco se encuentra en los problemas típicos del profesional de las finanzas en el Estado español. Esos problemas con frecuencia coinciden con los que se presentan tanto en mercados centrales como en emergentes o periféricos, y en ese sentido son globales como las finanzas mismas. Sin embargo, los acentos varían, de forma que en este libro nos hemos concentrado en las prácticas profesionales habituales en España.

Los autores de este libro somos tres, quienes lo hemos leído, modificado y acordado en su totalidad, de manera que la obra es verdaderamente colectiva; por eso no hay atribuciones de ningún capítulo a este o aquel autor. Los tres

compartimos la inquietud por los aspectos éticos de la actividad profesional en las finanzas:

Carmen Ansotegui es Doctora en Economía por la Universidad de Pennsylvania, Master en Teoría Económica y Master en Matemáticas de Productos Financieros Derivados por la UAB, Licenciada en Administración de Empresas por la Universidad de Zaragoza. Es Directora del Departamento de Control y Dirección Financiera de ESADE, y miembro del Grupo de Investigación en Economía y Finanzas (GREF). Sus áreas de interés incluyen mercados, análisis de factores de riesgo y oportunidades de arbitraje, derivados, gestión de riesgo y finanzas corporativas. Es autora de artículos en revistas especializadas y capítulos de libros.

Fernando Gómez-Bezares es Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Deusto y Doctor Honoris Causa por la Universidad del Salvador (Buenos Aires, Argentina). Catedrático y Director del Departamento de Finanzas de la Universidad de Deusto, ha sido también Decano de su Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (La Comercial), Vicerrector y Presidente de la Comisión de Doctorado de dicha Universidad. Autor de 24 libros y más de cien artículos sobre temas de su especialidad, Codirector del Boletín de Estudios Económicos y Director de la Biblioteca de Gestión DDB, fue cofundador y primer Presidente de la Asociación Española de Finanzas.

Raúl González Fabre es Ingeniero por la UCAB (Caracas) y por la UNED (Madrid) y Doctor en Filosofía por la Universidad Simón Bolívar (Caracas). Actualmente trabaja como profesor de Microeconomía y de Ética económica (Business, Marketing, Finanzas) en la Universidad Pontificia Comillas. Es autor de libros como Justicia en el Mercado. La fundamentación de la ética del mercado en Francisco de Vitoria (1998), Ética y economía (2005) y coautor de Ética y responsabilidad empresarial (2013). Se interesa especialmente por el significado de la justicia en economía y por el uso de simulaciones informáticas para explorar el área de contacto entre Microeconomía y Ética.

En el libro hemos querido tratar los problemas típicos de cada una de las profesiones financieras. Para evitar repeticiones, en las partes primera y segunda hemos tratado de esos problemas genéricamente, desde el punto de vista ético, y en la parte tercera hemos recorrido cada profesión buscando la forma concreta que toman en ella tales problemas. Para escribir esa tercera parte hemos

conversado con profesionales de las finanzas en cada uno de esos campos, de manera de asegurar el máximo realismo a nuestra evaluación de las dificultades con que se encuentran. Terminamos con un par de capítulos que miran más al sistema en su conjunto, tanto a las dificultades de lo existente como a la creciente importancia de fenómenos como las finanzas éticas o las finanzas basadas en la fe.

Esperamos que el lector encuentre que este libro es un buen interlocutor para sus preocupaciones éticas como profesional de las finanzas, o como profesional en contacto con instituciones y agentes financieros.

Carmen Ansotegui
Fernando Gómez-Bezares
Raúl González Fabre

Primera parte

Capítulo 1

La ética y las finanzas

1.1. Introducción: El problema tal como aparece

En finanzas es frecuente que un nuevo caso o situación dé lugar a un modo de ver las cosas –con frecuencia también a una legislación– que va mucho más allá del caso en cuestión y se extiende por décadas en el tiempo. En ese sentido, la crisis económica que se hizo manifiesta en 2007 ha puesto algunos problemas en la primera fila de la atención global; entre ellos, la ética de las finanzas. La manera real de actuar en finanzas constituye una de los principales quejas de la población en general, y de muchos de sus líderes morales, hacia los profesionales financieros, hasta tal punto que no son pocos quienes opinan que esta es una crisis moral.

Al principio, como tantos problemas éticos, ese era un tema de otros. Quienes se ocupaban profesionalmente de las finanzas preferían ver su trabajo como propiamente técnico, y sus fallos como un problema técnico en un entorno social complejo e incierto, con numerosos bucles de realimentación no bien conocidos. Quienes señalaban problemas éticos en la actuación de los financieros eran sujetos profesionalmente externos a ese mundo: funcionarios públicos tales como los fiscales y jueces que evalúan los comportamientos desde su ajuste a la ley; trabajadores y profesionales de sectores ahora sin crédito; consumidores desprovistos de ingresos que ven, sin embargo, cómo el Estado financia grandes rescates bancarios; religiosos y filósofos que critican a los financieros desde principios más altos; miembros de ONG que parten de una visión más o menos alternativa del futuro posible…

Esta visión unilateral por las dos partes ha ido cediendo paso, sin embargo, a una más compleja, en que estamos todos envueltos. Por una parte, ciertamente se ha comprendido mejor la no linealidad del mundo a que se enfrentan los financieros profesionalmente (y todos los demás también, puesto que todos acabamos tomando decisiones financieras: al menos, la decisión de en manos de quién dejaremos nuestro dinero para que tome decisiones por nosotros). Esa no

linealidad es una manera abreviada de decir que pequeñas causas pueden tener grandes efectos, incluso efectos que afecten a todo el sistema; mientras que, al revés, grandes causas pueden también producir pequeños efectos. Por supuesto, cabe que haya cierta proporción entre causas y efectos; pero es significativo que pueda no haberla, de manera que los procesos que empiezan pequeños se hagan grandes rápidamente, y viceversa.

Se trata de una manera de ver y pensar las cosas (una epistemología, si usamos la palabra culta) que contradice a la típica del mercado que estudiamos en la Microeconomía convencional. En ella, el mercado típico constituye un sistema espontáneamente autocorrectivo que tiende al equilibrio, de forma que por sí solo, con dejarlo actuar, ya provee él la estabilidad necesaria. Por ejemplo, si falta el crédito, este se encarece, con lo cual la cantidad demandada de crédito disminuirá y la ofertada aumentará, hasta un nuevo punto de equilibrio en que oferta y demanda de crédito se igualen a un cierto precio del dinero. Una falta prolongada de crédito no es pensable en una epistemología del mercado autorregulador; y sin embargo, está ocurriendo.

Curiosamente, la epistemología de la no linealidad, con desautorizar en parte el pensamiento basado en el mercado como mecanismo ideal de asignación social, no sitúa en su lugar al Estado. La forma de ver y pensar propia del Estado consiste en detectar males sociales y hacer planes para solucionarlos (o, más bien secundariamente, para que la sociedad los solucione). Está afectada por la misma linealidad entre causa y efecto que toca a la Microeconomía neoclásica, en cuanto debajo late el supuesto de que los mecanismos que unen causa con efecto en la sociedad pueden conocerse bien y, armados con ese conocimiento, podemos actuar con políticas públicas sobre las causas para obtener los efectos deseados. Innumerables departamentos de políticas públicas se dedican a esa tarea de descifrado, usando la estadística a través de teorías y métodos empíricos aplicados a masas ingentes de datos.

Como en el caso de los mercados, esta es una historia de éxito parcial y fracaso parcial. La acción de los Estados ha sido decisiva en la modernización de muchas sociedades, pero también son muchas las que han fracasado en ello, y muchos los fracasos del Estado incluso en los lugares donde ha tenido éxito en general. En particular, la crisis ha dejado a la población preguntándose dónde estaba el mercado cuando se esperaba de él una reacción proporcionada al problema de

base (mala praxis en torno a 300-500 mil millones de dólares en hipotecas norteamericanas; no decenas de billones destruidos en valor y perdidos en producción en todo el mundo); y dónde está el Estado cuando se espera de sus políticas públicas que restaure el crédito, el empleo de los factores de producción y, por tanto, el financiamiento del gasto social, a niveles semejantes a los anteriores a la crisis, o al menos a los anteriores a los anteriores.

Esta percepción más general de no linealidad con su correlato de incertidumbre, decíamos, ha ayudado a quienes están profesionalmente fuera del oficio a comprender algunas afirmaciones de los financieros. De ellas, quizás la más interesante se encuentra aquí y allá en el documental Inside Job. A la pregunta del locutor, Matt Daemon, dirigida a algunos grandes operadores privados y públicos de las finanzas norteamericanas, sobre si los efectos de su práctica no eran de esperar, una respuesta frecuente fue: "Sí, en retrospectiva". Lo mismo vino a decir el ex-chairman de la Reserva Federal, Alan Greenspan, en su célebre comparecencia ante el Congreso americano en 2010: los efectos autocorrectivos del mercado que, por motivaciones ideológicas liberales, esperaba, no ocurrieron. En retrospectiva es más fácil hablar de un mundo no lineal que en prospectiva. O, como se dice a veces con una broma profesional: "los economistas pasan la mitad del tiempo prediciendo lo que va a pasar, y la otra mitad explicando por qué no pasó".

Y es que las finanzas constituyen parte central del circuito económico, que se caracteriza por decisiones personales basadas en expectativas. Por tanto, tienen un componente de retroalimentación que puede llegar a ser muy importante: las decisiones hacen el comportamiento del sistema; el comportamiento esperado del sistema hace las decisiones; y evidentemente, tanto la percepción del presente como las expectativas de futuro son distintas según las personas y los métodos de análisis que usen.

Además de esta mayor comprensión de la no-linealidad, en los acontecimientos recientes va apareciendo también un mayor entendimiento del lugar de cada uno en el circuito económico, y por tanto en el financiero. Al fin y al cabo, hacen falta dos para un tango. No hay endeudamiento sin alguien que ofrezca sus ahorros para prestar y alguien que los tome prestados. El profesional financiero con frecuencia se limita a la intermediación, disminuyendo los costes transaccionales. Incluso cuando no es así sino que toma una parte más activa en las decisiones

de sus diversos clientes, lo cierto es que rara vez trabaja con fondos que él personalmente arriesga, y rara vez los dedica a proyectos suyos personales de los que él obtendrá los beneficios. Lo normal, por el contrario, es que intente asesorar a sus clientes, o a la empresa para la cual trabaja, sobre lo más conveniente para su dinero, dada la cantidad involucrada y el perfil del ahorrista o inversionista de que se trate. Si su cargo está bien diseñado, él gana con el cliente, y desempeña una función social positiva en el proceso.

En ese proceso, pues, hay que contar con la responsabilidad moral no solo del financiero sino también de quien confía al financiero sus ahorros para colocar, o sus planes de inversión o consumo para financiarlos. Esa persona u organización participa en la decisión, aunque solo delegándola en otro y tomando la parte mayor de los riesgos y de los beneficios. No puede decirse que el ahorrista o el usuario de los ahorros sea ajeno a la decisión del financiero, incluso cuando este no es un empleado suyo sino un mero intermediario profesional, o un empleado de otro.

Ello ha venido a reconocerse en las discusiones sobre responsabilidad relacionadas con la crisis. Esas discusiones tienen un importante componente legal (establecer si hubo o no fraude, si alguien merece o no restitución e indemnización), pero ello no obsta para se utilicen también argumentos con un significado moral: sobre si finalmente, con independencia de lo que diga la ley y lo que puedan defender los abogados, cada parte actuó bien o mal, si sabía o no lo que podía ocurrir a otros como consecuencia de las propias acciones. Lo más novedoso de las discusiones recientes es que, pasada la primera fase en que parecía que los culpables eran siempre unos y las víctimas otros, ahora tiende a considerarse mejor el rol de las dos partes en la existencia de cada contrato problemático. Se discute la medida en que ese rol fue voluntario o no, pero ya no es discutible que los financieros no hubieran podido causar la crisis por sí solos, sin el apoyo de una importante parte de la población que calculaba beneficiarse de las prácticas que llevaron a ella.

Tales argumentos éticos tienen además implicaciones políticas graves. Por una parte, de la sencilla política de andar por casa, indistinguible en realidad de la ética, por la cual la sociedad concede autoridad moral a unas u otras figuras dentro de ella. Autoridad moral significa que una cierta frase sea considerada como un enunciado de lo bueno en virtud de que alguien, y no otro, la dice.

En materia normativa no puede pretenderse que lo importante sea solo el mensaje, no su emisor. Cuando se trata de describir las realidades pasadas o presentes podemos pensar que "la verdad es la verdad, la diga Agamenón o su porquero", por usar el proverbio clásico. Pero cuando se trata de describir posibilidades deseables de vida para el futuro, ello no puede sostenerse. De quien expresa esas posibilidades esperamos que él mismo las realice en su vida ahora. Si no, ¿cómo sabremos que son posibles en realidad? De quien nos dice que tales o cuales posibilidades personales serán socialmente beneficiosas, esperamos que él sea ya benéfico para la sociedad. Si no es viéndolos realizados, ¿cómo sabremos que sus resultados sociales son deseables en concreto?

Pues bien, una consecuencia de la crisis ha sido la pérdida de autoridad moral de las profesiones financieras. De hecho, la autoridad moral que esas profesiones pudieran tener como guías en el capitalismo de nuestro tiempo, que es un capitalismo financiero, ha sido reemplazada por la sospecha. Incluso cuando alcanzan el éxito que buscan, y con ello de alguna manera se valida su pretensión, las poblaciones sospechan que ese éxito ha sido obtenido a costa de los intereses de los clientes, no a su servicio; menos aún al servicio de la sociedad en su conjunto. Ser financiero es, en este momento, un mal oficio para muchas personas, una forma apenas encubierta de vampirismo. Relacionarse con los clientes y venderles productos financieros se ha hecho más difícil por esta desconfianza generalizada.

También en la gran política se nota el impacto de esta pérdida de autoridad moral, que afecta a la consideración social de los principales banqueros pero también de los grandes empresarios y políticos que aparecen como sus stakeholders favoritos. Este contagio, que vemos ocurrir todos los días en la prensa, tiene consecuencias importantes para la legitimidad del sistema político. En los lugares más golpeados, como el sur de Europa, la legitimidad democrática ha sufrido mucho con la caída en desgracia pública de grandes empresarios, banqueros y políticos.

De esta manera, mirando solo nuestra situación al momento de redactar estas líneas, ya encontramos aspectos morales muy diversos y significados morales de importancia en fenómenos relacionados con las finanzas, que en principio quizás no clasificaríamos como éticos. Tras haber dedicado estas palabras a situar el tema en nuestro contexto y echar un primer vistazo a sus múltiples aristas, este

capítulo sigue en tres partes. En primer lugar, describiremos la vida moral, tanto a nivel personal como social. Después, nos ocuparemos de la importancia, el enfoque y las dificultades de una Ética de las finanzas. Finalmente, presentaremos el plan de esta obra y dejaremos al lector en situación de elegir qué leer y en qué orden.

1.2. La vida moral

Dimensión personal

El punto de partida de nuestro desarrollo es una cierta concepción de la existencia humana: mientras el pasado y el presente están cerrados –son lo que son; pueden interpretarse pero no realmente cambiarse en sus hechos–, el futuro no lo está –depende en parte de nuestras opciones y de las de otros como nosotros–. Con otras palabras, cuando la persona humana está involucrada, ningún futuro es el resultado mecánico de un pasado. Incluso donde la persona parece pasiva, como puede ocurrir en un accidente o una enfermedad, el sujeto tendrá una actitud diferente y es probable que unos resultados de recuperación muy distintos, según interprete el suceso. Necesitamos que no haya vida personal posible, por ejemplo, que la persona quede en coma, para que podamos pensar en un proceso clínico meramente mecánico (entonces, expresivamente, decimos que está "como un vegetal").

Ello significa que la libertad humana establece una discontinuidad en la cadena causa-efecto, o en términos más biológicos, en la cadena estímulo-respuesta. La discontinuidad ocurre en cuanto interviene la acción humana en el suceso. En esa acción entran en juego cuatro aspectos o facultades que nos interesan:

- La intencionalidad, por la que situamos el evento en una cadena deseable de las causas y efectos que queremos producir, para formar una narración mayor de sentido.
- La sensibilidad o los sentimientos, que nos proporcionan una heurística afectiva para acotar el espacio en que buscamos caminos a nuestra intención.
- La racionalidad, por la que identificamos alternativas y evaluamos qué conducta nuestra nos conducirá mejor a las finalidades que intencionalmente

hemos elegido.

- La voluntad, por la que, de entre las alternativas que se nos abren, elegimos la que promete racionalmente más desde el punto de vista de las intenciones, generando mayor o menor conflicto o coincidencia con nuestros sentimientos.

Una acción moral es por tanto una acción humana, que tiene sentido porque persigue una intención, lo hace después de un examen racional y de una elección por la voluntad, y sigue o bien critica una cierta intuición de los sentimientos. Una acción así es propiamente nuestra, y podemos ser llamados por los demás a responder de ella. Dicho con palabras del filósofo Xavier Zubiri, nos apropiamos de ella porque es nuestra, al mismo tiempo que ella se apropia de nosotros, haciéndonos ser quien la realizó.

Naturaleza y creación humana

Como diría el maestro vasco, la acción moral no es algo que podamos permitirnos no realizar. Donde los animales tienen instintos y las máquinas mecanismos, nosotros tenemos que elegir sentimental y racionalmente. Ello hace que solo en parte nos adaptemos al mundo. De hecho, la historia humana consiste muy principalmente en lo contrario: en adaptar el mundo a nosotros, construyendo una cultura entre las personas y la naturaleza. Una parte de cada vez mayor de nuestro mundo ha sido hecho por otras personas, y aunque ese mundo se apoya sobre la naturaleza en un sentido, en otro la corrige y modifica porque la preferimos diferente a como es en principio; por ejemplo, preferimos morir en torno a los ochenta años en vez de alrededor de nuestra "edad de diseño", que es más o menos la mitad.

Una de las consecuencias más visibles de ese creciente espesor cultural entre nuestras personas y la naturaleza se encuentra en la educación: con cada siglo que pasa son precisos más años para llevar a un niño o a un joven a la capacidad de desenvolverse productivamente en la sociedad de los adultos. En España la gente es ahora físicamente adulta con mucha frecuencia una década antes de ser socialmente adulta, de poder ganarse la vida por sí mismos. Hace un par de siglos, en la mayor parte de los oficios, ambas edades coincidían.

Una segunda consecuencia es que, conforme la cultura se hace una parte más importante de nuestra vida, la naturaleza parece importar menos y nos resulta

más difícil intuir el impacto de una sobre la otra. Miremos los objetos con los que entramos en contacto cada día: los que no están hechos por personas, son en su mayor parte objetos naturales manipulados y puestos ahí por personas¸ por tanto artefactos culturales también. Viviendo entre cosas que otros hicieron aparecer, no es raro que concibamos a la persona como el protagonista de los procesos importantes para nuestra vida, y a la naturaleza como su pura "materia prima", tan dúctil como sea necesario. En consecuencia tenemos una conciencia ecológica menguada, por ejemplo respecto a la de un agricultor en contacto diario con la tierra, precisamente al mismo tiempo y por la misma razón que necesitaríamos tenerla ampliada: porque nuestra cultura se ha hecho más capaz que nunca de alterar la naturaleza hasta la catástrofe y, si la tendencia continúa, en el futuro lo será todavía más.

En este libro no nos ocuparemos de la educación ni de la cuestión ecológica, pero nos sirven de referencia para enmarcar el entorno en que se toman las decisiones financieras. Al tratar de las finanzas, suponemos personas adultas que actúan típicamente negociando diferentes tipos de contratos con otras personas, bien sea de deuda, de otros tipos de propiedad, etc.; por tanto en medio de la cultura humana.

Nos centraremos entonces en la persona que elige, y para seguir viviendo no puede no elegir, porque carece de un instinto que realice esa función compleja de decidir. Si, confrontados por los demás o por nuestra propia conciencia, quisiéramos separarnos de nuestra acción una vez que la hemos realizado, deberíamos negar su autoría personal, explicándonos tal vez con: no era mi intención producir esos resultados; no sabía que tales resultados se seguirían de la acción; no fue mi voluntad hacer eso, sino que lo hice obligado o engañado. Como la responsabilidad se sigue de la intención, el conocimiento y la libertad, para separarnos de ella debemos negar una o varias de esas tres facultades, y afirmar que aunque nosotros realizamos la acción, no es en realidad nuestra acción.

¿Somos moralmente responsables por las consecuencias?

Más complicado es el tema de si somos responsables de las consecuencias de nuestra acción, como distintas a nuestras intenciones al realizarla. Una serie de escuelas de pensamiento valoran la acción moralmente por sus consecuencias

(por ejemplo, el utilitarismo evalúa las consecuencias para todos los afectados; el nacionalismo solo para los de la misma nación; el egoísmo, para uno mismo, etc.), de manera que para saber si una cierta propuesta es buena o mala, habría que mirar a sus consecuencias esperadas. Y para evaluar la bondad o maldad ética de una acción pasada, deberíamos mirar a sus consecuencias realmente ocurridas.

Hay varios inconvenientes a este enfoque. Uno primero es que, como acabamos de mencionar, las consecuencias ocurren en el futuro de la acción, de manera que en el momento de tomar la decisión, que es el pasado de la acción, no podemos conocerlas sino solo estimarlas. Al final decidimos no a partir de las consecuencias de la acción, que podrían considerarse objetivas, sino a partir de las consecuencias esperadas, que envuelven desde su misma definición la subjetividad de quien espera.

Por tanto, una cierta decisión puede ser buena al momento de tomarla (sus consecuencias esperadas arrojan una suma total positiva) pero mala una vez ocurrida (sus consecuencias reales arrojan una suma total negativa), lo que tratándose de la misma acción no deja de ser extraño.

Otro inconveniente es que el intento de valorar una acción por sus consecuencias esperadas nos sitúa, como hemos dicho, en el futuro de algo que todavía no hemos realizado, y es por tanto incierto, quizás más incierto cuanto más futuro. Con otras palabras, la acción dependerá de nosotros, pero sus efectos dependen tanto o más de las reacciones de los demás y del contexto social, natural, etc., en que la acción ocurre. Todo ello puede escapar a nuestro control e incluso a nuestro conocimiento. Más todavía si nos movemos en un entorno complejo en que no necesariamente hay proporción entre causas y efectos, como hemos visto que a veces ocurre con las finanzas.

En la literatura se mencionan otros inconvenientes de índole más moral, pero nos bastarán los anteriores para notar que la evaluación por consecuencias, incluso la más universalista de ellas, que es el utilitarismo, presenta problemas epistemológicos serios. Un dicho ético resume esto afirmando que "somos responsables de nuestras acciones, no de sus consecuencias". Y, como es lógico, difícilmente podemos soportar responsabilidad moral por aquello de lo que no tenemos responsabilidad en general. Solo puede asignarse responsabilidad moral por las acciones cuyas consecuencias reales son las esperadas por quien toma la

decisión; en ese caso, el sujeto se apropia tanto de la acción como de las consecuencias, que puede calcular de antemano y por tanto puede elegir.

La socialización moral: individuo y sociedad

Casi sin querer, la responsabilidad nos sitúa en un territorio que sí será central en la concepción ética de nuestro libro: el de las relaciones sociales. Los fines e intenciones éticos no son solo individuales sino que pueden ser colectivos, por la asociación libre de una serie de individuos; o como resultado de la asociación forzosa realizada por el Estado. En buena parte por eso es tan importante la primera socialización moral, por ejemplo por eso existe la escuela pública: porque la infancia es la mejor edad para educar a alguien en los fines morales colectivos, en el abanico de proyectos de vida y formas de buscar la felicidad que una sociedad considera compatibles con sus propios objetivos de vida en común. En una concepción más socialista habrá que transmitir más de esos objetivos; en una concepción más liberal, habrá que transmitir menos, pero siempre algunos. Cualquier grado intermedio es posible.

Entrelazados en las relaciones sociales se encuentran los fenómenos de la autoridad moral y la legitimidad política a que nos referimos en el epígrafe anterior al hablar del lugar de los financieros en contextos de crisis. No los explicaremos de nuevo sino que nos limitaremos a notar que ambos derivan de la coherencia entre palabras y hechos, que esperamos de cualquiera que pronuncie un discurso moral. Esa coherencia la hace creíble, impide que sus palabras sean tomadas por una cortina de humo, una serie de falsedades detrás de las cuales esconder comportamientos cuestionables.

Participación en organizaciones

La persona participa, con su moralidad propia, en lo que podríamos llamar la gran sociedad. Lo hace directamente y también a través de su participación en organizaciones. Estas pueden ser de diverso propósito, por ejemplo económicas como una empresa o un sindicato; políticas como un partido; o religiosas, como una iglesia. La mayor parte de las pertenencias a una o a otra organización son voluntarias, pero no en todos los casos: la pertenencia a un Estado, por ejemplo, puede no serlo; y la pertenencia a una iglesia puede no sentirse como voluntaria aunque lo sea, si la elección fue hecha por otros dentro de una tradición.

Dedicaremos más adelante un tema completo a la participación del trabajador en finanzas dentro de la empresa en la que, quizás, se encuentra. Aquí nos limitaremos a notar que la interacción entre la ética de la persona y la cultura moral de la organización en la que participa, es compleja.

Hemos dicho 'cultura moral' porque esta es, en efecto, la forma que adopta la moralidad cuando no es un asunto personal sino colectivo, no de la elección personal sino de las formas regulares de elegir y reaccionar de un cierto grupo, que lo identifican frente a los demás miembros de la sociedad. No hay duda de que los grupos se encuentran con el mismo 'problema moral' que las personas: sus reacciones y conductas no vienen predeterminadas por alguna programación intrínseca, sino que deben ser pensadas y elegidas.

La organización debe actuar de una manera propia, que el resto de la sociedad reconozca. Hace falta por ello cierta unidad de acción, y por tanto de decisión para actuar. Es más, la acción debe ocurrir en un cierto plazo a partir del suceso que la desencadena: una queja debe ser respondida en un número de días; un nuevo producto o idea tiene una fecha de lanzamiento tan pronto como es tomado en serio, etc. Para que esto ocurra, la organización ha de contar con alguna forma interna de llegar a una decisión colectiva a partir de las preferencias y las opiniones individuales. Por ejemplo, puede tener unos valores o principios inviolables, un sistema de discusión de alternativas que pasan el filtro de esos valores, y otro de toma de decisiones entre las alternativas. Todo ello debe producir las decisiones que la organización necesita; y el conjunto de las decisiones, visto en el tiempo, dará a sus trabajadores y a los demás miembros de la sociedad la idea de cuál es la cultura moral de la organización: esta toma en cuenta el impacto sobre el medio ambiente, aquella no lo hace; esta se preocupa por sus trabajadores, aquella por no ser denunciada por romper la ley laboral; etc.

La relación entre la ética del individuo y la cultura moral de cualquier organización en que participe, es compleja. Por una parte, qué duda cabe de que las opciones éticas individuales modifican la cultura de la organización. La persona, con su ética propia, aporta algo a los procesos organizacionales de decisión, aunque sea poco y marginal. Por otra parte, su mera presencia, la cooperación a la vida de la organización con su pertenencia, su esfuerzo, su dinero, o lo que quiera que contribuya, ya supone una cierta aprobación personal

de los fines de una organización y de los medios que utiliza para alcanzarlos. Si no estoy de acuerdo con los fines o los medios de una banda de delincuentes, lo primero probablemente sea no participar en la banda sino buscar alguna cosa mejor que hacer.

Pero también se da la influencia contraria, sobre la que nos detendremos más en el capítulo 7. Las organizaciones tienden a cambiar la moralidad de la persona por conformación social de las preferencias individuales. Cuando entras en una organización, te encuentras su cultura moral como un dato al que ajustarte personalmente. Siendo el último en llegar, no puede pensarse que la organización va a cambiar a tu gusto; más bien, los otros miembros de la organización se preguntarán por qué estás allí si te parece que todo debe hacerse de otra manera. Lo normal es, al revés, adaptarse a lo que te encuentras, actuar como todos, participar en lo que ves hacer a tu alrededor.

Más todavía cuando al entrar en la organización te estás colocando (voluntariamente) como subordinado en un esquema jerárquico. Entonces aceptas que te digan "lo que hay que hacer", esto es, que te ofrezcan soluciones consistentes con la cultura de la organización para los diversos problemas ordinarios que no requieren mucha meditación, sino que pueden ser abordados con respuestas más o menos prefabricadas, como por ejemplo un protocolo de actuación. En este caso, se trata de que esas respuestas no sean las tuyas personales, sino las de la organización, las propias de la cultura con que ella quiere ser vista. Por eso debes aprenderlas, no necesariamente las llevas contigo.

La influencia de la cultura organizacional sobre la moralidad del individuo ocurre a menudo por el límite personal a la disonancia cognitiva entre ambas. Tendemos a cerrar la brecha entre nuestra acción, aunque esta ocurra por imperativo organizacional, y nuestras convicciones éticas personales, porque la brecha o disonancia nos hace ruido y nos molesta. Aparte del recurso siempre presente de cambiar de organización si nos encontramos a disgusto donde estamos trabajando, ese cierre de la disonancia puede hacerse actuando cada vez más según nuestras convicciones morales conforme ganamos poder en la organización, pero también puede hacerse cambiando de convicciones personales según la acción que la organización demanda. Es decir, podemos abordar la disonancia desde nuestra capacidad para configurar la organización a partir de nuestras convicciones éticas, o desde la capacidad de la organización para

configurar nuestras convicciones éticas a partir de la acción que exige de nosotros. Nos detendremos más en ello en el capítulo 7, pero lo dejamos aquí indicado, antes de volver a las interacciones sociales en general.

Confiabilidad y legitimidad

Desde el punto de vista de la relación entre dos agentes, el problema más importante relacionado con esto probablemente sea el de la mutua confiabilidad. Cada forma de colaboración interhumana, a diferencia de nuestras actuaciones unilaterales sobre la naturaleza, dependerá en buena medida de cómo la tome la contraparte, potencial o actual. Si el otro cree en la colaboración que se le ofrece, si cree en quien la ofrece, entonces esa colaboración tendrá lugar en un ambiente de confianza. Si no cree, la desconfianza procurará toda una serie de mecanismos de aseguramiento, o bien abortará la operación.

El mercado se basa en la confianza en la contraparte de cada contrato. Y muy especialmente en las transacciones financieras, en las que transcurre un plazo tiempo entre el momento inicial y final de la transacción. En ese tiempo, tenemos básicamente un papel firmado y la confianza de que la contraparte cumplirá aquello a lo que se ha comprometido.

Confianza es pues, antes que nada, creer en el valor de la palabra del otro, en que el otro dice la verdad respecto a su comportamiento futuro. Si luego las cosas le van mal y no puede hacer frente a aquello a lo que se comprometió, llegará el momento de renegociar, y entonces de nuevo vuelve a ser decisivo cuánto creamos que su disminución de posibilidades no depende de su intención sino de circunstancias a las que quiere sobreponerse.

Por eso, como el célebre cuento infantil del pastor y el lobo, la historia es decisiva para saber cuánto se puede confiar en alguien. Hay clasificaciones y ficheros de morosos a nivel de industria para transmitir esa historia a quienes no la conocen de primera mano. Quien miente respecto a sus compromisos, suscitando en los demás una confianza que no piensa honrar, relativamente pronto se ve fuera de los mercados porque su fama se extiende y vale la pena, económicamente hablando, extenderla.

Desde el punto de vista político, el problema clave quizás sea el de la legitimidad: la acción económica no es solamente asunto de quien actúa, sino también de los demás que son objetos o espectadores de esa acción. Es en realidad un asunto

colectivo, no individual, porque en última instancia consiste en una forma de colaboración para crear valor. Si los otros le ofrecen cooperación es más probable que la empresa alcance sus fines; si ellos la dificultan, será más difícil.

La colaboración o falta de ella con frecuencia presenta el tipo de motivaciones morales de que hablábamos en el epígrafe anterior. Puede ocurrir que la acción presuntamente de cooperación en sí misma –por ejemplo, un contrato hipotecario– nos parezca abusiva y una forma de explotación más que de colaboración justa. Puede ocurrir también que no sea tanto la acción como el actor –una compañía financiera de algún tipo– el que nos parezca sospechoso, precisamente porque perdió en el pasado la autoridad moral y ya no confiamos en nada de lo que pueda decir.

La legitimación o deslegitimación de una empresa, sus negocios y las propuestas que en ese contexto pueda hacer, tiene mecanismos de ejecución de contornos diversos, más o menos difusos. Los más rápidos y precisos se vuelven acción política inmediata, como la regulación oficial de obligado cumplimiento. Acciones así suelen ocurrir a través del Estado, una organización con el poder para prohibir, perseguir y castigar, usando la violencia si es preciso. Cuando el Estado se opone frontalmente a una actividad económica, esta puede terminar en la clandestinidad; cuando se opone a un agente económico, este puede terminar en la inhabilitación o la cárcel.

Los mecanismos más difusos de la deslegitimación cobran la forma de desconfianza generalizada hacia la empresa, que puede obligarla incluso a fraccionarse y cambiar su nombre para volverse otra y seguir contratando, como ocurrió con Arthur Andersen después del escándalo Enron. A veces encontramos formas organizacionales como las coaliciones para motivar un determinado boicot popular, malas opiniones sobre la empresa vertidas en los medios de comunicación y en las redes sociales, etc.; y también formas individuales de negar la propia colaboración a una compañía, de hablar mal de ella a los amigos, etc. El poder de los mecanismos difusos no debe menospreciarse, ni en sí mismo, puesto que cada persona involucrada en ellos niega su cooperación a la empresa o quisiera negarla si pudiera, ni en su capacidad para extenderse comunicacionalmente y pasar a otras personas, ni en su potencial para volverse acción colectiva a través de organizaciones civiles o políticas, hasta convertirse en política del Estado. Esa es la razón por la cual grandes empresas establecen un

departamento de diplomacia corporativa, para intentar negociar las situaciones de descontento y resolverlas antes de que se extiendan como boicots de algún tipo.

1.3. La Ética enseñable

Esto nos deja a las puertas de lo que se pretende con este curso. La Ética es un saber práctico cuya verdad se demuestra en un comportamiento consciente elegido por intenciones, sentimientos y razonamientos adecuados. No puede en realidad enseñarse en un curso de universidad. Ni tampoco es preciso, por cuanto en realidad todos poseemos convicciones éticas y todos nos hemos visto en el trance de elecciones no predeterminadas, que solo pueden resolverse por opciones éticas. Todos hemos sido objeto de diversas formas de socialización moral y todos hemos tenido que elegir cuáles aceptar y de cuáles separarnos en el transcurso de nuestra vida. Finalmente, todos tenemos un perfil moral ante los demás, que nos hace aparecer como confiables, hipócritas o cínicos, capaces de liderazgo o seguidores de los objetivos de otros, emprendedores de iniciativas legítimas o ilegítimas, etc.

Dicho con otras palabras, a la altura en que llegamos a clase en la universidad, todos tenemos ya una biografía moral. Esa biografía está abierta en parte a lo que los diversos profesores (también el de Ética, pero no solo) puedan hacer en sus cursos desde un punto de vista más o menos explícito. Al fin, los profesores forman parte del proceso de socialización moral, y envían quizás más mensajes de los que son conscientes. Son solo parte, su influencia es limitada y está constreñida por el marco institucional, pero al fin algo influyen.

A todos los profesores, incluso a los de materias más 'técnicas', les corresponde hacer notar a los estudiantes las opciones y los problemas éticos que se asumen con una u otra decisión, y las correspondientes herramientas profesionales para tomar esa decisión y llevarla a cabo (epistemológicas, organizacionales, comunicacionales, etc.). Toda actividad profesional está plagada de puntos donde la opción ética es inevitable, abiertamente o de manera implícita. Abiertamente si no sabríamos qué hacer si no tomamos sobre ello una decisión con significado ético; de manera implícita cuando parece que hay una decisión técnica que nos asegura la elección correcta, pero esta tiene un supuesto ético detrás, por ejemplo la maximización del beneficio. Hacer ver a los estudiantes la dimensión

ética de su actividad profesional es parte del oficio del profesor, si este se ocupa de las decisiones profesionales de sus alumnos.

¿Qué debe hacer entonces el profesor de Ética profesional? Su competencia se sitúa sobre todo en el terreno cognitivo, como corresponde a los propósitos principales de una universidad. En primer lugar, debe proporcionar una segunda opinión, más sistemática si se quiere, sobre los problemas éticos a que se enfrenta el profesional, que se añada a las opiniones que los demás profesores hayan podido aportar en sus asignaturas y a las que los estudiantes puedan tener de sus prácticas, ejercicio profesional y como público informado por los medios.

Pero, en segundo lugar, el profesor de Ética profesional debe acompañar a los estudiantes, dándoles método y orden en el proceso de buscar las razones que respaldan sus convicciones morales. Al ofrecer razones de las propias convicciones, uno se obliga a darles una coherencia lógica entre sí que pueden no tener de partida. En la formación de estas convicciones hay un gran número de ingredientes emocionales que guardan relación legítima con la autoridad moral de las figuras de socialización que nos las propusieron, con la legitimidad de su poder, y con nuestras actitudes personales respecto a todo ello.

Sobre cualquier problema ético profesional medianamente complicado pueden concurrir varias opiniones incompatibles, respaldadas por motivos afectivos diferentes, pero poderosas en todo caso. Y sin embargo, como hemos visto en una organización hay necesidad de actuar conjuntamente, según una cultura organizacional reconocible adentro y afuera como la propia de esa organización. El desacuerdo no puede ser la base de la acción, sino que a lo más nos deja contemplando el mismo desacuerdo: "cada cabeza es un mundo". Tampoco los sentimientos constituyen una buena base de actuación conjunta, siendo tan diferentes de unas personas a otras. Además, detrás de los sentimientos, y a menudo fundamentándolos, están los intereses. Por razones que veremos en otros capítulos, tampoco puede confiarse mucho en la alineación de los intereses para actuar; se desalinean con facilidad, frecuentemente hasta contraponerse: lo que gana uno en la organización, deja de ganarlo otro.

Una base frecuente de la acción común dentro de una organización es el poder. El más poderoso, permanente o temporalmente debido a una coalición, impone su punto de vista sobre los desacuerdos y fuerza a los demás a actuar como él

marca. Si se trata siempre de la misma persona o de la misma posición, estamos frente a un liderazgo autoritario; si las personas o coaliciones varían con cierta frecuencia, el liderazgo estará más disperso y en ese sentido será más democrático. Habrá, por así decirlo, más "división de poderes" en la organización, aunque todo se reducirá finalmente a un juego variable de configuraciones de poder, quizás duro como el poder jerárquico, quizás blando como el poder de la opinión.

La alternativa que proponemos en clase de Ética es distinta: una decisión basada en razones universales, que puedan ser reconocidas por cualquier sujeto suficientemente racional. Detrás de las razones que cada uno ofrece, estarán sus sentimientos, tal vez sus intereses. Pero al darles forma de razonamiento universal se obliga uno a buscar por qué estos puedan ser interesantes también para los demás involucrados, independientemente de la distribución de poder entre ellos. Por otra parte, quien respalda las posiciones que adopta con razones universales, al mismo tiempo se compromete a aceptar las razones universales de otras posiciones, si son mejores que las suyas. Desciende del territorio del poder al de la razón, donde ya no necesariamente gana el más fuerte sino el que tiene mejores argumentos.

Aunque al final la acción conjunta se dirima por alguna forma de poder, si durante la discusión se dejó espacio para que cada quien presentara sus razones, estas ya no pueden ser ignoradas sin dar una impresión de arbitrariedad. Tomar en cuenta esas razones para los acuerdos mejora la calidad de las decisiones. Ignorarlas, además de empeorar esa calidad, nos pone en manos de la subjetividad de los más poderosos entre los presentes. Esto no es raro en las organizaciones privadas. Cuando ocurre, en realidad las razones universales dejan de aparecer: los demás miembros del grupo entienden que es ocioso exponerlas, porque al final se decidirá no por razones sino por poder, y lógicamente se autocensuran. Peor aún, puede ocurrir que el presentar razones universales traiga "consecuencias" para quien lo haga, y entonces lo que tenemos es censura abierta.

1.4. Dificultades de una Ética de las finanzas

La Ética que nos interesa, que es fundamentalmente la de las profesiones

financieras en el contexto de organizaciones, puede entenderse entonces como una conversación social continua basada en razones sobre lo mejor, lo debido, lo bueno, lo correcto, lo permisible, lo incorrecto, lo malo, lo peor, lo prohibido… con vistas a tomar decisiones prácticas en conjunto, o a reaccionar a las decisiones y acciones de otros. Lo que se pretende en este libro es capacitar a los estudiantes para participar en esa conversación aportando razones universales y valorando las que otros puedan dar. Ello implica identificar y discutir racionalmente las cuestiones fundamentales derivadas de la dimensión moral de las finanzas privadas.

Elaborar una Ética de las finanzas no es cosa fácil. Probablemente sea la más difícil de todas las éticas de empresa, porque es la menos personal. Veamos algunos puntos centrales de esa dificultad:

- La toma de decisiones en las finanzas es impersonal, con escaso contacto humano con los stakeholders. Los operadores en los mercados financieros rara vez deben pensar en lo que hará "el otro", sino en lo que hará "el mercado", lo que establece una capa de impersonalidad entre el decisor y las consecuencias de su decisión. Estas son mediadas por el comportamiento de un ente colectivo que es, en realidad, un solo gran mercado global con infinidad de operadores independientes, cuyas decisiones son difíciles de conocer y prever si no es con un grado de abstracción grande, justamente el que provee la idea del mercado. La contraparte de cada transacción es "el mercado" en mayor medida probablemente que en resto de la Ética empresarial, donde el stakeholder es más fácil de identificar y fijar.

  Otra capa de impersonalidad viene dada por las relaciones entre el decisor y la decisión misma, por cuanto que esta última es con cierta frecuencia tomada por ordenadores. El decisor humano se limita a programarlos para decidir de cierta manera bajo circunstancias previsibles de antemano. Por supuesto, los ordenadores actúan de manera automática según el programa que recibieron, de manera que no puede esperarse de ellos ni consideración por los stakeholders, ni ejercicio de ninguna virtud que no esté definidamente programada, ni apertura a novedades en la respuesta, ni ninguna de las demás características que hacen moral a una decisión.

  Finalmente, una tercera capa de impersonalidad aparece en materia de los recursos empleados. Típicamente, el financiero utiliza recursos personales o institucionales que no son suyos ni de sus socios directos. Sean los de un

ahorrista, una empresa, un inversionista, u otro repositorio financiero en que el ahorrista, la empresa, el inversionista... colocaron su dinero, lo normal es que opere con recursos de otros, a menudo con dinero de orígenes y bajo regímenes variados (formas distintas de deuda de sujetos distintos). En esa cadena que lleva los recursos hasta el operador financiero, cabe plantearse cómo se distribuye la responsabilidad moral entre quien toma las decisiones, quien provee los recursos, quien los transmite, quien corre los riesgos y quien recoge qué beneficios del proceso.

- Este carácter impersonal tiene una consecuencia obvia: desprovistas en mayor medida que otras ramas de la empresa de contacto humano, las decisiones financieras se toman más sobre la base de maximizar la rentabilidad / riesgo para un cierto nivel de liquidez, esto es, se parecen más a las decisiones que la Microeconomía estándar prevé. La Microeconomía tiene asociada una ética declaradamente poco ambiciosa: se limita al respeto a la propiedad privada y a los contratos libres. De ahí en adelante, cada cual cuida de sus intereses y el mecanismo impersonal del mercado cuida de los colectivos, si es que lo hace (la Microeconomía misma enseña que ello solo ocurre en un sistema completo de mercados ideales de competencia perfecta: modelo de Arrow-Debreu).

  En ese sentido, la de las finanzas es la más "económica" de todas las éticas profesionales, la que peor admite la discusión de fenómenos específicamente morales, como la justicia, el cuidado del otro, o la procura del bien común. Su virtud, tanto a nivel individual como colectivo, es la eficiencia, tal vez la estabilidad (aunque esta la tematiza bastante menos, entre otras cosas porque es más complicada matemáticamente al involucrar el tiempo). A nivel individual, cada uno intenta procurarse la maximización que prefiere; a nivel colectivo la maximización de la eficiencia surge de los mercados si se los deja operar, de manera que no tiene que ser perseguida intencionalmente por nadie.
- Otra dificultad de la Ética de las finanzas consiste en que hay en ella algunas asimetrías inevitables entre el dueño de los recursos y quien toma las decisiones sobre los mismos, si no se trata de la misma persona. Esto ocurre en realidad en todas las éticas profesionales, puesto que en todas ellas nos dirigimos a alguien que sabe más pero tiene menos en juego que nosotros. Sin embargo, en muchas de esas éticas es más posible una evaluación independiente de la calidad del producto adquirido por parte del comprador

del servicio profesional, puesto que ese producto se encuentra en el presente. Si el producto de un determinado servicio profesional es en realidad una promesa para el futuro, resulta más difícil de evaluar, y tanto más cuanto menos líquido sea ahora, esto es, cuanto más difícil resulte convertir su valor presente en dinero.

Dos asimetrías deben preocuparnos especialmente desde el punto de vista ético. La primera es la asimetría de información entre el operador profesional en los mercados financieros, y su cliente, que no necesita serlo. El primero está en mejores condiciones que el segundo para estimar adecuadamente las consecuencias esperadas de un curso de acción; de ahí que recurramos a él como profesional. Pero, al mismo tiempo, existe la posibilidad de que utilice esa asimetría de conocimiento para maximizar su propia ganancia, actuando como un agente microeconómico en interés propio, no necesariamente como un profesional al servicio de otros.

El mismo problema de la asimetría de información se da entre los operadores profesionales grandes y pequeños, entre los que tienen datos más o menos internos y los que dependen únicamente de informaciones públicas, etc. Tratándose del valor futuro de una determinada deuda, cualquier ventaja estructural en la determinación de ese valor, o sea, del futuro previsible, otorga una posición competitiva desigual en los mercados, que puede ser considerada injusta.

Una segunda asimetría éticamente significativa es la que ya hemos mencionado entre los riesgos que soporta quien pone los recursos, y los que asume el profesional que los gestiona. El primero puede perder su dinero y, en el caso de los productos apalancados, incluso más. El segundo puede perder su empleo, hasta su carrera si queda finalmente inempleable en la industria, pero no más. Particularmente conserva las comisiones ganadas en el pasado. Esto es tanto como decir que maximiza su rentabilidad / riesgo personal en un lugar distinto al de su cliente, a quien por otra parte recomienda una determinada decisión o por quien la toma.

- El anterior es un ejemplo de conflicto de intereses (agente-principal) entre el operador financiero profesional y su cliente. Hay conflictos semejantes entre el gestor y su empresa, siempre difíciles de identificar y controlar hasta que el daño se ha realizado y es posible observarlo. En finanzas se trata de dinero y valores en vez de un bien o servicio material, lo que hace que esos conflictos puedan llegar a ser verdaderamente grandes en volumen. Todos

hemos oído de brokers medios que han perdido miles de millones de sus instituciones, lo que no hubiera sido posible con productos físicos pero sí lo es con dinero y títulos. El riesgo de los conflictos de interés es proporcionado al volumen de recursos en juego, que en el caso de las finanzas llega a ser mucho mayor que en la producción física.

Estos conflictos de interés se presentan también en quien presta el dinero con relación al prestatario. Los productos financieros, más o menos líquidos, son formas variadas de deuda por parte de sujetos diferentes. Un billete es deuda del banco central, una acción o un bono, distinto tipo de deuda de una empresa, un préstamo al consumo, deuda de una familia, etc.

El valor presente de una deuda es fácil de calcular si conocemos la relación de su rendimiento con la inflación, y las probabilidades de que sea honrada en los términos que ella misma expresa. Ambos términos de la ecuación tienen significado moral. El primero expresa la continuidad en el valor de la moneda, que es una decisión fundamentalmente de las autoridades públicas a través del banco central y las fuerzas que le influyen.

El segundo término depende del comportamiento del deudor y de la evolución de los mercados, que le hará más o menos capaz de repagar sus deudas. De hecho entonces, es un término vulnerable al riesgo moral de quien sabe que parte del riesgo ha sido trasladado al prestamista; y también vulnerable a los movimientos imprevisibles de los mercados (por ejemplo, si la empresa se queda sin demanda; o el trabajador sin empleo).

Cada uno de los contratos y el sistema en su conjunto presentan entonces una opacidad significativa, tanto mayor cuanto pueda suponerse que el futuro no será semejante al pasado y no podrá por tanto inferirse de él. Con frecuencia, resulta difícil saber quién debe a quién y cuánto valen los productos, la deuda que cada una de las partes emite.

- Finalmente, algunas instituciones financieras, las más importantes de hecho, poseen potencial de riesgo sistémico: sus dificultades financieras podrían arrastrar al resto de las empresas y así destruir a la economía. El sistema financiero podría compararse al corazón del capitalismo, proporcionando financiamiento para las diferentes operaciones de inversión y consumo que sin él no ocurrirían. La economía no soportaría que ese corazón, que funciona sobre la base de la confianza estadística en que el otro repagará sus deudas, se paralizara.

Dado el rol de las finanzas en la economía el Estado acude al rescate de

las instituciones con problemas. Actuando así, las instituciones con riesgo sistémico son capaces de privatizar las ganancias cuando las cosas van bien, y de socializar las pérdidas cuando van mal. Este es un problema obvio de justicia, que aparece por el rol de las finanzas en la economía y por el tamaño de las instituciones aludidas, y que normalmente no se presenta en otros sectores.

- La existencia de estos riesgos para el conjunto del sistema plantea un problema adicional, que es de la Ética como disciplina, y solo secundariamente ético en un sentido sustancial: el legalismo. Este problema consiste en que las finanzas, precisamente porque afectan al conjunto de la economía y amenazan al Estado cuando van mal, constituyen un sector altamente regulado. De hecho, es uno de los pocos sectores de una economía moderna abiertamente intervenido por bancos centrales que fijan el precio base del dinero, el porcentaje de encaje legal, etc.

  Una consecuencia de esa hiper-regulación es que para muchos operadores financieros tiene sentido la pregunta microeconómica (rendimiento / riesgo para cierta liquidez) y la pregunta legal (dentro o fuera de la ley, o defendible ante un tribunal por un abogado hábil), pero no la pregunta ética (por ejemplo, el equilibrio debido de los intereses de los distintos stakeholders). El economista y el abogado tienen su lugar propio en las decisiones, pero puede no haber lugar a ninguna discusión ética distinta a la legal. Las finanzas se convierten entonces en un asunto técnico de legalidad, no en un tema ético de buscar la respuesta adecuada a lo que queremos ser y a cómo queremos relacionarnos.

Cada uno de estos problemas de la Ética de las finanzas serán tratados en el libro, a veces con un capítulo específico, a veces a lo largo de toda la obra.

1.5. Plan del libro

Este libro pretende presentar una Ética para profesionales de las finanzas. Para ello se divide en cuatro partes.

En la primera, en la que se encuentra el lector, tratamos las cuestiones generales que hacen la base de una Ética de las finanzas: esta introducción, que plantea en general los problemas; el segundo capítulo, que tratará de las funciones sociales

de las finanzas; y el tercero, que se ocupará de la compleja relación de la persona con el dinero.

La segunda parte tratará de forma sistemática los problemas típicos de las finanzas: en el capítulo cuarto, la generación y uso de la información; en el quinto, la dinámica de los mercados financieros; en el sexto, los conflictos de intereses y los problemas de agencia derivados. El séptimo capítulo se ocupará de los problemas del profesional en la empresa financiera, y de la empresa con el profesional.

Estos son puntos significativos de la Ética profesional de las finanzas que se dan en todas las posiciones y oficios de la industria. En la tercera parte, después de tratar el tema del objetivo financiero de la empresa, iremos brevemente uno por uno a través de esos oficios, notando cómo se manifiestan en él cada uno de los problemas, y si hay otros específicos de cada oficio. Estos capítulos han sido escritos en diálogo con profesionales de cada una de las ramas involucradas, manteniéndonos lo más cercanos posible a las dificultades de la práctica de las finanzas en España.

Finalmente, en la cuarta parte volvemos al conjunto del sistema. El capítulo 17 resume los fallos éticos y políticos de las finanzas privadas en el mundo globalizado en que nos encontramos; y el capítulo 18 presenta la interesante opción que constituyen las finanzas alternativas, tanto en el mundo occidental como en el islámico.

Para pensar y discutir

1. La crisis de 2007 ha puesto de manifiesto una serie de problemas éticos en las finanzas, buena parte de los cuales se tapaban antes con el dinero que circulaba ampliamente. Busca en Internet todos los casos de malas prácticas financieras que puedas de este periodo. ¿En qué consiste el problema ético en cada caso? ¿Cuál es la dimensión predominante en ese problema: la personal, la organizacional o la social? ¿Por qué?
2. Toma los casos de la pregunta anterior. Clasifícalos en dos tipos: los que responden a alguna forma de fraude (eran en último término un engaño a los depositantes y/o a los inversionistas); y aquellos en que el problema

ético deriva de la operación "normal" de las finanzas (legal, pública, conocida por depositantes e inversionistas). ¿Qué importancia relativa les ves a unos y otros en la originación de la crisis?

3. ¿Puedes poner (o buscar) ejemplos en que una crisis de las finanzas haya terminado en una crisis de legitimidad del sistema político? Podrías relacionar la Revolución Francesa con el fraude de John Law décadas antes, o la crisis de 1929 con el surgimiento del nacionalsocialismo en Alemania y la popularidad general de los fascismos en los años 30. Otras asociaciones históricas o más recientes son posibles. En el caso que estudies, ¿cuáles fueron los mecanismos que llevaron de la crisis económica a la crisis política? ¿Qué podemos aprender de ellos sobre el rol y la vulnerabilidad del Estado respecto a las transacciones financieras privadas? ¿Cómo evitar las crisis financieras o, si estas ocurren, cómo evitar que se conviertan en crisis políticas?
4. Supón que «Respetar la propiedad privada de otro particular» es un mandato que se aplica incondicionalmente a todos los particulares (esto es, no le busques condiciones), tanto en la Ética como en la ley del Estado. Haz dos columnas; pon en una las características que esa frase tendría como convicción ética y en la otra columna las características que tendría como mandato legal. Las filas, evidentemente deben tratar del mismo aspecto cada una, de manera que en ese aspecto la misma frase se diferencia o se parece cuando se toma de la Ética y cuando se toma de la ley.

Capítulo 2

La función social de las finanzas

2.1. Introducción

En el capítulo anterior hemos visto que la cuestión ética de cualquier actividad empresarial tiene su raíz en la indeterminación que afecta a toda acción propiamente humana: hemos de pensarnos cómo actuar, porque ello no viene predefinido ni por causas físicas ni por instintos biológicos. No es el resultado de un automatismo, sino que debe ser decidido de manera consciente, sabiendo lo que estamos decidiendo y que lo estamos decidiendo.

Por otra parte, la dimensión ética de una decisión no constituye un asunto privado, ni siquiera cuando se es muy poderoso. Por el contrario, tiene una dimensión personal, otra organizacional y otra pública o social. Son tres ámbitos de libertad y de decisión distintos entre sí. En el primero, cada cual puede elegir una posición para sí y por sí mismo, utilizando la libertad personal que posee.

En el ámbito organizacional, las libertades de las personas se componen en una cierta "cultura ética" de la organización, que determina lo posible, lo usual, lo desacostumbrado y lo efectivamente prohibido en el funcionamiento de la organización; tanto en las relaciones internas como con agentes exteriores. Esta "cultura ética" ya no es asunto de cada uno sino que sigue las líneas de poder de la organización: quien detenta más poder adquiere mayor responsabilidad, pero eso no significa que controle a todos los demás. La resistencia de base puede ser muy eficaz si es colectiva.

Finalmente, en el ámbito público la empresa se juega su legitimidad, esto es, la aprobación de los ciudadanos a su existencia y funcionamiento más o menos libre. Ello afecta de manera particular a las finanzas, porque se hallan en el corazón del sistema económico. Si la actividad financiera resultara nociva para la comunidad, o en la medida en que lo resulte, deberá ser regulada e incluso intervenida en nombre del interés común; y al revés, en la medida en que pueda confiarse en los resultados para el público de su operación desregulada, esta será moral y políticamente posible.

Como hemos visto, cada uno de los tres momentos influye a los otros dos, en una especie de bucle. Una pregunta clave que debemos hacernos para orientar las propuestas morales respecto a las finanzas privadas es la función social de la actividad financiera. Las muy diversas acciones y contratos financieros deben estar orientados en último extremo al bienestar de la sociedad. Es pertinente preguntarse: ¿para qué sirven las finanzas a la sociedad? De la respuesta a esa cuestión obtendremos las condiciones, tanto de organización como morales, bajo las cuales la actividad financiera constituye un bien y no un mal social; y por tanto las razones de su legitimidad y las direcciones de autorreforma o de reforma política que deban emprenderse. Esa pregunta es la que nos planteamos en este capítulo.

2.2. Funciones microeconómicas de las finanzas

El manejo del dinero

La primera función social de las finanzas es, sin duda, canalizar el dinero de los ahorradores hacia los inversores, de forma que contribuya a la generación de riqueza. Quien tiene proyectos de inversión o gasto, sea un agente individual o colectivo, privado o público, no necesariamente coincide con quien ahorra, de manera que alguna mediación es precisa. Por ejemplo, las familias que emprenden gastos de largo plazo y las empresas que quieren invertir, están en necesidad de unos fondos que por lo general solo pueden encontrar en familias y empresas que ahorran a su vez. Se necesita algún mecanismo para tomar el dinero de las segundas y entregarlo a las primeras.

Ese mecanismo de transferencia puede ser o bien mandatorio o bien voluntario. En el primer caso tenemos los impuestos, que definen la Hacienda y por tanto las finanzas públicas. La motivación para aceptar ese régimen no voluntario de cosas es el mismo acuerdo político que hace legítimo al Estado, y por tanto a los impuestos aprobados por el correspondiente Parlamento. Por desagradables que resulten, lo cierto es que los impuestos financian al Estado que realiza las transferencias entre grupos sociales en forma de dinero o de servicios. Sin impuestos no hay, en general, Estado, de forma que no puede quererse uno y no los otros. Pero el mecanismo no es voluntario: quienes no sienten esa

motivación, son igualmente coaccionados a pagar por la fuerza pública: Hacienda, la policía, los jueces, las cárceles... Cuando se trata de contribuciones mandatorias, la motivación predominante es, por así decirlo, política.

En este libro nos interesa el otro caso, el de las transacciones voluntarias desde el ahorrador a quien empleará sus ahorros. En este caso la motivación es de índole económica: quien presta su dinero para que otro lo invierta o consuma, estima que la combinación de la rentabilidad y los riesgos involucrados le es atractiva dada la liquidez de los activos que adquiere. Podemos poner como ejemplo el ahorro de parte del sueldo con vistas a invertirlo en Bolsa y ganar una plusvalía y unos dividendos. Lo que nos mueve en ese caso es probablemente una motivación interna en términos de rentabilidad / riesgo respecto a otras alternativas que nos están abiertas con parecida liquidez.

Como en realidad en la operación financiera hay dos momentos involucrados, el del ahorro y el de la colocación de esos ahorros, cabe que uno de ellos sea mandatorio y el otro voluntario, de forma que los dos modelos anteriores no son necesariamente excluyentes. Así, en un sistema de pensiones de capitalización individual la cantidad mínima ahorrada por el trabajador para su pensión puede ser obligatoria, pero la colocación de esos ahorros en un fondo u otro puede ser electiva.

Por otra parte, la mediación entre el ahorrista y el usuario de los ahorros puede ser más o menos directa. La forma más directa de mediación ocurre en los mercados de dinero, donde concurren oferentes y demandantes para quedar de acuerdo en una tasa de interés y en los demás detalles de cada operación. Pero, al igual que ocurre con otros mercados, pueden evitarse muchos costes transaccionales si quienes ahorran y quienes invierten no deben encontrarse y evaluarse uno a otro en un mercado financiero, sino que confían esa función a algún intermediario. Nacen así instituciones especializadas en la intermediación, tales como los bancos, las aseguradoras, los fondos de inversión, etc. Los ahorradores van a ellas con sus ahorros libres o forzados, y obtienen allí una rentabilidad que resulta de la colocación de esos ahorros con quienes no tienen dinero propio pero sí un proyecto para gastarlo.

La intermediación entre quien ahorra y quien invierte puede involucrar a varios intermediarios, que se prestan el dinero sucesivamente, hasta que uno de ellos finalmente lo entrega a la familia o la empresa donde se gastará. Por ejemplo, el

banco invierte en un fondo, que participa en un "fondo de fondos", que compra acciones que financian el capital de empresas. Una parte del rendimiento del dinero originado en su destino final, va a quienes lo ahorraron originalmente; otra parte se queda en esa cadena en forma de participaciones, comisiones y derechos diversos devengados estatutariamente por los intermediarios. La intermediación financiera puede así constar de varias capas, todas las cuales esperan una remuneración del uso final del dinero.

El manejo del tiempo y el espacio

El manejo del dinero a lo largo de la cadena de intermediación no solo supone que cambia de unas manos a otras sino que también lo hace en el espacio y en el tiempo. Con depósitos entregados a la vista en Londres, se pagan hipotecas a treinta años en París, de forma que la capacidad de compra ha cambiado de ciudad y el ahorro a corto plazo se ha vuelto un préstamo a largo. Los lugares y los plazos en que ocurren ahorro e inversión no tienen por qué corresponder, si una institución financiera convierte unos en otros y ofrece a todos la seguridad de que hará valer los plazos pautados para entregar y para exigir el dinero.

Esa seguridad hace estadísticamente innecesario recobrar los ahorros si uno no los necesita para gastarlos o colocarlos mejor, y por tanto permite a los plazos largos darse como una renovación de plazos cortos, sea con el mismo dinero, sea con otro de vocación semejante. Asimismo permite también a las operaciones a larga distancia, tal vez internacionales, ocurrir a partir de ahorros colocados a corta distancia, tal vez en una sucursal del vecindario.

La movilidad geográfica del dinero ha venido siendo favorecida por las tecnologías de la información y las comunicaciones. Al fin, hoy en día el dinero no es más que una cifra en la pantalla de un ordenador, que puede viajar a la velocidad de los impulsos electrónicos. Como vimos, ello permite formas problemáticas de trading, marcadamente especulativas, que son realizadas por máquinas y no por personas y en las que cabe preguntarse por el significado ético de cada decisión.

El manejo del riesgo

Las operaciones financieras suponen, por tanto, una dimensión temporal: pagos que ocurren en el futuro sirven de contrapartida a pagos actuales o pasados. Al

introducir el tiempo, se entra en el terreno de lo incierto, porque el futuro es incertidumbre.

Esto es así respecto a nuestro propio futuro, pero más todavía respecto a un futuro en que debe actuar otro. Podemos controlar nuestros propios actos hasta cierto punto, pero tenemos muy poco control sobre los ajenos. Sobre los actos ajenos que afectan nuestros intereses se presenta el problema del riesgo moral (moral hazard), sobre el cual hablaremos en un capítulo posterior: cualquier desalineación de intereses o de otras motivaciones, puede resultar en que la contraparte no actúe de acuerdo al contrato financiero que firmó, sino de manera que ponga en riesgo mayor la posibilidad de cumplir sus compromisos. Como veremos, en muchos casos ese mayor riesgo no puede ser detectado sin información interna acerca de la contraparte.

Pero además tenemos el problema de la incertidumbre propiamente dicha, que nos afecta a nosotros tanto como a los demás y al entorno. A pesar de nuestros esfuerzos, no podemos controlar el futuro ni saber cómo será. La estadística nos ayuda en los grandes números, pero parte del supuesto de que el futuro se parecerá estructuralmente al pasado, lo que puede o no ser cierto. Y en los pequeños números, para la contraparte con la que interactuamos por primera o segunda o tercera vez o para el suceso del que no hay muchos precedentes históricos, carecemos incluso de la descripción del pasado que nos permitiría saber algo sobre su futuro.

Cuanto mayor es la distancia temporal en la corriente de pagos, más probable resulta que el futuro sea estructuralmente distinto al pasado, o que un evento o comportamiento imprevisto invalide nuestra estimación de riesgos, de una manera que no podemos prever dada la complejidad del sistema físico y social. Por eso, en general, las tasas de interés para el mismo género de inversión suelen ser mayores cuanto más largo el plazo, con la excepción de los plazos muy cortos en que se supone que el tiempo no es el factor dominante.

Función social micro de las finanzas

Vivir es hacer proyectos e intentar realizarlos. En cuanto se trata de proyectos elegidos y libremente diseñados, expresan nuestro carácter de sujetos morales que no están pre-programados por causas físicas ni por instintos biológicos. A su vez, posibilitar proyectos humanos consiste en facilitar la colaboración necesaria

para que estos ocurran. Ello tiene lugar en general dentro de relaciones de reciprocidad, que pueden ser de diferente naturaleza. Un lugar de colaboración entre las personas es el mercado, donde se realizan transacciones voluntarias para obtener lo que se precisa utilizando como medio de cambio el dinero. Otras formas de cooperación social son explicadas en el siguiente capítulo, para situar el mercado en un marco más amplio.

Las finanzas sirven para transferir recursos entre los agentes económicos en unas condiciones de tiempo, espacio y liquidez adecuadas a su proyecto, proporcionando una remuneración correspondiente al riesgo involucrado y a la liquidez perdida por el ahorrista, y compensando a los intermediarios. En ese sentido, la función social de las finanzas es posibilitar la realización de proyectos humanos utilizando los mercados y otras instituciones financieras como mecanismos de intercambio a través de los cuales establecer el precio del dinero adecuado al riesgo y liquidez del proyecto emprendido.

Desde el punto de vista de los ahorristas, las finanzas les dan la oportunidad de colocar el dinero que no van a utilizar de manera que participe de la iniciativa productiva de otros, para que sea remunerado con parte de los beneficios obtenidos por esa iniciativa. Colocar dinero en acciones o deuda es, en último término, ceder poder de compra e inversión a través de los mercados, una valiosa herramienta para casi cualquier proyecto humano.

El ahorrador o inversor en los distintos productos que ofrece el mercado financiero calcula fundamentalmente el riesgo a que se enfrenta y la liquidez que pierde a cambio de la remuneración ofrecida. Una buena parte del trabajo del profesional de las finanzas consiste en estimar los riesgos de las operaciones financieras, y distribuirlos entre los distintos inversores de forma que la combinación rentabilidad / riesgo les resulte satisfactoria.

Toda operación financiera consiste en intercambiar dinero cierto hoy por dinero más o menos incierto en el futuro. En el caso de la deuda la pauta de devolución está establecida; en el caso de los derivados es condicional; en el caso de las acciones depende de los resultados de la empresa. El riesgo de impago puede ser estimado utilizando la información del mercado secundario y aplicando modelos estadísticos, pero no deja de ser una estimación, a menudo no muy precisa. La apreciación subjetiva es importante para la toma de decisiones financieras.

Esta persistencia del riesgo en las finanzas otorga gran relevancia a un tipo de actividad financiera en la que, propiamente, no se presta dinero sino se traslada el riesgo. Así ocurre con las compañías de seguros o con muchos mercados de derivados. Aquel que no quiere correr un riesgo se lo traslada al que quiere o puede correrlo mejor, a cambio de un precio. Ello permite, por ejemplo, que el riesgo sea asumido por quien puede hacerlo menor gracias a la diversificación, lo que es bueno para la sociedad.

2.3. Funciones macroeconómicas de las finanzas

La principal de las funciones sociales de las finanzas es microeconómica. En el apartado anterior la hemos definido como hacer llegar a quienes tienen proyectos pero no dinero, los ahorros de quienes tienen dinero pero no lo necesitan ahora para proyectos de consumo o inversión que vayan a desarrollar en primera persona. Lo tienen, por así decirlo, libre para ser prestado. Se trata de hacer llegar el ahorro adonde está la iniciativa económica, cambiando lo que sea preciso en el sujeto, el tiempo y el lugar de disposición de esos recursos. Ello inevitablemente genera un riesgo.

Esta función es ella misma macroeconómica en un sentido, en cuanto que potencia el crecimiento y el empleo de los factores de producción. Conforme las finanzas posibilitan más proyectos de colaboración humana, contribuyen efectivamente a que la economía crezca y las personas sean empleadas. Una de las características más señaladas de la crisis que comenzó en 2007 consiste en que las entidades financieras han restringido mucho el crédito al sector privado en España: como consecuencia, ni los consumidores tienen dinero para comprar, ni los empresarios tienen dinero para producir. El resultado ha sido años de recesión y de subida espectacular del desempleo.

Luego hay variables macroeconómicas que son ellas mismas monetarias. Citaremos aquí dos respecto a las cuales la acción de los intermediarios financieros es relevante: la cantidad total de dinero y la inflación. A nivel macro las finanzas deben mantener en circulación una cantidad de dinero proporcionada al volumen de bienes y servicios producidos por la economía, de manera que la moneda conserve su valor en el tiempo con una inflación previsible y limitada. Esta es la función más importante de los bancos centrales porque afecta al valor

del medio de pago en todos los mercados.

Es una función con significado no solo económico sino también ético; en ella están involucradas tanto la justicia como la estabilidad del sistema. Allí se da la posibilidad de enriquecerse arbitrando dinero entre momentos y lugares de valores diferentes, o más bien solo a través del financiamiento de proyectos productivos en un mercado donde el valor del dinero resulta razonablemente estable.

Para ese fin, el uso de los distintos instrumentos de política monetaria por los gobiernos y los bancos centrales, es prudencial: dependiendo de las tendencias dominantes en la economía, se hace una política monetaria expansionista o restrictiva, y se utilizan unos instrumentos u otros para ello. Al hacerlo así, se influye en la determinación de perdedores y ganadores en cada cambio, por lo cual, incluso si este ha sido cuidadoso, es susceptible de ser cuestionado desde el punto de vista de la justicia.

El debate sobre los diversos caminos de la política monetaria incluye cuestiones técnicas como identificar lo políticamente posible y los riesgos asociados a cada curso de acción, pero además requiere hacerse una pregunta moral por lo deseable dentro de lo posible. En ese debate, las voces de inspiración keynesiana piensan que debe mantenerse cuanta más gente mejor yendo cada día a trabajar, más fábricas y más oficinas operando. Así se realizaría mejor la lógica básica de la economía financiera como motor de la economía real. Estas personas consideran suicida cualquier línea de manejo de lo financiero cuyo resultado sea la disminución de la colaboración en la economía real, porque de ella se alimentan finalmente tanto las finanzas públicas como el mismo sector financiero privado.

Voces de raíz liberal, sin embargo, tienden a dar más importancia a la contención del volumen de deuda, tanto privada como pública, y por tanto a la sanidad del sistema financiero. Piensan que los planes de estímulo quizás tengan sentido en el contexto y hasta el punto que permitan unas finanzas saneadas, pero no a costa de estas. La razón es la que ya hemos visto: cuanto mayor la deuda, mayor la incertidumbre sobre el repago, y si se trata de deuda pública, menor la credibilidad del sistema monetario.

Esta discusión relacionada con el rol de las finanzas públicas, no corresponde dilucidarla en el presente texto. Sin embargo, nos interesa en cuanto muestra

que en la función social macro de las finanzas el aspecto público y el privado se entrelazan en la política monetaria, y que cada uno de ellos posee significados morales profundos.

2.4. Conclusión: El significado ético de las funciones sociales de las finanzas

La idea de justicia como dar a cada parte en la transacción lo que se le debe según su aporte, se aplica a todas las operaciones de mercado. En las finanzas el objeto de la transacción es el dinero, esto es, la capacidad de compra en otras transacciones, financieras o no. En las operaciones financieras compramos o vendemos el instrumento que a su vez nos permite comprar y vender, de manera que no estamos limitados por el volumen de nuestros propios ahorros y los de nuestros socios a la hora de emprender cualquier operación que requiera adquirir algo: materias primas, trabajo, energía, bienes de capital, bienes intermedios, productos finales... y también el dinero mismo, en la cadena que hemos notado.

La operación financiera podrá ser de inversión (para producir más dinero), de consumo (para nuestra utilidad, pero sin fines monetarios) o una combinación de ambas (como a veces ocurre en el mercado inmobiliario, cuando se habita una casa al mismo tiempo que se la "engorda"). Al obtener financiamiento para ella nos proponemos realizarla, en parte al menos, con los ahorros de otros, a quienes pagamos una rentabilidad y vinculamos a un riesgo, el de impago nuestro. Ese riesgo deriva en parte de que la operación puede salir mal.

Tener acceso a capitales de otros aumenta pues lo que podemos hacer, nos vuelve más potentes. Nuestras ideas cuentan con los ahorros ajenos, además de los propios, para realizarse: adquieren otra potencia, que a veces se llama "apalancamiento", usando el término físico para mover una gran masa (el dinero de otros) apoyándonos en una pequeña (los ahorros propios y de nuestros socios). Esa movilidad, en las personas, el tiempo y el espacio, de los ahorros hacia las ideas es precisamente lo que habíamos descrito como la función social microeconómica de las finanzas, que consiste en último término en proveer fondos para hacer viables ideas que en otro caso no lo serían.

Como toda operación humana que consiste en hacer algo viable, la calificación

moral que las finanzas nos merezcan depende tanto del contenido de la acción que es posible gracias a nosotros, como de la forma en que ayudemos a que ocurra. En materia de contenido, el criterio de discernimiento es fácil: una acción positiva o neutra desde el punto de vista ético puede ser financiada; una acción negativa no debe serlo. Como se ve, esta es una definición independiente del criterio de moralidad que utilicemos para determinar la bondad, indiferencia o maldad. Sea cual sea ese criterio, lo cierto es que al financiar la acción nos asociamos a ella y la hacemos parcialmente nuestra. Nosotros no seremos su protagonista, quien la realiza, pero sí somos quien la hace posible y quien participa en sus beneficios por la vía de los intereses o de la remuneración prevista al dinero, comoquiera que ocurra. Prestamos un dinero, corremos un riesgo contenido en la acción y/o en su realizador, recibimos unos intereses… no somos ajenos pues a lo que ocurre, ni en la parte activa (nuestra decisión es precisa para que la acción sea posible) ni en la pasiva (recibimos parcialmente sus beneficios y sus perjuicios).

Esta responsabilización moral por el contenido se diluye, obviamente, en la medida en que capas intermedias van introduciendo elementos de desconocimiento entre mi persona y el uso del dinero y van colocando las decisiones correspondientes en otras manos. Yo deposito mis ahorros en el banco, pero puedo no saber qué financia el banco con ellos (saberlo es justamente una característica diferencial de la "banca ética"). El empleado bancario que toma la decisión de colocar mis ahorros sí lo sabe, sin embargo; entre otras cosas porque su bono a fin de año depende de cuán bien marchen las inversiones que emprendió. Y el banquero que traza la estrategia de colocaciones, ve los resultados y recibe opciones sobre acciones a cambio, tiene probablemente una porción mayor de la responsabilidad que el cliente y el empleado bancario; por eso es remunerado también más y, según se ha visto en la crisis, con más seguridad.

Esto nos sitúa en el terreno moral de la voluntariedad. Al actuar voluntariamente, la combinación rentabilidad-riesgo-liquidez que la persona asume es aceptable para ella dadas las condiciones del mercado, y a nadie sino a sí misma puede culpar si sale mal. Esto vale para las partes del contrato y también para quienes puedan sufrir externalidades (particularmente externalidades negativas) como consecuencia. Con otras palabras, nadie debería soportar un riesgo si no hay una remuneración pautada en el mercado para ese riesgo, que voluntariamente

acepta. La única "excepción" es el riesgo de no ser contratado, cuyas comillas significan que no es realmente una externalidad, ya que transcurre dentro del mercado.

De los criterios de voluntariedad sin duda el más problemático en las finanzas es la ausencia de ignorancia. Como hemos visto, las operaciones financieras poseen una dimensión temporal que llega a ser muy importante. Pero el futuro es, en esencia, incierto. El intento de convertir la incertidumbre en probabilidad da lugar a la teoría estadística de los riesgos, pero el concepto mismo de riesgo supone que el futuro será semejante al pasado, de manera que pueden aplicarse al futuro conclusiones extraídas de los datos del pasado. Como indicamos en el capítulo primero, sucede a veces que para el pasado no tenemos 'grandes números', sobre todo cuando se trata de eventos novedosos o extremos, que han ocurrido pocas veces o nunca. También puede ocurrir que la estructura de la realidad social haya cambiado de manera que los números del pasado sean ahora menos relevantes.

La crisis de 2007 nos mostró lo fácil que es encontrarse frente a una estructura social suficientemente novedosa como para que la estadística sobre riesgos resulte poco relevante. La globalización sienta a cada vez más actores –más ahorristas, más prestatarios, más intermediarios– a la mesa de juego. Obviamente, cada vez más actores tratando de adivinar lo que harán los demás actores o el mercado en su conjunto, vuelve al sistema más complejo. También lo hace la aceleración de los negocios movida por el crecimiento económico y la dinámica competitiva, y la informatización de cálculos y comunicaciones. Conforme el sistema se hace más complejo, puede cambiar insensiblemente de naturaleza: puede empezar a funcionar de una manera distinta que haga obsoleto nuestro conocimiento previo.

El problema de estas transiciones cada vez más frecuentes no es solo que la estructura social sea nueva, sino que no sabemos cuál es ni los peligros que entraña. Durante el periodo de cambio, múltiples teorías dirigen nuestra mirada en diferentes direcciones, y carecemos de experiencia previa para elegir entre ellas. Finalmente, el fallo sistémico, la crisis, da y quita la razón, y nos revela al menos en parte la estructura a la que realmente nos enfrentamos. Pero, como es lógico, necesitamos el conocimiento para evitar las crisis antes de que ocurran, no para explicarlas una vez que han ocurrido. En ese sentido, la complejización

del sistema limita el valor de nuestro conocimiento estadístico del pasado; más aún en el caso de los grandes sistemas, como el financiero, de los cuales tenemos series muy limitadas de datos.

De lo que no hay duda es de que una crisis en el sistema financiero afecta al corazón del sistema económico. La mayor parte de las actividades de producción o consumo de alguna importancia utilizan el crédito, esto es, los ahorros de los demás, para financiarse. La nuestra es una economía apalancada de sujetos que están regularmente endeudados, esto es, que están utilizando ya el dinero que ganarán, esperamos, en el futuro. A esto le dedicaremos más atención en el capítulo próximo.

Ello sin duda afecta a todas las partes en cada contrato, y plantea en sí mismo el problema ético de que el precio del dinero va asociado a la percepción del riesgo, y esa percepción no depende únicamente de los datos disponibles, sino también de la lectura que se haga de ellos de cara al futuro. Más aún, como ya hemos mencionado y desarrollaremos en más extensión en un capítulo posterior, el comportamiento de los actores con un dinero que no es suyo, introduce un elemento adicional de riesgo, el llamado riesgo moral. Hay pues un ingrediente de subjetividad involucrado en cada contrato financiero, irreductible a técnica estadística.

Reducir la incertidumbre, permitir la objetivación de los riesgos hasta donde sea posible y por tanto prestar estabilidad al cálculo económico, es la función social más importante de los bancos centrales. A ellos corresponde mantener el valor de la unidad de medida, el dinero, a lo largo del tiempo. Para ello debe aceptarse una inflación mínima a fin de quedar siempre separados de una deflación que paralizaría la economía; pero al mismo tiempo esa inflación debe ser controlada y previsible.

Ello supone evidentemente una opción moral. Hemos indicado cómo desde el punto de vista de la prudencia: si la unidad en que se mide el desempeño económico conserva su valor en el tiempo, los riesgos pueden medirse mejor y el cálculo económico se facilita. Particularmente lo hace el cálculo financiero, con su intrínseca dimensión temporal: ¿cómo saber si una tasa de interés es atractiva para la inversión si, por un lado, no sabemos cuán arriesgada es esta, y por otro lado, no hacemos alguna suposición sobre la inflación en el periodo de la operación? En un entorno de incertidumbre sobre el valor del dinero y los riesgos

del apalancamiento, como el que un banco central poco atento a su misión puede provocar, menos inversiones tienen lugar, por tanto menos iniciativas económicas salen adelante. Solo aquellas que prometan creíblemente altas rentabilidades en periodos cortos, encontrarán financiamiento. Al final, se resiente la cooperación económica, la tendencia de cada persona a sacar adelante sus proyectos ayudando y ayudándose de los proyectos de los demás.

El mismo efecto puede estudiarse desde el punto de vista de la justicia. Según señalamos, la inflación puede tener un efecto macroeconómico neto negativo, pero además genera ganadores y perdedores microeconómicos. Suele recurrirse a la inflación para sacar de problemas al gobierno, disminuyendo su deuda interna y dotándolo para sus proyectos de recursos obtenidos sin recurrir a un alza explícita de impuestos. El significado moral de esto es claro: las alzas de impuestos declaradas como tales admiten más discusión social que la pura subida inflacionaria; por tanto, pueden analizarse mejor desde el punto de vista de su justicia o injusticia. La subida de impuestos normalmente se aplica más sobre quienes consumen o ingresan más; la inflación, por el contrario, afecta a todas las rentas del interior del área monetaria, más cuanto más fijas, de forma que golpea especialmente a los pensionistas y a los trabajadores de niveles bajos, más fáciles de sustituir al mismo precio nominal. Supone también un traspaso de poder de compra de los acreedores a los deudores en moneda nacional, porque las deudas ahora valen menos.

Evidentemente, si una decisión del banco central o del gobierno, poco o nada discutida públicamente, tiene el poder de hacer más ricos a unos y más pobres a otros, eso implica que la inflación ha establecido un canal de enriquecimiento distinto al servicio prestado a los demás en el mercado. La inflación crea canales de enriquecimiento por el Estado más que por el mercado, aunque acabe concretándose en nuevos precios. Desde el punto de vista de la justicia, el enriquecimiento derivado de la inflación es cuestionable, porque esa riqueza no proviene de la cooperación con otros. De hecho, se sigue de la desgracia parcial de otros y, en la mayor parte de los casos, también del empeoramiento del sistema en su conjunto.

Puede haber excepciones a esto último en los casos empíricamente recogidos en la curva de Phillips: a corto plazo, el efecto estimulante de la mayor oferta monetaria puede producir un empleo de los factores superior al desempleo de los

mismos factores que produce la incertidumbre inducida por la inflación. El balance puede resultar entonces positivo, desde el punto de vista del número de transacciones económicas y por tanto de la cooperación humana, a cambio de incurrir en riesgos monetarios mayores a largo plazo. Esta es también una opción moral cuya oportunidad y alcance deberán ser discutidos públicamente. Y antes, claro está, habrá que discutir si la lógica de la curva de Phillips se aplica o no a la economía contemporánea que estudiemos, porque solo tiene sentido realizar opciones morales sobre posibilidades realmente existentes, y en concreto la validez actual de la curva de Phillips ha sido puesta en cuestión.

Por último, vale la pena mencionar que tratándose de la moneda, nos encontramos en el terreno de lo cuantificable, por tanto de lo más objetivable desde nuestra mentalidad científica. Pero en el caso del crédito la confianza se deposita en cierto decurso de los acontecimientos personales y sociales en el tiempo; por tanto, es subjetiva. El hecho de que la objetividad y la subjetividad estén conectadas por un sistema de complejidad alta y poco conocida, hace todavía más difícil la tarea de regularlo con políticas. Como mencionamos arriba respecto a la política monetaria, no hay otra manera sensata de hacerlo que la prudencial.

Esto tiene también un sentido moral. Diseñar políticas económicas basadas en una ideología antes que en la observación desprejuiciada de los fenómenos reales, llevaría a encaminarnos desde un mundo que no existe a uno que no puede existir en la realidad. Si el modelo teórico fracasa, como Alan Greenspan reconoció ante el Congreso americano, podemos encontrarnos con una crisis de consecuencias destructoras sobre la cooperación y la justicia. Al operar de manera marginal y prudencial, los bancos centrales reconocen implícitamente que todo modelo es una simplificación, y que sus buenas intenciones pueden ser confirmadas o desmentidas por el comportamiento de la realidad social. Realizan así uno de los aspectos más importantes de la virtud de la prudencia.

Para pensar y discutir

1. ¿Cuál es el nivel de aprecio social, o lo contrario, que percibes de la población hacia las entidades financieras privadas en este momento –por ejemplo, los bancos comerciales y las aseguradoras, que son con quienes la

mayor parte de la gente tiene contacto directo? ¿Cómo explicarías ese nivel de aprecio con base en las funciones sociales de las finanzas privadas? ¿Cuál es la percepción popular de lo que hacen o han hecho en el pasado reciente bien o mal? ¿Cómo afectan esas percepciones a la legitimidad social y política de las instituciones financieras?

2. Plantéate las mismas preguntas anteriores pero para la banca central operante en tu país, en nuestro caso el BCE y el Banco de España.
3. ¿Crees que el juicio popular sobre la medida en que las instituciones financieras privadas están cumpliendo sus funciones sociales es válido o inválido? ¿Por qué? De entre las razones que encuentras ¿cuáles tienen una dimensión ética y en qué consiste esa dimensión? ¿Crees que desde el punto de vista ético esas razones están bien construidas o no?
4. Una fuerte discusión en curso consiste en si el camino de salida de la crisis ocurrirá por la vía más keynesiana de los estímulos financieros a la economía real, como sugiere la posición de la Reserva Federal Americana a la altura de 2014, o por la vía más liberal de la reducción de la deuda y por tanto del déficit, como parece ser la posición del BCE. ¿Cuál es tu opinión al respecto? ¿Cuáles son las opciones éticas que van implícitas en tu opinión?

Capítulo 3

La persona, el dinero y el riesgo

3.1. Introducción

Una diferencia importante entre los libros antiguos y los libros modernos sobre Ética de las finanzas, consiste en que los antiguos se ocupaban con gran detalle de las actitudes personales hacia el dinero y el consumo, mientras que los modernos dan esas actitudes por supuestas, y se preguntan únicamente por la persona como agente o representante en los mercados y por sus roles profesionales, los oficios financieros. Con otras palabras, se ocupan únicamente de lo que el sujeto hace o no hace como operador financiero, pero no de lo que es y de cómo se posiciona respecto al dinero y al riesgo.

En este texto prestamos una gran atención, indudablemente, a los problemas derivados de la práctica profesional; de hecho, a ello se dedica la mayor parte del libro. Pero no queremos dejar pasar la ocasión sin un capítulo dedicado a las virtudes y los vicios que la tradición intelectual de Occidente reconoce a la persona en su relación con el dinero y con el riesgo.

Hay una razón para ello: el paso que hemos llamado "de los antiguos a los modernos" supone un enriquecimiento de la perspectiva en muchos aspectos, pero también un empobrecimiento en el aspecto específico de las actitudes éticas personales. La razón es fácil de comprender: a la cuestión que preocupaba a los "antiguos", los "modernos" dan una respuesta implícita tomada de la Microeconomía neoclásica: si no tiene motivo para hacer algo diferente, la decisión del agente económico maximizará su beneficio. Si es un inversor maximizará la rentabilidad por euro invertido dados el riesgo y la liquidez asumidas. Si es un consumidor maximizará su utilidad, determinada por la máxima relación beneficio / coste, sea lo que sea que cuente como su beneficio y como su coste, sea cual sea el plazo en que calcule.

Una primera duda moral es cómo puede ser que una decisión venga dictada por un cálculo matemático: ¿dónde está ahí la libertad de la persona? En el capítulo primero indicamos que la libertad abre un espacio de indeterminación donde se

sitúa la vida moral, por la necesidad de tomar decisiones para actuar individual o colectivamente en ese espacio indeterminado. El espacio queda abierto precisamente porque no hay un mecanismo o un instinto que dé respuesta a todos los problemas que se plantean a la persona, por sí sola o tomada junto con otras. No hay tampoco un cálculo que mecánicamente le ofrezca esa respuesta, sino que si se usa un cierto cálculo (por ejemplo, el máximo beneficio / coste), ello es porque la persona o el grupo lo han decidido así en ejercicio de su libertad.

Y si lo han elegido así libremente, es que podían haber elegido algo distinto: emplear otro cálculo (por ejemplo, el de un satisfactor al que le bastara con una ganancia moderada y no buscara más una vez llegado a ella), o bien decidir sin cálculo (persiguiendo, por ejemplo, un cierto equilibrio de relaciones consideradas todas valiosas, numéricamente inconmensurables entre sí). El agente no estaba en alguna medida "racionalmente obligado" a realizar lo que el cálculo microeconómico le mandaba. Dicho con otras palabras, maximizar la relación beneficio / coste para un cierto riesgo no era su única alternativa racional, de manera que todas las demás deban tenerse por económicamente irracionales. El enfoque de la ética que viene de más antiguo, perfectamente vivo hoy en todas las éticas humanistas, sabía esto.

3.2. Desde los proyectos en su integridad

Una forma de acercarse a este problema consiste en considerar los proyectos humanos en su integridad. Ya señalamos que vivir humanamente es proyectar. Sabemos más de alguien, de su interioridad como persona, cuando conocemos sus intenciones, la forma en que se proyecta a sí mismo hacia el futuro, que cuando sabemos su pasado, de dónde viene y lo que es ahora. De hecho, el conocimiento de la historia de la persona nos sirve para hacernos una idea parcial de sus intenciones, de lo que puede esperarse o temerse de ella, pero sabemos que no está determinada por ese pasado. No nos sorprenderá que su futuro incluya planes de ruptura con algún aspecto de su propio pasado que no le gusta; por ejemplo, que haya decidido dejar de fumar o reconciliarse con algún adversario. Justo la medida en que consiga realizar esa ruptura que se propone, la tomaremos como indicador de su "fuerza de voluntad", esto es,

como una señal de que la persona está bajo control de sí misma y no de su pasado.

Pues bien, así considerado, el proyecto de la persona puede ser pensado como un sistema complejo de medios y fines. Los fines intermedios son en realidad medios para otros fines situados más adelante, por así decir. Venimos a clase (medio) para aprobar la asignatura (fin); aprobamos la asignatura (medio) para graduarnos (fin); nos graduamos (medio) para poder mejorar de puesto de trabajo (fin); tal vez queremos mejorar el puesto de trabajo (medio) para ganar más dinero y/o hacer algo más de acuerdo a nuestras inclinaciones (fines), etc. Para designar a ese sistema de medios y fines, "red" sería quizás mejor, pero usaremos la palabra "cadena" porque la red evoca en el habla general un sistema sin dirección, y si algo es claro en la relación medios-fines es que efectivamente hay una dirección.

Cada una de las muchas cadenas de medios y fines que llevamos adelante cotidianamente, continúa hasta que llegamos a un fin que ya no es medio para ningún otro. Es, por así decirlo, un fin supremo. Los filósofos antiguos sostenían que ese fin que se busca por sí mismo debe llamarse felicidad, y pasaban entonces a discutir en qué consiste la felicidad propia de la persona humana.

Nosotros no entraremos en esa discusión aquí, porque afecta al sentido de la vida de cada cual más de lo que interesa a este texto, aunque mucho recomendamos a nuestros lectores una reflexión sistemática sobre el tema. Notaremos sin embargo que una vez que hemos definido la felicidad comoquiera que sea, nuestras actividades o bien pueden situarse dentro de una cadena de medios y fines que conduce a esa felicidad, en cuyo caso tiene todo el sentido realizarlas; o bien se sitúan al margen de esas cadenas, sin hacerlas avanzar, y en ese caso o bien presentan un problema de sentido –¿para qué las hacemos si no contribuyen en nada?–; o bien contradicen o se oponen a la consecución de la felicidad que deseamos, en cuyo caso resultan irracionales. Como dice el refrán castellano, "deshacemos con los pies lo que hacemos con las manos".

Hay así dos niveles primordiales en los que cabe hablar de razón. El primero es si hemos respondido adecuadamente a la pregunta: ¿cuál es el bien último de nuestra vida?, ¿de qué esperamos la felicidad? Es una pregunta nada fácil, pero a la que caben respuestas válidas e inválidas, porque aquello de lo que esperamos la felicidad ha de ser capaz de dárnosla, de constituir un bien que se

busca por sí mismo y no por otro. Si pensamos, con Kant, que las cosas son en todo caso útiles para algo pero las personas tienen dignidad propia, quizás notemos que la felicidad consiste en alguna manera de ser persona, o en una relación con otras personas. No buscaremos la felicidad en el terreno de nuestra relación con las cosas, las cuales quedarán para medios. Si, por el contrario, definimos la felicidad como la relación con alguna cosa, la estamos poniendo en un objeto que no es capaz de desempeñar la tarea de fin último, igual que una mosca no es capaz de hablar. Atribuirle a la mosca tales o cuales palabras probablemente no tenga que ver con ella sino con nuestro estado mental.

El segundo sentido de la racionalidad, una vez que hemos definido cuál es el bien que vamos a perseguir por sí mismo y este resulta ser racionalmente plausible, consiste en organizar todas las cadenas de medios y fines de nuestra vida de manera que conduzcan a ese fin último, al menos en la considerable medida en que esas cadenas dependen de nosotros. Ya habíamos dicho que las actividades al margen de la felicidad presentan un problema de sentido, y que las actividades contrarias a la felicidad son irracionales, contradictorias porque decimos perseguir un fin y en realidad con algunas acciones perseguimos otro que no es compatible con el anterior. Supongamos que uno de mis fines intermedios es mantener cierto peso, para a través de ello vivir más sanamente, etc. Organizo determinada cadena de medios de alimentación y ejercicio para ese propósito; pero al mismo tiempo no me resisto a comer chocolate cada vez que paso por un lugar donde está a la venta. Como el chocolate está a la venta básicamente en todos los lugares donde se vende comida, consumirlo en tales cantidades probablemente me producirá placer, pero contradice mi otro propósito de mantener cierto peso. Es por tanto irracional. Por supuesto, si no voy a cambiar mi conducta respecto al chocolate, podría cambiar quizás mi proyecto vital, y hacer que el placer sea un fin más importante que la salud, en la cadena que lleva finalmente a la felicidad. Entonces recuperaría la coherencia racional entre medios y fines, pero podría preguntárseme si ese cambio en el fin último es a su vez racional o no. Como dice el proverbio "quien no vive como piensa, acaba pensando como vive" en un ejercicio de lo que se llama a veces "racionalización". El nombre de "racionalización" significa aquí dar estructura exterior racional a lo que, profundamente, es irracional.

Las diversas cadenas de medios y fines que nos llevan a la felicidad tienen eslabones que dependen solo de nosotros mismos y eslabones que dependen de

la colaboración de otros. Poseen, por otra parte, eslabones en que es central la administración de bienes escasos (los llamados bienes y servicios económicos, el poder, el dinero, el esfuerzo, el tiempo...) y otros eslabones en que lo esencial es el manejo de bienes que no son físicamente escasos, sino que si bien no abundan, su escasez sigue una regla distinta, como la calidad de las relaciones. No hay duda de que la calidad de las relaciones es un bien escaso: a todos nos gustaría, por ejemplo, tener más y mejores amigos. Sin embargo, no es una escasez como la del tiempo o el dinero, donde el empleado en una cosa ya no puede emplearse en otra. Al revés, la amistad, cuanto más se ejercita, con ese mismo acto no se consume sino que se produce. Si tenemos muchos amigos, tenemos muchos contactos y mucha práctica, por así decirlo, y nos resultará más fácil, no más difícil, hacer nuevos amigos.

Con frecuencia, ambos tipos de escasez, la que tiene como base la existencia de bienes económicos y la que no, se gestionan juntas en el mismo paso de nuestra cadena, formando lo que en otro lugar hemos llamado la "escasez compleja" (González Fabre, 2005). Por ejemplo, si mi proyecto incluye comprar el pan hoy, como un medio para mantenerme vivo y alimentado, que a su vez será un medio para algún otro propósito, y la chica de la panadería con las prisas me da el cambio mal (por ejemplo, me da cambio de 20 cuando yo le he entregado un billete de 10), he ahí un problema sencillo que sin embargo debo gestionar. Supongamos que las alternativas son dos: devolver lo que recibí de más, o no hacerlo. En cada una de esas alternativas se juega mi escasez de dinero, un bien material que lo tengo yo o lo tiene ella; pero también gestiono la justicia en la relación. La justicia es una cualidad que no la tiene una de las dos partes, sino que si la relación es justa, es justa para ambos, y si es injusta, también lo es para ambos.

Más aún, la justicia tiende a reproducirse a sí misma, porque si yo actúo con justicia en este contexto, será más probable que actúe así la próxima vez, en otro contexto, quizás por una cantidad mucho mayor; y si la dependienta es tratada con justicia en la situación, será más probable que actúe con justicia en situaciones semejantes en que ella sea la parte beneficiada por el error. Al contrario, si me quedo el dinero a sabiendas y disminuyo así mi escasez de dinero, pero al mismo tiempo empeoro la calidad de la relación haciéndola injusta, es más probable que actúe de la misma forma la próxima vez que aparezca la oportunidad, quizás por una cantidad mucho mayor: quien es infiel

en lo poco, lo es también en lo mucho.

Tenemos así unas primeras conclusiones:

(i) Nuestras decisiones se insertan en largas cadenas de medios y fines.

(ii) La racionalidad de esas cadenas puede pensarse como una combinación de la racionalidad del fin último (su capacidad de sostener lo que se pide de él) y la racionalidad de los fines-medios intermedios (su adecuación al fin último, dados los recursos de la persona).

(iii) En cada decisión gestionamos a menudo una escasez compleja, consistente en la escasez de bienes materiales por una parte, y de cualidades personales y relacionales por otra, las cuales siguen lógicas distintas.

Pasemos ahora a introducir al otro en la figura, preguntándonos por los diversos mecanismos de colaboración entre las personas en una sociedad.

3.3. Las formas de cooperación humana

Podemos pensar la cooperación entre las personas como una composición de diferentes modelos relacionales, semejantes a los que presenta Alan P. Fiske en Structures of Social Life. Simplificando el esquema de este autor, vamos a considerar aquí tres modelos básicos de cooperación en una sociedad moderna:

- La comunidad, en la que borramos las diferencias de identidad con el otro hasta el punto de que su bienestar constituye nuestro propósito. El ejemplo más claro es la familia, pero también puede haber relaciones comunitarias entre amigos, en el vecindario, etc.
- La organización, que está compuesta por una relación jerárquica con los niveles superiores e inferiores, y una relación de igualdad (iguales reglas) con quienes están al mismo nivel que nosotros. El ejemplo más obvio de organización, al que todos pertenecemos, es el Estado. Pero también son organizaciones la empresa o la universidad, por ejemplo.
- El mercado, en que cada uno aumenta su utilidad intercambiando voluntariamente con otro.

La más liviana de estas relaciones es, sin duda, la de mercado. Para entablarla basta, ha bastado históricamente, con poco más que el lenguaje de señas y una

aritmética elemental compartida. Ni siquiera es preciso hablar la misma lengua. Es más, como los fenicios demostraron en la Antigüedad, ni siquiera hay que encontrarse físicamente para negociar (Herodoto, citado por Bernstein, 2008: 21). No hay que saber del otro más que lo que tiene para ofrecernos y lo que desea a cambio. Y una vez que las contraprestaciones han sido realizadas, la relación termina y nada más nos une con la contraparte.

No ocurre lo mismo con las relaciones típicamente estructuradoras de las grandes organizaciones. Pertenecer a la misma organización o ser conciudadanos del mismo país, establece compromisos mutuos abiertos en el tiempo, que no se agotan en un evento ni pueden preverse con total precisión al momento de entrar en ellos. Por esa razón, requieren un grado de comunicación mayor con la contraparte: es preciso un lenguaje compartido para hablar al menos de los aspectos de la vida en común que la relación establece.

Las relaciones comunitarias, finalmente, suponen un grado de implicación mayor de los individuos entre sí, que abarca no solo aspectos públicos de la vida sino también otros más íntimos. La intensidad de la relación comunitaria pide una comunicación más completa de la persona que en cualquiera de los demás modelos; por tanto, un lenguaje compartido que incluya no solo la objetividad de las conductas sino también la subjetividad de las intenciones y motivaciones.

3.4. La completitud y el equilibrio de las relaciones

Estos modelos se combinan en relaciones de cooperación en que las personas se hacen bien mutuamente. De hecho, si dejan de ser cooperativas en algún sentido (por ejemplo, si existiera un fraude mercantil en el caso de las relaciones de mercado), pasarían a ser relaciones antisociales y tendrían serios problemas de legitimidad social.

Cuando alguien tiene un proyecto, habíamos dicho, organiza un plan con fines intermedios, que a su vez son medios para otros fines. En ellos debe gestionar, frecuentemente a través de las mismas relaciones, una escasez compleja con un componente material y otro de calidad moral de las relaciones. Como es obvio, esa persona utilizará aquellas de sus relaciones que le resulten accesibles. Si mi proyecto incluye comprar un piso de 100.000 euros, tal vez yo tengo 10.000

míos; tal vez mis padres quieren regalarme 10.000; tal vez obtengo un subsidio del Estado por otros 10.000; tal vez un amigo me presta 10.000 más a corto plazo sin intereses, a cambio de que le devuelva simplemente la misma cantidad; y finalmente tal vez el banco me presta los 50.000 restantes a largo plazo por un interés, como parte de su negocio hipotecario. Así he reunido los 100.000 usando mis propios recursos por valor de 10.000, y formas distintas de cooperación –comunidad, ciudadanía y mercado– por valor de 90.000 en total, de las cuales la más importante fue la cooperación entablada en el mercado por 50.000 euros.

Esta es la gestión de la escasez material de mi proyecto. Pero además, cuando hay una relación de colaboración puede plantearse una pregunta sobre la justicia de esa relación, que es una calidad moral. Mientras dedicar mi propio dinero a comprar un piso en vez de alguna otra cosa, ahorrarlo, etc., es un asunto administrativo que me atañe a mí, entrar en una relación con otros para obtener dinero supone darle una cierta calidad a esa relación, además de involucrar bienes económicos. Esto atañe en realidad a las dos partes, y es un componente inescapable del entablar relaciones: no puede haber relación sin que sea de una u otra calidad.

Los modelos elementales de relación resultan así relevantes para la justicia en cuanto calidad de la relación. Cada uno de esos modelos es usado como patrón para definir formas de coordinación con las demás personas y de reconocimiento de ellas como sujetos sociales válidos, con criterios de justicia como estos:

1. Comunidades: Cada cual recibe según sus necesidades, cada cual contribuye según sus capacidades, sin necesidad de equivalencia ninguna en cuanto al valor material concreto de lo que se da y lo que se entrega. Hay injusticia cuando alguna de las dos cosas no ocurre: quien puede, no contribuye; quien no necesita, de todas maneras pide.

Así por ejemplo, en una familia los hijos reciben de los padres todo lo que necesitan por años, décadas quizás. Cuando están en condiciones de contribuir económicamente, muy a menudo se independizan y se van de casa. Todo esto nos parece normal porque no esperamos que el hijo "devuelva" a los padres lo que recibe de ellos: es una relación comunitaria donde quien tiene más, contribuye más. Sin embargo, sí nos parecería injusto y con razón, si al cabo de los años el hijo emancipado tuviera recursos materiales, los padres ancianos

pasaran necesidad, y él no contribuyera a mantenerlos dignamente. Nos parecería que ahora que las tornas han cambiado, el hijo se ha salido de la relación comunitaria cuando le tocaría contribuir a ella más de lo que recibe.

2. Organizaciones, en sentido vertical o jerárquico: Cada cual recibe según su rango (posición en el ranking social) y contribuye de acuerdo a ese rango. Los bienes/derechos y cargas/obligaciones de que se trata no son necesariamente de la misma naturaleza, de manera que puede haber una asimetría constitutiva en este concepto de justicia.

Por ejemplo, la persona en una posición de gobierno recibe poder para organizar la acción de otros, lealtad de ellos, quizás algunos privilegios del rango, pero debe asumir responsabilidad por formular el proyecto colectivo y por obtener resultados para todos; mientras que el súbdito recibe parte de los frutos de la acción colectiva y debe contribuir su obediencia y lealtad al liderazgo. Cuando cada uno da y recibe lo que debe en el contexto de la relación jerárquica, esta es justa aunque sea asimétrica.

3. Organizaciones, en sentido horizontal, con los pares: Todos reciben y deben aportar lo mismo en cuanto a los bienes/derechos y las cargas/obligaciones en juego. La igualdad no necesita ser estricta en términos cuantitativos, ni siquiera cualitativos, sino que basta con que lo sea en términos simbólicos.

Por ejemplo, en el sistema electoral español, cada elector tiene derecho por igual a un voto al Congreso. Ello realiza la equivalencia de iguales entre los ciudadanos. Sin embargo, se trata de una igualdad meramente cualitativa, porque los votos de las provincias pequeñas están de hecho más representados en el Congreso que los de las provincias grandes. La igualdad de los ciudadanos ante el sistema electoral no se rompe por ello.

4. Intercambios de mercado: Cada cual recibe en función estricta de lo que aporta al otro en la transacción, evaluando contribuciones y beneficios a través del sistema impersonal de los precios. La injusticia ocurre por el fraude (entregar menos engañando al otro), por el uso de poder de mercado (monopólico, oligopólico) para manipular los precios, por las externalidades negativas cargadas sin compensación sobre terceros, etc.

En general, hay injusticia cuando:

- Una determinada distribución social se gestiona por un modelo distinto al

acordado o socialmente entendido. Por ejemplo, cuando la decisión de un juez, en vez de tomarse de acuerdo a la igualdad ante la ley se vende por un precio.

- Un agente es indebidamente incluido o excluido de las relaciones según un cierto modelo. Esto es lo que se llama discriminación indebida, y las sociedades occidentales discuten cuándo ocurre para evitarla. Por ejemplo, prohíben que la religión o el credo sea utilizado como criterio para la entrada en la universidad, pero aceptan que la nota de selectividad constituye un criterio válido de discriminación.
- Se rompen las reglas de distribución intrínsecas al modelo respecto a los bienes y a los agentes involucrados. Son los casos que hemos mencionado arriba, en que alguien recibe pero no contribuye lo adecuado en el modelo de relación en que estemos.

Como puede verse, la calidad de una relación desde el punto de vista de la justicia no es una propiedad separada de la distribución de bienes económicos en ella, sino al revés, ocurre precisamente en virtud de quiénes son los sujetos de la distribución y cómo ocurre. Lo mismo puede decirse de otras calidades de las relaciones que nos parezcan deseables.

Bajo este concepto de justicia puede entenderse la relación con los stakeholders, sean de una persona o de una organización, como una empresa. Es fácil ver que las tres condiciones que acabamos de mencionar deben respetarse para tener relaciones justas con ellos:

- Incluirlos a todos, sin dejar afuera a ningún grupo afectado por nuestras acciones o que pueda afectarlas.
- Relacionarnos cooperativamente con cada uno según una comprensión compartida por ambos de la naturaleza de esa relación.
- Hacerlo de forma equilibrada según la justicia propia de cada tipo de relación.

El equilibrio de las relaciones con los diversos stakeholders es crucial en la ética financiera, de manera que sus implicaciones serán un tema central de este libro.

La Ética económica en general incluye diseñar esquemas equilibrados de colaboración en torno a los bienes materiales, en que todos los tipos de relaciones están disponibles para nosotros como personas. Pensamos así en

alguien cuyo ser social no consiste solo en sus habilidades y recursos para el mercado, sino que al mismo tiempo es también un participante en comunidades a las que contribuye y de las que puede pedir, un miembro de un Estado bajo el imperio de la ley, y un ciudadano activo en la creación y el disfrute de derechos. Esta multiplicidad es, además de un asunto de equilibrio, también un ejemplo de diversificación. Porque, ¿qué ocurre si el mecanismo central de cooperación en que habíamos confiado deja de funcionarnos, por ejemplo si nos quedamos sin empleo? Entonces la existencia de una comunidad, de un Estado o de algún otro mecanismo sustancialmente distinto al mercado en que poder apoyarse, da mucho margen para reaccionar y reconstruir lo que se ha roto en nuestra relación de mercado. Por así decirlo, no caemos en un vacío sino que encontramos puntos de apoyo para recuperarnos.

Por otra parte, las comunidades o el Estado solo existirán si contribuimos a mantenerlos, con nuestro tiempo, nuestros recursos, y el sentido de las reglas de juego que corresponde a cada una de esas instituciones. Al fin, ellas son, como el mercado mismo, formas de cooperación. Solo existen si se las hace existir cooperando a través de relaciones concretas según las reglas adecuadas, que exigen de cada persona tiempo, recursos y justicia. Cada una de esas formas de cooperación genera una forma de capital social más o menos profunda y permanente, en proporción a los requisitos informacionales y comunicativos de la relación correspondiente. El capital social permite entablar relaciones en ese ámbito e incluso puede trasladarse a las relaciones en otros ámbitos: por ejemplo, quien tiene buena reputación en un mercado, tiene más probabilidades de ser también un buen ciudadano.

El sentido del equilibrio en las relaciones puede entonces plantearse en varios aspectos:

(i) Dentro de cada relación, el equilibrio se llama justicia, cuyo significado varía con la relación de que se trate.

(ii) Ha de haber además un equilibrio entre las diversas relaciones de colaboración en la vida de una persona, de forma que esta construya no solo un tipo de relaciones (por ejemplo, de mercado) sino una vida de varias avenidas con varios tipos de relaciones (comunidades, Estado, ciudadanía...)

(iii) Y finalmente es preciso un sentido del equilibrio entre el presente y el futuro, que llamamos prudencia. Le dedicaremos un apartado en este

capítulo.

Interesa notar que en buena ética estas formas de equilibrio que consideramos necesarias para la sanidad psicológica y moral de la vida de una persona, se aplican igualmente a la vida de una organización. De alguien que se ocupara solo y siempre del propio interés, diríamos que padece una psicopatología: probablemente está mentalmente enfermo de narcisismo hasta el punto de carecer de empatía hacia los demás. No podemos considerar la normalidad aceptable de una organización lo que llamaríamos una enfermedad mental grave si se tratara de una persona; seguramente también se trate de una enfermedad grave en el caso de la organización.

3.5. La relación personal con el dinero

La ética tradicional ha enfatizado mucho la capacidad del dinero de hacer perder los distintos sentidos del equilibrio a muchas personas. La mayor parte de las características morales negativas derivadas de la relación con el dinero consisten en la ruptura de algún tipo de equilibrio, en el intento de maximizar la cantidad de dinero en posesión propia, minimizar el riesgo, o llevar a un extremo alguna otra magnitud relacionada. Al intentar llevar un cierto indicador al máximo o el mínimo, se sacrifican a él los demás, cuando lo adecuado desde el punto de vista ético consistiría en equilibrar todos los aspectos, todos los intereses, todos los stakeholders, todas las relaciones que son relevantes.

El concepto de equilibrio plantea una gran diferencia entre el pensamiento moderno y el tradicional. El pensamiento económico moderno o neoclásico, que es parte de la formación básica en la mayoría de nuestras universidades, ve una virtud en la maximización de un indicador, por ejemplo, el beneficio. El pensamiento tradicional, particularmente el de raíz aristotélica, y en cierta medida parte del posmoderno, sitúa la virtud en el equilibrio que se alcanza en el justo medio, un enfoque que no da prioridad absoluta a un factor sino que es más holístico, por decirlo en términos posmodernos.

El enfoque maximizador del beneficio considera ineficientes a quienes persiguen el equilibrio, porque podrían maximizar el indicador de referencia, pero no lo hacen. El enfoque tradicional considera en cierta medida peligrosos a quienes

siguen el objetivo maximizador porque rompen equilibrios, y así preparan violencias de las que quizás no son conscientes.

¿Quién tiene razón? Nuestra opinión es que tienen más razón los "antiguos" que los "modernos", esto es, que la clave de la vida moral es más equilibrar que maximizar; y que los bienes en torno al dinero, con ser verdaderos bienes, han de comprenderse solo como medios para fines que consisten en calidades de persona y de relación. De eso pasamos a ocuparnos ahora.

Como decimos, la relación de la persona con el dinero, y más en general con la riqueza en especie o en metálico, ha sido un tema importante en la Ética desde antiguo. Esto probablemente es porque la riqueza, en forma de bienes o dinero, puede convertirse en el centro de la vida, un objetivo que se busca por sí mismo, en la medida que permite alterar el orden de las acciones, sus resultados intermedios y su objetivo final. El objetivo final de la persona deja de ser la felicidad, y pasa a ser el poder conseguido a través de la posesión o el control de dinero; o más exactamente, la felicidad se pone en la posesión o el control del dinero.

¿De dónde le viene ese poder al dinero? El dinero pone a los otros a nuestro servicio por su propio interés, y en ese sentido de manera voluntaria. Funciona primordialmente en relaciones de mercado, que luego pueden ser usadas como puerta de entrada para otro tipo de relaciones. Por ejemplo, una persona contratada por una empresa se une a ella por una relación de mercado, el contrato laboral, pero eso es solo la puerta para su incorporación a una organización burocrática que, por dentro, le inserta en una jerarquía y en un esquema de reglas iguales para todos. Los tipos de relación se trenzan unos con otros en las relaciones más complejas de que formamos parte, pero no es lo mismo buscar por sí misma una cosa que otra.

En este orden –o desorden– en que una cosa es querida, estriba la consideración clásica de la moderación como virtud relativa al dinero. Aristóteles, por ejemplo, distingue al comienzo de su Política entre la economía y la crematística. La economía busca poner las bases materiales de la vida del hogar y de la ciudad. El dinero que se maneja con sentido económico es medio para un fin distinto a sí mismo, porque la casa y la ciudad no existen para hacer dinero, sino que tienen un valor en sí que deriva del tipo de relaciones personales y comunitarias que se entablan en ellas. La crematística, por su parte, que Aristóteles ejemplifica con

los comerciantes profesionales, es el oficio de hacer dinero por sí mismo, como fin último, aunque con ello hayan de sufrir la casa y la ciudad. Lo que era un medio para un fin distinto, se vuelve el fin último.

Se observará el matiz contenido en la idea de Aristóteles. Lo esencial no es cuánto deseamos el dinero o la riqueza, sino dónde lo colocamos en la cadena jerárquica de medios y fines. Desearlo mucho puede significar que tenemos una gran cantidad de buenos proyectos que llevar adelante con la ayuda de otros, y para eso necesitamos dinero, quizás también otros recursos sociales. Una persona con menos proyectos necesitará quizás menos colaboración, recurrirá menos al mercado para obtenerla, y precisará menos dinero. Pero, en ambos casos, el dinero sigue siendo un medio, que se emplea más o menos según convenga a nuestros proyectos.

La situación cambia si, en vez de proponernos algo constructivo en sí mismo, nuestro proyecto estriba únicamente en poseer dinero. Se trata de una ambición que no puede ser satisfecha, una dinámica por la que el dinero genera dinero, sin más horizonte. El adinerado clásico hace ostensión de su disponibilidad de recursos, de manera que el poder que le otorga (el poder de suscitar una colaboración) sea reconocido por los otros. Ese reconocimiento es, además, competitivo. Ya no depende de tener recursos, ni siquiera de tener los recursos necesarios para llevar adelante los propios proyectos, sino de tener más recursos que el otro para ser reconocido como más poderoso que él.

Otros autores clásicos se referían a la avaricia, una forma diferente de querer el dinero o las riquezas por sí mismas hasta el punto de que cualquier pago o transferencia es sentida como una pérdida del yo. Algunos psicoanalistas la han identificado por ello como una fijación del sujeto en su "fase anal". El avaro clásico puede vivir miserablemente aunque tenga mucho dinero porque atesora, no gasta. Al contrario que el ambicioso, el avaro oculta lo que tiene, a fin de que nadie se lo pida. El dinero pierde así su función de posibilitador de proyectos humanos, para volverse una especie de fetiche del yo. Es un potencial perpetuamente sin realizar.

En el fondo de cualquiera de estas dos figuras, opera el haber colocado al dinero como fin último de la vida, por sí mismo (el avaro) o por lo que es capaz de suscitar en otros (el ambicioso). Esta es, sin embargo, una posición insostenible para el dinero, que no es capaz de dar respuesta a la cuestión de la muerte, la

cual, en último término, amenaza con el absurdo a toda persona y a sus proyectos. El dinero no puede asegurar el yo. Aquel para quien el dinero es la finalidad última de su vida encuentra que todavía es vulnerable a la enfermedad y la muerte; de hecho, más vulnerable, porque nada le ha preparado para ese caso, sino que ha organizado la vida entera para ganar dinero.

Cabría preguntarse si la ambición no es algo más que una enfermedad moral de la persona, y se ha vuelto una enfermedad de la cultura en la sociedad moderna, que afecta también, quizás principalmente, a las organizaciones. Cuando decimos una "enfermedad de la cultura" nos referimos a lo que la gente piensa y la manera en que actúa espontáneamente, si no se toma la molestia de adoptar una postura propia, reflexionada, lo que podríamos llamar una postura ética.

Es indudable que existe el pluralismo moral y que una buena parte de él depende de personas que se separan de la educación y los valores que han recibido, y adoptan otros que les convencen más, les convienen más, les emocionan más, les integran mejor en cierto grupo, etc. Podríamos decir que incluso hay "creadores morales", aquellos que dan respuestas originales a viejas preguntas: Moisés, Buda, Sócrates, Jesús, Muhammed o Kant, son ejemplos claros. Pero hay también una cantidad grande de personas que piensan y actúan siguiendo lo que les enseñó su grupo de referencia sin someterlo nunca a examen crítico. La forma de pensar y actuar de estas personas no es un fenómeno personal sino social: lo reciben de las cadenas de transmisión cultural de las que forman parte, igual que la forma de vestir o de comer.

Pues bien, la cuestión es si la cultura occidental moderna coloca el dinero en el lugar del bien que se busca por sí mismo, siendo la propuesta clave de la sociedad para la felicidad de sus miembros, que somos nosotros. Eso parece seguirse de la visión 'microeconómica' de la vida, típicamente moderna y muy popular en las ciencias sociales actuales. Bajo este paradigma cualquiera que venda algo en un mercado, desde su trabajo a bienes y servicios, pasando por activos financieros, busca maximizar su beneficio para un riesgo asociado. Maximizar es un término absoluto: no es hacer rendir el dinero, el esfuerzo o el riesgo al máximo para un cierto propósito, sino que ese rendimiento alcance el máximo, independientemente del propósito al que se destine.

De hecho, uno de los propósitos posibles es producir más dinero, reinvertir el beneficio. Si la dinámica de acumulación está bien diseñada y funciona dado el

entorno, tenemos cada vez más dinero. Ahora bien, como hemos visto, dinero es poder, el poder de obtener en el mercado la colaboración de otros para nuestros proyectos con base en su propio interés. El dinero que busca hacerse más grande a sí mismo, es una variante del poder que busca engrandecerse. Genera en torno a sí una dinámica de competencia, que como es comparativa, nunca se satisface. A menos que se llegue al monopolio de la riqueza y/o del poder.

En Microeconomía esa es solo la mitad de la historia; la otra mitad son los consumidores, familias en su mayor parte. Las empresas también consumen, bienes intermedios sobre todo, pero ciertamente las familias son más numerosas y como de ellas depende la demanda final, quizás más influyentes. En las familias no puede decirse que el dinero sea el fin último, o que nos encontremos frente a maximizadores de su propiedad. Al revés, casi por definición una familia tiene que ser una comunidad. Puede ser otras cosas a la vez, pero ciertamente lo más lejano a ella, o lo más secundario en ella, es un mercado, donde no sería posible criar bebés ni cuidar a enfermos o ancianos que no puedan pagar a los demás, dos actividades típicas de las familias.

Sin embargo, también puede decirse que la modernidad ha afectado la cultura de las familias por el lado del ingreso, es decir, en cuanto son vendedoras de su propio trabajo y/o sus ahorros. Esto es simétrico a lo que ocurre a las mismas familias por el lado del consumo. Si consumimos en el límite, no ahorraremos o nos endeudaremos. Entonces nuestra vulnerabilidad al desempleo aumentará, porque no tenemos reservas para buscar trabajo con calma. En vez de la codicia en el contexto de la competencia, privilegio tal vez de unos pocos, quizás nos mueva el miedo en el contexto de la misma competencia: el miedo a ser excluidos y desplazados de la posibilidad de realizar cualquier proyecto, precisamente porque antes realizamos uno en que se daba valor por sí mismo al consumo, y ese proyecto nos dejó cortos de reservas o abiertamente endeudados.

Este podría ser un problema moral personal, propio de quien hizo unas determinadas opciones sobre para qué y cuánto de su ingreso consumir. En muchos casos hay un componente de eso, sin duda, porque la variación al respecto es muy grande, mucho mayor que entre los objetivos de las empresas a que nos referíamos antes.

Sin embargo, hay también un componente más general, que podemos llamar

cultural. El capitalismo tardío se caracteriza por economías guiadas por la demanda, en las que se gastan cantidades ingentes en estimular esa demanda y motivar a las familias al consumo. El marketing se ha vuelto una función principal de toda empresa que se dirige al público para vender. Es inevitable pensar que el dinero del marketing no se gasta en vano. Si desde el punto de vista de cada empresa puede ayudar a situarla mejor frente a sus competidores, desde el punto de vista agregado de todas las empresas, incrementa la propensión a consumir de las familias. Al fin, se trata de aumentar las ventas.

La modernidad económica, entonces, actúa tanto por el lado de las empresas como por el de las familias en el sentido de crear un punto de partida cultural problemático moralmente, que consiste en situar a bienes económicos, y al dinero como símbolo de todos ellos, en el sitio del bien que se busca por sí mismo. Por supuesto, tanto empresas como familias pueden separarse de ello después de cierta reflexión crítica, y adoptar posiciones éticas diferentes. Pero el tono general de la cultura sigue marcado por la maximización del beneficio de las empresas y el consumo hasta el endeudamiento de las familias, lo que antiguos y medievales considerarían enfermedades morales. Con la peculiaridad de que en la modernidad se nos ha querido convencer además de que esa es la forma más eficiente de orden social. La inestabilidad económica, social y ecológica del sistema resultante nos muestra que seguramente ello no sea así, que quizás en el camino se hayan roto algunos equilibrios básicos.

La idea contraria, que la mayor parte de los pensadores antiguos firmaría, va en la dirección de la llamada 'paradoja de Easterlin'. La Microeconomía neoclásica hace consistir la felicidad en el grado de utilidad alcanzado por cada consumidor. Este es más o menos proporcional al presupuesto de cada uno, porque con ese presupuesto se compran los muy variados bienes y servicios que producen utilidad. A más presupuesto, un nivel superior de utilidad. Sin embargo, paradójicamente, las encuestas muestran de manera consistente que la correlación entre ingreso y felicidad funciona para niveles de ingreso relativamente bajos, hasta que se cubren con seguridad los bienes básicos, pero luego se invierte, y rentas superiores no producen niveles superiores de felicidad sino un lento decrecimiento de esta cuanto más sube la renta disponible.

El punto puede analizarse teóricamente para llegar a la conclusión de que la felicidad no depende tanto del dinero que se tenga, como de la calidad de las

relaciones personales y sociales que se entablan. Según habíamos visto, donde una relación comunitaria o ciudadana es sustituida por una relación de mercado, hay un empobrecimiento de la comunicación precisa y del compromiso mutuo, por tanto una disminución de la calidad relacional. Eso no quiere decir que las relaciones de mercado estén mal. Al revés, son relaciones colaborativas, las que tenemos más a mano cuando no conocemos al otro y sería muy costoso llegar a conocerlo. Entonces, mejor colaborar con él a través del mercado que no hacerlo en absoluto. El empobrecimiento ocurre cuando se cambia una comunidad o una ciudadanía común por un mercado.

Eso explica a su vez la paradoja de que maximizar la utilidad constituya una virtud para la modernidad y un vicio para la antigüedad. Un vicio no en sí mismo, pero sí en las dinámicas a que puede dar lugar dentro de la persona y en la sociedad: por ejemplo, la avaricia y la ambición desatada. La modernización ha llevado, en la mayor parte de los lugares, a reemplazar comunidades y estructuras políticas con mercados. Esto a veces es más eficiente económicamente, a menudo menos estable, pero desde luego no es más eficaz desde el punto de vista de la felicidad. Lo sería tal vez si utilizáramos los bienes económicos para entablar más y mejores relaciones personales, esto es, si los colocáramos como medios para un fin que está fuera de ellos mismos. Pero, según hemos visto, no es esa la lógica de la sociedad moderna.

3.6. La relación personal con el riesgo

En la teoría microeconómica neoclásica, la rentabilidad de una inversión viene determinada por su riesgo y liquidez: a mayor riesgo mayor rentabilidad exigida. En toda decisión de inversión financiera, sea la compra de acciones, la concesión de un crédito o la toma de una posición en derivados, necesitamos un periodo de tiempo para obtener los resultados de la inversión: vender la acción, completar la devolución del crédito o liquidar el derivado. Los resultados de la inversión son inciertos.

La incertidumbre viene dada por la dimensión temporal del hecho financiero, como vimos en el capítulo anterior. Entre ahora y el momento del vencimiento del instrumento financiero, pueden pasar muchas cosas; para empezar, podemos no seguir vivos nosotros o nuestra contraparte. Muchos más sucesos son

posibles, tanto personales como generales, que afecten los retornos de un negocio o la devolución de un préstamo.

Habíamos dicho también en el capítulo anterior que la existencia de una dimensión temporal en los contratos financieros genera mayor incertidumbre cuanto mayor sea el plazo, y que para medir el grado de incertidumbre recurrimos al concepto de riesgo. El riesgo cuantifica la incertidumbre y nos permite hacerla parte de la evaluación matemática de los productos financieros. También habíamos mencionado que la medición del riesgo tiene limitaciones. En la mayor parte de los casos supone que el futuro tendrá dinamismos semejantes al pasado; y adicionalmente asume que tenemos un número suficiente de observaciones como para que las estimaciones sean correctas. Es decir supone que podemos medir correctamente la volatilidad y las correlaciones, y además que estas serán estables en el tiempo.

Las limitaciones de las herramientas para medir el riesgo ya las hemos considerado. Si no contamos con suficientes datos del pasado para hacer una estimación significativa de los parámetros del sistema, no tenemos manera de predecir sus estados futuros. Cuando los números son verdaderamente grandes y se refieren fundamentalmente a eventos físicos, como los accidentes que ocurren en una curva por la que pasan miles de coches cada día, esto no es un problema. Las aseguradoras viven de ello, y les va bien. Pero cuando se trata de un hecho raro o único que afecta a las finanzas, como una crisis macroeconómica de la magnitud de la comenzada en 2007, simplemente no hay muestra en el pasado para estimar qué nos deparará el futuro. Los cálculos han de incorporar un riesgo macroeconómico tan grande, que hace poco menos que inútiles todas las previsiones. Si además encontramos un componente importante de no-linealidad, comportamientos no racionales en la toma de decisiones, como el efecto rebaño, etc., todavía necesitamos una muestra más grande para intentar descifrarlos.

Y si hubiera muestra suficiente, todavía queda el supuesto de estabilidad de las condiciones económicas: que el futuro será semejante al pasado. Cuando las condiciones no se mantienen en el tiempo, las correlaciones obtenidas de datos pasados pueden no predecir bien eventos futuros. Esto es relevante tanto para las finanzas como para las demás magnitudes relevantes de una economía, a nivel macro y micro.

Está la dificultad adicional de los instrumentos matemáticos disponibles. Las ecuaciones econométricas siguen siendo lineales en su mayoría, o en todo caso relativamente sencillas desde el punto de vista formal. Pero una parte importante de la incertidumbre en la realidad tiene que ver con la no linealidad de las conexiones entre causa y efecto. Como indicamos en el primer capítulo, esa no linealidad del sistema hace que causas pequeñas puedan tener efectos grandes, y causas grandes efectos pequeños, por la intervención intermedia de mecanismos de bucle positivo o negativo que amplifican o amortiguan las consecuencias de cada fenómeno. Esos mecanismos en ocasiones no están bien identificados o no son fáciles de estudiar, de forma que nuestro conocimiento de los fenómenos en que son importantes resulta menor que cuando el efecto es proporcional a la causa.

Y por si eso fuera poco, hay una serie de sesgos cognitivos que llevan a nuestra mente a estimar mal probabilidades y riesgos, incluso en situaciones en que tenemos o podríamos tener fácilmente todos los datos. Algunos de esos sesgos derivan de que nuestra mente no está hecha para intuir probabilidades, de forma que las respuestas intuitivas frecuentemente son desmentidas por un cálculo más cuidadoso. Otros son sesgos emocionales, podríamos decir de optimismo (el mayoritario) o de pesimismo (para una minoría) que nos llevan a suponer que ocurrirá el caso más favorable o más desfavorable de los posibles, o una combinación de ambos (el caso más favorable si esperamos pérdidas; el más desfavorable si esperamos ganancias) de manera más o menos independiente de su probabilidad (ver Kahneman, 2011).

En un mundo en que pudiéramos reducir razonablemente toda incertidumbre a riesgo cuantificable, sin todos estos problemas de la probabilidad y del sujeto que la estima, cada problema financiero tendría quizás una solución técnica. Se necesitaría entonces la virtud de la justicia en el sujeto para emplear esa respuesta técnica de manera beneficiosa para todas las partes involucradas, y no beneficiosa para algunas a costa de la explotación de otras. Esa justicia sería la virtud fundamental.

Sin embargo, como acabamos de ver, el mundo real está afectado por formas diversas de incertidumbre que no pueden reducirse bien a riesgo; y el sujeto que calcula ese riesgo está sesgado desde el punto de vista cognitivo o emocional, a menudo inconscientemente. El intento profesional ha de hacerse, sin duda, pero

las decisiones no pueden basarse únicamente en los resultados de estos cálculos de riesgo. La virtud fundamental de las finanzas consiste así en operar fructíferamente en un mundo incierto, sacar adelante proyectos en él, financiarlos y colocar los ahorros en medio de sistemas multifactoriales y no lineales, que no controlamos bien. Con otras palabras, la virtud fundamental de las finanzas es saber integrar las diversas señales que recibimos de la realidad en una conclusión acertada sobre qué hacer: es la prudencia.

Las enfermedades morales que corresponden al estado sano que la prudencia describe, son males de la relación de la persona con su futuro. Algunos son en realidad cognitivos, derivados de nuestra limitación para comprender un mundo formado por una gran cantidad de otras personas. Nuestro ideal evolutivo parece consistir en poca gente bien conocida a nuestro alrededor, y por el resto un entorno natural regido siempre por las mismas leyes que podemos descifrar. Nuestra mente parece estar hecha para intuir al otro cercano, si lo conocemos mucho, y para entender la naturaleza. Ambas tareas se nos dan bastante bien, en ellas alcanzamos éxitos que constituyen modelos nuestros de conocimiento (por ejemplo, lo que una madre sabe de su hijo, o lo que un científico sabe de física).

La cosa cambia cuando se trata de un gran número de sujetos, en última instancia libres en sí mismos y desconocidos para nosotros, que interactúan de múltiples maneras sobre la base de principios heterogéneos de unos a otros, y también dentro de la misma persona con el tiempo, la cantidad en juego, etc. El resultado es un sistema complejo, con numerosos bucles de retroalimentación, en el que es difícil orientarse. Orientar la acción es precisamente la tarea principal de la prudencia en este contexto. De quien la posee, decimos que tiene "buen olfato" para lo que va pasando.

Una tentación imprudente, sin embargo, consiste en reducir el complejo sistema humano-social resultante de la interacción de tantos agentes tan distintos, a un sistema más lineal, analizable por semejanza con los sistemas naturales. Un ejemplo claro de esto es la Microeconomía neoclásica de finales del siglo XIX y comienzos del XX que, como dijimos, sigue haciendo la base de nuestra enseñanza de la Economía y de otras ciencias sociales. Todos los agentes tienen allí una sola motivación, maximizar su beneficio por euro si están del lado de la oferta, su utilidad por euro si están del lado de la demanda. En la teoría todos

cuentan con unas capacidades cognitivas y de cálculo que ninguna persona real posee. y se plantean unas preguntas sobre el estado de equilibrio final del sistema que a pocos interesan. A los agentes económicos reales les preocupa más la supervivencia y no quedar excluidos de la economía.

La teoría económica utiliza simplificaciones para transformar un sistema complejo y no lineal en uno más fácil de analizar que permita extraer conclusiones. El problema es que simplificar el sistema para hacerlo más manejable matemáticamente, puede llevar a conclusiones erróneas. Se pretende elaborar una "física social" con el mismo éxito predictivo que la física natural de Newton. Hacerlo puede considerarse un ejercicio interesante, que en algunos casos arrojará resultados realistas y en la mayor parte de ellos establecerá solo uno de los límites del sistema. La imprudencia aparece cuando además de hacer las matemáticas neoclásicas (o cualquier otra, para el caso) se cree en ellas. Es decir, se cree que por ese camino se está efectivamente describiendo la realidad, o se llegará a ello algún día gracias a una progresiva sofisticación de las matemáticas; cuando el problema se encuentra, para empezar, en las simplificaciones que hacen la situación matematizable y tratable con herramientas como el análisis o la topología.

Esa forma de imprudencia que confunde el sistema real con lo que podemos saber de él con nuestras herramientas teóricas, es frecuente tanto en el mundo profesional como entre los políticos de ideología liberal o comunista. Un economista debe hacer matemáticas, puesto que se ocupa de objetos contables que admiten números. Es lógico que se vea tentado por creer en cualquiera que le ofrezca unas matemáticas con las que analizar la realidad social, independientemente del realismo de estas. Pero, si quiere mantener el uso prudente de sus saberes, hará bien en ser un conocedor de esos saberes, no un creyente.

El problema de la prudencia se expresa también en la relación de las personas con la deuda. Hay una prudencia microeconómica consistente en no endeudarse (y/o no prestar) más allá de lo que se podrá repagar. Lo que se podrá repagar resulta incierto porque es asunto del futuro; se encuentra en un abanico: si todo me va lo mejor que razonablemente cabe esperar, mi capacidad de repago será esta; si todo me va lo peor que razonablemente cabe temer, mi capacidad de repago será esta otra. Lo que razonablemente me cabe esperar o temer, debe

venir a su vez bien estimado, evitando los sesgos de un exceso de 'optimismo' o de 'pesimismo' que, en este caso, serían dos maneras de engañarse a sí mismo.

El optimismo o el pesimismo, la propensión o la aversión al riesgo, pueden reflejarse conscientemente en qué punto del continuo entre los dos extremos elijo, más cerca del extremo más arriesgado o del más conservador, pero conviene mucho que esos extremos sean a su vez lo más certeros posible. Los antiguos hablaban de la prudencia como la virtud intelectual de buscar los puntos de equilibrio en cada situación, sin dejarse arrastrar por los extremos presentes en ella sino eligiendo racionalmente lo que conduce mejor al desarrollo de la cadena de medios y fines que hemos planeado.

Desde ese punto de vista, la capacidad de endeudarse se parece a la velocidad de un coche. Cuanto más nos endeudamos, con más recursos ajenos contamos para nuestros proyectos, y estos van más deprisa. Pero, al mismo tiempo, cuanto más deprisa van, más inestables se vuelven: mayor es el peligro de que esos proyectos derrapen en cada curva y nos saquen de la carretera, no permitiéndonos devolver los préstamos. Y, sin embargo, también sería imprudente dejar el coche parado por no correr ningún riesgo. La prudencia busca el equilibrio personalmente adecuado entre aceleración de los proyectos y riesgo asumido.

lLa prudencia personal se ve desafiada por el hecho de que esa relación entre aceleración y riesgo puede ser no-lineal. Por ejemplo, si la causa es una crisis económica, una baja del producto nacional de 3% no conlleva un aumento de los impagos hipotecarios del 3%, sino bastante mayor, porque no supone una disminución uniforme de los ingresos de las familias en el 3%. Algunas familias no notan la crisis, o la experimentan como un pequeño descenso de los ingresos que les permite, de todas formas, seguir pagando la hipoteca. Otras familias pierden todos los puestos de trabajo formal que tenían, y dejan de pagar sus deudas, hipoteca incluida. El promedio será e 3% de decrecimiento, pero el impago viene determinado realmente por una combinación compleja de empleo + ingreso, de la cual sabemos que disminuye en una crisis, pero no sabemos cuánto hasta que sucede.

Lo que se dice a nivel individual, puede decirse igualmente del conjunto de la economía. Una economía en que no se prestara o se invirtiera sino a tiro hecho, sería una economía paralizada en buena medida, donde quien quisiera correr

riesgos no hallaría financiamiento y debería detenerse. Algo así le ocurre a las empresas con el colapso del crédito al momento de escribir estas líneas, ojalá ya no al momento de leerlas.

Por otra parte, una economía en que cualquier propuesta, no importa cuán descabellada, encontrara financiamiento, sería una economía que iría muy deprisa pero con demasiados colapsos. Acabaría por amenazar a las mismas entidades financieras, que verían reducirse la confianza de los agentes individuales en ellas, y eso a su vez frenaría el otro lado de las finanzas, el lado de la colocación de los ahorros.

La prudencia, sea a nivel personal, a nivel corporativo o a nivel macro, se mueve así entre dos extremos: el excesivo conservadurismo que no asume riesgos y por tanto resulta paralizante; y el excesivo aventurerismo, que genera movimientos muy fluidos de capitales a costa de arriesgarlos grandemente. Como veremos en capítulos ulteriores, este segundo riesgo es mucho mayor cuando los capitales no son propios, sino ajenos pero gestionados por uno (moral hazard). La asimetría beneficios-para-mí / riesgos-para-otros favorece los comportamientos imprudentes. Pero en este capítulo hemos notado que la imprudencia en la relación con la incertidumbre no solo es un fenómeno propio del manejar riesgos de otros, sino que puede darse en el modo en que las familias manejan sus propios riesgos y en el modo en que la realidad económica es analizada, hasta el punto de que tiene sentido preguntarse si ciertas formas de imprudencia, alimentadas por la competencia, no constituyen otra enfermedad generalizada en la cultura moderna.

3.7. Conclusión: Equilibrios

La clave ofrecida en este capítulo para la moralidad de las finanzas y para la eticidad de los profesionales en finanzas, es equilibrio. Hemos hablado de una serie de ellos:

- El orden entre medios y fines.
- El equilibrio entre los modelos relacionales.
- El equilibrio entre los stakeholders.
- El equilibrio debido adentro de cada modelo relacional, que es su justicia.

- El equilibrio entre el presente y el futuro, que es la prudencia.

Hemos mencionado que cada uno de ellos puede ser entendido como una propiedad de la persona y como una propiedad de las organizaciones e incluso de la cultura. En el primer caso está en juego la calidad ética del sujeto; en el segundo caso, más bien la calidad de la cultura organizacional, con posibles repercusiones hasta el conjunto de la sociedad.

Aunque hemos mencionado psicopatologías morales de la persona reconocidas desde antiguo, derivadas de la capacidad del dinero y del riesgo para romper esos equilibrios, lo más preocupante tal vez ocurra a nivel social, en la cultura. Allí podríamos estar inmersos en dinámicas que nos proponen como "normalidad" lo que realmente son fuertes desequilibrios que nos llevan de crisis en crisis.

Identificar y criticar esas dinámicas y optar por la restauración de los equilibrios en la propia persona y en la organización a la que pertenecemos, parece una tarea moral insoslayable: el primer paso para restaurar la calidad ética de lo que hacemos.

Para pensar y discutir

1. ¿Eres capaz de trazar de manera esquemática pero completa, la cadena de medios y fines en que consiste o esperas que consista tu vida profesional en las finanzas, desde la actividad diaria hasta el bien que se busca por sí mismo?
2. Toma las relaciones en el aula, considerando estudiantes, profesores y administración de la Universidad. ¿Puedes indicar uno o dos aspectos que se rijen por cada uno de los modelos relacionales que se mencionan en el capítulo? Para cada uno de esos aspectos, ¿qué bienes económicos se producen y distribuyen en ellos? ¿Cuál es el criterio de justicia aplicable en cada caso? ¿Qué ocurriría si se aplicara a una relación de estas el criterio de justicia correspondiente a otra de naturaleza diferente?
3. Busca en internet tres o cuatro artículos acusatorios contra instituciones financieras o contra el sistema financiero, a raíz de la crisis de 2007. Analiza sus argumentos desde el punto de vista de la justicia y la prudencia: ¿cuáles

de esos argumentos encierran una acusación de injusticia?, ¿cuáles una acusación de imprudencia? ¿Sobre qué bases se presentan cada una de esas acusaciones? ¿Esas bases señalan únicamente a la institución y sus directivos, o a todo el sistema financiero o económico? Finalmente, ¿ves racionalmente justificadas o no las acusaciones?

4. Describe modelos de personas que mantengan a tu juicio una relación errada con el dinero o con el riesgo. Inspírate en personas reales que conozcas, pero no las describas personalmente a ellas sino solo al problema o complejo de problemas en cuestión. ¿Crees que en alguna medida ese problema o complejo de problemas se encuentra en la misma cultura que tú has recibido desde pequeño? Si es así, bastante generalizado en la cultura, ¿qué has hecho tú personalmente o tu familia para no "heredar" ese problema?

Segunda parte

Capítulo 4

Generación y uso de la información

4.1. Introducción

Las decisiones financieras se basan en estimaciones del futuro. La diferencia en las estimaciones justifica una parte significativa de las variaciones en las posiciones tomadas en los mercados. Si hay quien compra es porque hay quien vende, y viceversa; si todas las posiciones fueran semejantes, no habría mercado sino parálisis.

La diferencia de posiciones en el mercado viene fundada en parte en la diversidad de proyectos financieros de los agentes: hay personas que tienen proyectos de inversión real como montar un negocio productivo o comprarse una casa; y hay quienes tienen proyectos de inversión financiera como comprar acciones, o bonos o derivados. Por otra parte, la diferencia de riqueza puede constituir una barrera; por ejemplo para invertir en determinados Hedge Funds (fondos de alto riesgo) se necesita un millón de euros, que no están al alcance de todo el mundo. Además dadas las mismas oportunidades de inversión, los agentes difieren porque su tolerancia al riesgo y sus requerimientos de liquidez son distintos. Y finalmente, incluso teniendo las mismas posibilidades de inversión y la misma aversión al riesgo, las expectativas de los agentes pueden ser distintas.

En Finanzas se trata de estimar el rendimiento futuro de los activos financieros. Si el activo en el que vamos a invertir es real: iniciar una empresa, comprar maquinaria, invertir en tecnología, etc., estimaremos su rendimiento futuro en términos de costes y ventas; para luego calcular los flujos de caja asociados a esa inversión. Si el activo en el que vamos a invertir es puramente financiero y pensamos venderlo en el futuro próximo, como en el caso de las acciones o de los bonos, nos interesa saber si el precio subirá, bajará o se evaporará con el tiempo y si realizará los pagos intermedios con regularidad. Si la decisión financiera es conceder un crédito, nos interesa estimar si el prestatario será capaz de hacer frente a los pagos con sus ingresos futuros. Para todo esto, como un

barco que navega en el mar, hay que atender en general a dos aspectos: qué va a ocurrir con la economía (en nuestra alegoría, el tenor general del agua: su altura, si está tranquila o revuelta, etc.); y qué va a ocurrir específicamente con el agente de nuestro interés, aquel cuyos valores estamos considerando adquirir (si ese barco en particular navega bien o no).

La información es fundamental para actuar en finanzas. De hecho muchos profesionales centran su actividad en recoger y procesar esa información, que en última instancia determina las posiciones que tomemos, pero también la manera en que tratamos a los demás. Por ello los procesos en torno a la información poseen significados éticos de gran importancia en las finanzas. A ellos dedicaremos este capítulo.

Para estimar el futuro solo podemos usar información sobre el pasado, a partir de la cual hacer estimaciones y proyecciones. La información a la que tenemos acceso puede ser cuantitativa o cualitativa. El proceso de análisis de la información cuantitativa se basa normalmente en herramientas estadísticas y econométricas, en técnicas chartistas, e incluso en análisis complejos de datos usando procedimientos de big data o de redes neuronales.

La información cualitativa es dispersa, va desde el conocimiento histórico hasta el rumor. En muchos casos el análisis de determinados hechos se hace a la luz de situaciones similares en el pasado; por ejemplo, se está revisando la crisis de 2007 con el retrovisor puesto en la de 1929. Otras veces se trata de datos sobre cambios en la propiedad de una acción, o del conocimiento de proyectos de una empresa que no se han materializado. La información cualitativa no se analiza con un proceso estandarizado, sino que su análisis se basa más bien en la experiencia profesional o simplemente en nuestra intuición.

El procesamiento de todo tipo de información nos permite formar expectativas de futuro. Ahora bien, la incertidumbre es parte de la decisión. Basándonos en información cuantitativa del pasado podemos medir una parte de la incertidumbre, por ejemplo la volatilidad o la correlación de las variables. Así podemos calcular el riesgo; pero siempre hay una parte de incertidumbre residual que escapa a toda medición: una catástrofe natural inesperada, otro hecho extraordinario...

4.2. La verdad y la publicidad de la información

La primera tarea de las finanzas consiste en recoger y sistematizar la información que nos interesa. Por eso, el primer problema ético se plantea en torno a la calidad de la información, y el segundo en torno a quién posee qué información.

Verdad

La primera cuestión es fácil de establecer. La moralidad humana incluye la capacidad de hacer proyectos (intencionalidad), la búsqueda de la mejor manera de llevarlos a cabo (inteligencia) y la ausencia de coacciones, eventualmente también de otras limitaciones, para efectivamente elegir y realizar la mejor alternativa (libertad). De estas facultades, la segunda, la inteligencia, se alimenta de la verdad. Solo puede funcionar a partir de ella: si a la inteligencia se le propone información falsa, las decisiones que tome en vista del proyecto de la persona serán equivocadas y ese proyecto no avanzará. Una inteligencia que razona sobre premisas falsas llegará a conclusiones, incluso sobre el pasado, de las que no puede saber si son verdaderas o falsas. Esta es una incertidumbre de índole lógica: no porque el futuro sea incierto, que lo es, sino porque de premisas falsas, razonando bien, puede obtenerse cualquier cosa. Si nuestra conclusión es verdadera, será por casualidad; si es falsa, la tomaremos por verdadera y con ello nos engañaremos.

Uno de los principios básicos de la Ética consiste en atribuir a los demás lo mismo que nos atribuimos a nosotros mismos. Si nosotros tenemos derecho a elaborar proyectos legítimos y llevarlos adelante de manera inteligente y libre, debemos reconocer ese mismo derecho a todas las demás personas. Lo contrario sería ponernos esencialmente por encima de ellos, considerarnos seres superiores que juegan por reglas diferentes. Si nosotros necesitamos información verdadera para que nuestra inteligencia opere sobre ella, igualmente ocurre con los otros.

Por eso, una primera proposición moral referida a la información en las finanzas es que esta debe ser siempre verdadera, hasta lo mejor de nuestro conocimiento. Decir lo que no es verdad a sabiendas es la definición de mentir. Su primer efecto es engañar al otro, haciéndole tomar lo falso por verdadero. Su segundo efecto, conforme se usa más a menudo, es la pérdida de credibilidad de nuestra palabra: ya no engaña a nadie porque nadie cree que sea verdad. Por ejemplo, la pérdida

de credibilidad del sector financiero frente a sus clientes es una de las consecuencias de las mentiras en torno a la crisis de 2007.

La verdad sobre el pasado y el presente es lo que habitualmente conocemos como verdad: lo que se dice ha de corresponder con la realidad de lo que ocurrió. A ella se oponen, como acabamos de mencionar, la mentira, si decimos lo falso a sabiendas; el error, si decimos lo falso pensando nosotros mismos que es verdadero; y la omisión, si callamos parte o toda la verdad que sería nuestro deber comunicar. Todo esto trata sobre los hechos sucedidos.

La verdad sobre el futuro es, sin embargo, de otra naturaleza. No consiste en adivinar lo que pasará, lo cual puede estar fuera del alcance humano, sino en cumplir nuestra palabra dada en contratos explícitos o implícitos. Nuestra intención de cumplir lo que prometimos, nos convenga o no hacerlo en el momento, es lo que hace verdadero aquello que decimos. En todo caso, es la verdad sobre la parte del futuro que queda bajo nuestro control: cómo serán las cosas si es por nuestra voluntad. Decir la verdad también en este sentido constituye igualmente una exigencia ética del respeto a la inteligencia del otro.

Publicidad

Por otra parte, la información sobre cuestiones de hecho debe ser simétrica. Una forma de mentir consiste en dejar al otro engañarse, sin decirle nada falso pero diciéndole solo una parte escogida de la verdad. Evidentemente, si por su posición el otro tiene derecho a una información verdadera, esa información debe de ser completa, en el sentido de que debe incluir todos los extremos necesarios para una decisión. O al menos tan completa como la que nosotros tengamos, o sea, simétrica. Ningún aspecto puede quedar a la adivinanza de quien va a decidir, si la información correspondiente está disponible para la otra parte.

Este punto es tan importante que la ley normalmente lo contempla. Mientras es obvio que dar información falsa constituye una forma de fraude, la información incompleta por asimétrica puede quedar en una zona legal más gris. En el caso de las finanzas, el número de fraudes y estafas basados en dejar al otro engañarse a partir de información verdadera pero incompleta, es tan pernicioso para la participación de los operadores no profesionales en los mercados, que normalmente la información que debe darse (y firmarse como recibida) está establecida por ley.

El problema de la completitud de la información nos lleva al de la publicidad y en general el marketing de productos financieros. La publicidad, sea a través de medios masivos, sea personalmente en cada operación de venta, se basa en presentar al potencial cliente los aspectos positivos del producto. Desde antiguo se vende el pescado cantando sus bondades; incluso si solo se dice la verdad, cualquier calidad negativa del producto (que el pescado no sea tan fresco) puede ir incorporada en el precio, pero no lo va en su publicidad. En ese sentido la función de la publicidad y otras técnicas de ventas no es informar sobre el producto sino promocionarlo.

En el caso de los bienes y servicios ordinarios, que importan cantidades pequeñas y se compran y venden repetidamente, la misma repetición de la operación educa a los compradores sobre la naturaleza del discurso del vendedor. La experiencia personal del producto ocurre en un tiempo inmediato a su compra, y cualquier equivocación puede enmendarse de inmediato, cambiando de proveedor sin muchas consecuencias. Mientras el producto no sea abiertamente venenoso, de lo que suele ocuparse el Estado, ya contamos con que el vendedor nos dirá probablemente la verdad pero no toda la verdad sobre él. Es parte del juego, por así decirlo; no la parte más limpia, pero ya la damos por descontada.

En el caso de los productos financieros, la situación presenta dos diferencias. Por una parte, sabremos si el producto es bueno o malo básicamente cuando llegue a su madurez, tal vez en un futuro remoto respecto a la decisión de comprarlo. Cuanto más lejos, obviamente más incierto, así que la veracidad de la publicidad con que se vende puede ser difícil de establecer.

Por otra parte, si el producto resulta ser malo en verdad puede acabar con perspectivas de futuro muy importantes tanto de personas (por ejemplo, fondos de jubilaciones) como de empresas y otras organizaciones, incluido el Estado mismo. El aprendizaje no solo es remoto, sino que también puede resultar inútil si como consecuencia de una operación desafortunada quedamos en la ruina. En la crisis de 2007 se ha usado la palabra 'tóxico', tomada del lenguaje sobre los productos químicos, para calificar algunos activos que eran comprados y vendidos cuando constituían verdaderas bombas de tiempo que podían explotar en las manos a su tenedor.

La importancia que cada operación pueda tener en el conjunto de la cartera de

un agente puede controlarse a través de la diversificación, en lo que hace a su riesgo específico. Más difícil es controlar el riesgo sistemático de que toda la economía baje simultáneamente. En todo caso, ante cualquier técnica de ventas de productos financieros, la primera virtud es siempre la prudencia: nadie regala el dinero, y si parece que lo regala, es que hay alguna cláusula oculta.

Esa prudencia no ha de pedirse solo del lado del comprador. Del lado del vendedor hay también una necesaria contribución a la prudencia del comprador, consistente en asegurarse de que, aunque se canten las alabanzas del producto, el comprador comprenda bien los trade-offs entre riesgo, liquidez y rentabilidad en que está entrando. Aprovechar la incapacidad del comprador para venderle valores que no entiende empleando las herramientas de manipulación psicológica de la publicidad y otras técnicas de ventas, constituye sin duda un abuso ético. Conforme la experiencia va mostrando el impacto que ello tiene sobre la participación en los mercados, se vuelve también cada vez más una acción ilegal.

Difusión y secreto

Que la información sobre el pasado sea verdadera y simétrica es solo parte de la cuestión ética en torno a ella. Además debemos preguntarnos por su disponibilidad. Si las estimaciones sobre el futuro guían las decisiones de los agentes y se construyen a partir de los datos disponibles del pasado y el presente, es clara la importancia ética de quién conoce qué. También lo es su importancia económica, porque el precio de un valor en un mercado depende de las decisiones de todos los agentes que operan en torno a él. Información lleva a decisiones; decisiones llevan a precios.

Cada información debe por ello venir acompañada de unas reglas de difusión o de secreto adecuadas y ellas mismas públicas. Ese es el principio ético básico. Algunas piezas de información deben estar disponibles para todos de manera que cada cual pueda decidir si invertir, desinvertir o mantenerse aparte de la empresa; es información pública. Otros elementos informativos deben estar en el conocimiento de determinados círculos de la compañía, que necesitan saberlos para hacer su trabajo pero no deben comunicarlos afuera de esos círculos ni usarlos para otros propósitos. Hay también información que se comunica a las autoridades para que puedan cumplir sus roles fiscales, reguladores, judiciales, etc., sin que necesariamente ello implique hacerla de conocimiento general. Se

espera cierta confidencialidad de los funcionarios públicos. Y hay, en fin, otras piezas de información que constituyen secretos tecnológicos, organizacionales, comerciales, etc. de la compañía y que solo puede conocer el alto gobierno de la empresa.

El problema ético se plantea tan pronto como un fragmento de información es manejado con un nivel de difusión o de secreto diferente al que le corresponde. Ello puede ocurrir porque la información es conocida por alguien que no debiera conocerla (un tema del que nos ocupamos más adelante en este mismo capítulo); porque es sacada fuera de la disposición de quien debiera conocerla (por ejemplo, cuando la información públicamente disponible es menor que la necesaria para tomar buenas decisiones, o por alguna razón resulta mal dirigida o incomprensible); o porque el poseedor legítimo de la información cambia de trabajo y se lleva consigo no solo las habilidades adquiridas sino también la información que recibió para servir a su anterior empresa.

A este respecto, resulta especialmente preocupante la llamada 'puerta giratoria' entre el sector público y el sector privado. Si uno hace carrera como inspector de la Agencia Tributaria, ello le capacita para optar al puesto, bastante mejor pagado, de asesor fiscal de compañías privadas. ¿En qué consiste esa capacitación? Un antiguo inspector puede ayudar a la compañía privada a pagar menos impuestos sin ser por ello perseguida por la ley. Si se trata de las habilidades y el conocimiento legal adquiridos como inspector, no hay aquí en realidad problema informacional. Este aparece cuando se contrata al antiguo inspector también por su conocimiento de los posibles agujeros de la inspección fiscal, o por sus contactos en la Agencia Tributaria, para derrotar el propósito de que cada cual pague los impuestos que legalmente debe.

El sentido inverso también ocurre en la 'puerta giratoria'. Un alto ejecutivo bancario, por ejemplo, pasa a ser un cargo importante del Gobierno, del Banco de España, o de algún otro organismo semejante. Obviamente, para esos cargos se necesita alguien que ya conozca bien todos los aspectos técnicos y legales del área; lo más fácil es contratar a alguien que ha demostrado ese conocimiento en el sector privado. Pero entonces queda la pregunta por los lazos remanentes con la última empresa privada para las que esa persona trabajó. Especialmente se levanta esa duda si, por su misma naturaleza, el paso por el sector público es temporal (por ejemplo, debido a un nombramiento político) y va a ser seguido

por la vuelta de la persona al sector privado. Entonces puede eventualmente ser recontratado por su antiguo empleador, a cuyo servicio quizás estuvo siempre en alguna medida.

Otra situación en que el secreto debido puede no guardarse ocurre cuando empresas que deberían ser competidoras entre sí comparten información con el fin de facilitar un acuerdo (normalmente ilegal) de precios. En diciembre de 2013, la Comisión Europea impuso una multa de más de 1.700 millones de euros a varios grandes bancos por manipular los tipos de interés interbancarios, a partir de los cuales se fijan los tipos de interés al público, incluidos los tipos de los préstamos hipotecarios. Parte de la justificación de la Comisaría Europea de Competencia establecía que los participantes en ese cártel habían compartido información que debían de haber mantenido en secreto para competir.

4.3. El procesamiento de la información

Una vez recogida la información sobre el pasado, ha de ser procesada para producir predicciones sobre el futuro, que guíen nuestras decisiones. El principal problema aquí es de incertidumbre: el futuro resulta esencialmente incierto, todavía más cuando consiste en precios en mercados de valores que a su vez dependen de las decisiones de los demás. Esas decisiones están fuertemente condicionadas por sus expectativas, de manera que el círculo se cierra: el precio futuro de un determinado valor en un mercado depende de las expectativas sobre su precio futuro que se hayan formado los agentes en ese mercado (incluidos los agentes potenciales, lo que en la práctica significa los posibles inversores).

La importancia de entender esta incertidumbre es grande. Desde que sir Isaac Newton propuso sus leyes matemáticas para los objetos físicos (1687), el impacto que ello produjo sobre ciencias nacientes como la Economía llevaron a pensar en una «Física social» análoga a la Física material de Newton, por parte de quienes se consideraban los «Newton de las ciencias morales». Nadie se da a sí mismo títulos tan extravagantes hoy en día, pero la idea persiste en las ciencias sociales nacidas entre los siglos XVIII y XIX, como la Economía misma. Supone eludir la complejidad moral de una ciencia social en la que cada agente puede decidir sobre la base de planes y objetivos muy distintos, a favor de una

ley natural de atracción, igual para todos porque pertenece a la naturaleza humana: la maximización del beneficio. Una vez establecida esa norma común, el otro agente deja de ser una persona o una organización formada por personas, para volverse una especie de autómata cuyas decisiones podemos predecir. Es fácil notar que eso niega desde la ciencia misma la intencionalidad de los proyectos del otro (puesto que le atribuimos que sus proyectos van siempre a lo mismo), y en cierta manera su inteligencia (puesto que esta se vuelve meramente instrumental para alcanzar ese objetivo, sin revelar aspectos distintos o inesperados de la realidad) e incluso su libertad (porque actúa mecánicamente a la vista del objetivo; no elige más que el camino que le parece más efectivo para alcanzarlo). Ciertamente despersonaliza al otro en cuanto sujeto moral.

Así simplificado el agente, puede ser necesario simplificar además el sistema. De este conocemos en realidad solo algunos puntos de los mercados (cantidad, precio de las transacciones) del pasado hasta hoy, y probablemente los valores de una serie de circunstancias que consideramos relevantes para esos precios de mercado. Sobre todo en este segundo caso, las series pueden ser demasiado cortas, tener periodos de colección distintos, corresponder a metodologías diferentes en el tiempo o el lugar, estar incompletas...

Por ello, aplicar determinadas ecuaciones econométricas o chartistas a los puntos de mercado que tenemos para alcanzar predicciones suele implicar un "masaje" de los datos consistente en homogeneizar las series, completarlas si hace falta, eliminar outliers, etc.; empleando técnicas estadísticas mejor o peor justificadas por la realidad. Lo curioso es que las conclusiones finales son a menudo tomadas por predicciones científicas, olvidando lo que hubo que hacer con los datos para llegar a ellas, y olvidando también la calidad de recogida de los datos mismos. Estos no son meramente problemas técnicos sino también éticos, porque afectan a la prudencia con que tomamos los resultados de nuestro análisis, de la que venimos hablando como la virtud central de las finanzas. Tales resultados serán quizás lo mejor que nuestra ciencia puede ofrecernos, pero no necesariamente constituyen la verdad, porque en resumidas cuentas son producidos por la ciencia haciendo números a partir de números. La imprudencia consiste en tomarlos como verdad establecida sobre la que actuar, en vez de sopesar cuidadosamente el valor de realidad no solo de las ecuaciones sino también de sus inputs.

Por ejemplo, una de las causas de la crisis de 2007, se ha dicho, se encuentra en que muchos modelos utilizados en finanzas empleaban la distribución normal para los riesgos (por ejemplo, de que un cierto precio se desviara de su valor promedio observado). En situaciones cercanas a la media, esa curva se ajustaba bastante bien a las observaciones, porque había muchas de ellas. Pero en contextos económicos anormales, más lejos de la media, simplemente no había observaciones suficientes como para saber la verdadera distribución. Se usaban entonces para el cálculo los valores inferidos de la curva normal. Sin embargo, esos valores resultaron infraestimar el riesgo de acontecimientos extremos. Dicho con otras palabras, las caídas extremas de precios de valores e incluso de bienes que hemos visto con la crisis, eran más probables de lo que la curva normal predecía. Sin embargo, muchas personas e instituciones incurrieron en esos riesgos sobre el supuesto de que seguirían la curva normal cuyos valores centrales conocían mejor. Les sobró fe en la teoría y les faltó prudencia para saber cuándo la muestra se había separado tanto de los grandes números, que las afirmaciones de la teoría sobre ella eran en realidad una adivinación.

El problema ético (y técnico) no se encuentra en emplear una distribución normal (tampoco había buenas razones para suponer otra) sino en dar por igualmente buenos los resultados para el centro de esa distribución, con muchos puntos en el pasado, y para sus colas, con muy pocos puntos. Un problema de prudencia: tan pronto como el sistema empezó a moverse hacia zonas menos exploradas de las distribuciones, hubiera sido prudente que la confianza en la ciencia disponible hubiera disminuido rápidamente.

Como mencionamos en el capítulo anterior, además de este problema con los datos hay que tener en cuenta que cualquier forma de estadística, econometría o chartismo supone extender el comportamiento del pasado hacia el futuro. El supuesto implícito es que el futuro responderá a la misma estructura subyacente del pasado, variando solo los parámetros que consideramos. Esas metodologías manejan mal los cambios estructurales en el momento en que ocurren, es decir, cuando van a determinar el futuro pero no se encuentran incluidos en las series de datos del pasado. Con más tiempo, nos daremos cuenta de que la serie anterior explica una cantidad menor de lo que solía de los nuevos fenómenos y tendremos que buscar el punto de quiebra estructural. Pero en el momento en que tal quiebra ocurre perfectamente puede pasarnos desapercibida, llevándonos a tomar decisiones bien ajustadas a una estructura del pasado que en realidad

no existe ya.

Por último, hay que tener en cuenta la problemática intrínseca a cualquier enunciado probabilístico. Karl Popper sostuvo que un enunciado es científico si es falsable, es decir, si se dan las condiciones bajo las cuales debe considerarse falso. «Todos los cisnes son blancos» es un enunciado científico, porque para falsarlo basta encontrar un cisne de otro color. Eso hizo el capitán Cook (1697), quien encontró cisnes negros en Oceanía. La frase «todos los cisnes son blancos» era tenida por verdadera en Occidente hasta entonces; y por falsa después de la expedición de Cook, pero en todo momento fue científica, verdadera o falsa pero científica.

¿Ocurre lo mismo con un enunciado del tipo "la probabilidad de que llueva esta tarde es del 5%"? Para verlo, tendremos que preguntarnos qué hecho puede demostrar que ese enunciado sea falso. Si no llueve, ello no contradice el enunciado, puesto que hay 95% de probabilidades de que no llueva. Pero si esta tarde llueve, ello tampoco contradice el enunciado, puesto que había 5% de probabilidad de que lloviera. Entonces, llueva o no llueva, el enunciado no puede ser falsado. Como consecuencia, no es científico.

La meteorología es sin duda una ciencia. Pero lo es porque sus enunciados predictivos (con pocos días de anticipación) se cumplen en los grandes números. Es decir, si tomamos cientos de tardes en que un meteorólogo predijo una probabilidad de lluvia del 5%, efectivamente tenemos que aproximadamente el 5% de esas tardes llovió. Cada enunciado suelto no es científico; el conjunto de ellos sí lo es, porque puede decirse bajo qué condiciones empíricas debe ser tenido por falso.

Aunque se presenten como absolutas, las predicciones de las ciencias sociales son también probabilísticas. De hecho, resultan más aleatorias que las predicciones de cualquier ciencia física, porque deben considerar la variabilidad de las reacciones de los agentes, algo con lo que las ciencias físicas no deben lidiar. Y también aquí, supuesto que la estructura de base permanezca la misma, pueden tener carácter científico los enunciados referentes a grandes números de observaciones, no a cada una de ellas. Esto es importante, porque justamente los eventos extremos son raros y no tenemos grandes números de ellos.

Esta discusión de filosofía de la ciencia tiene significado moral porque afecta a la prudencia con que se presentan los resultados del procesamiento de la

información en forma de estimaciones de futuro. Hacerlo responsablemente, respetando la inteligencia del otro para tomar decisiones en vista de su plan, implica dar no solo el promedio esperado, sino también la variabilidad y la incertidumbre asociadas a todo ello. Pretender de una ciencia social la precisión que puede tenerse en la Física newtoniana no solo es un error técnico, sino una manera de engañar sobre la índole misma del futuro.

4.4. La utilización de las estimaciones

El mercado financiero funciona bien si constituye un terreno donde todos los agentes juegan con las mismas reglas, por tanto con parecidas posibilidades. Como ya hemos mencionado, las diferencias legítimas de posiciones en los mercados pueden deberse a:

- Diferentes proyectos del agente, que le llevan a apreciar de manera distinta las estimaciones de rendimiento, volatilidad, liquidez...
- Diferentes métodos para realizar esas estimaciones de futuro.
- Diferente información sobre el pasado utilizada para las estimaciones del futuro, entre toda la que está públicamente disponible.

Por supuesto, cabe también que el producto en sí mismo cambie de características por algún evento sobrevenido. La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 hizo aparecer como más arriesgados a los ojos de los inversores a una gran cantidad de productos financieros hasta entonces considerados en grados inferiores de riesgo. Pero, una vez ocurrido (y en este caso hasta la noche anterior no se supo que en realidad ocurriría), eso pertenece a la información del pasado que ha de ser tenida en cuenta para hacer estimaciones.

El último de los tres puntos anteriores es el que nos interesa aquí. Poner un cierto elemento de información a disposición general, hacerlo público, no implica que todo el mundo va a conocerlo instantáneamente. Por el contrario, la difusión funciona en forma de círculos concéntricos: unos lo sabrán antes; otros más tarde; otros nunca, quizás porque el tema no les interesa, quizás porque carecen de la capacidad de proceso para encontrar y tomar en cuenta toda la información disponible. Esa diferencia en los tiempos entre los mejor y los peor informados

da lugar a algunas oportunidades de negocio no del todo claras, porque suelen favorecer a quienes tienen más capacidad de información y proceso, a los más grandes. Los agentes más pequeños suelen agruparse en fondos e instituciones semejantes para utilizar capacidades profesionales de captación y proceso de la información, y así equilibrar la competencia.

Más problemático desde el punto de vista ético es el uso indebido de información privilegiada. Esta es información que uno llega a poseer en virtud de su rol profesional (te la dan como consultor de la empresa, como directivo de ella, como funcionario judicial, como inspector del Estado...) para realizar un uso y solo uno muy específico, que normalmente incluye confidencialidad o unas reglas estrictas de comunicación. Tal información privilegiada es empleada indebidamente cuando su poseedor la utiliza para un uso distinto, particularmente para ganar dinero adelantándose al mercado él o algún testaferro. Si la información, una vez publicada, hará subir el precio de un determinado valor, compramos antes de que suba y nos embolsamos las ganancias; si va a bajar, vendemos o suscribimos algún papel que suba su cotización con la bajada del otro.

Se ha dado el caso de sujetos en la alta dirección de una empresa que operan por cuenta propia en los mercados con base en alguna información sobre la estrategia futura de la empresa, que ellos conocen pero todavía no es pública. Esto constituye el ejemplo típico de uso indebido de información privilegiada. Normalmente es ilegal en todas las jurisdicciones, porque supone atribuirse la libertad para jugar en el mercado por unas reglas distintas a los demás operadores, que deben usar solo la información ya hecha pública. Puede pensarse en lo que ocurriría si el uso de información privilegiada para beneficio propio fuera posible. El resultado sería que los directivos, consultores, auditores, inspectores, etc., de una compañía, operarían sobre los valores de ella con ventaja sobre todos los demás agentes del mercado. Como consecuencia, esos agentes se retirarían de un juego donde están en desventaja, y el mercado en cuestión finalmente desaparecería.

Un tratamiento semejante, por la misma razón, se puede realizar respecto a la información privada de la que se tiene conocimiento accidental, por ejemplo porque se oye en una cafetería, porque está escrita en un papel perdido en un taxi, etc. Estos son casos más bien excepcionales, de forma que su potencial

para perjudicar sistemáticamente los mercados es menor.

Por otra parte, la información no hecha pública y las estimaciones realizadas a partir de ella forman parte de la propiedad privada de la empresa que pagó para compilar esa información y procesarla. Este carácter de propiedad privada, que afecta no solo a bienes y servicios materiales o a valores financieros sino también a elementos informacionales, debe ser tenido en cuenta.

Como toda propiedad privada, en caso de pérdida debe normalmente restituirse a su propietario por quien la encuentre. Tratándose de bienes informacionales, que por su misma naturaleza no son rivales (que uno pase a tenerlos no implica que el otro deje de tenerlos), podemos suponer que quien los perdió tiene otra copia, y restituirlos significa simplemente ignorar los datos que han llegado accidentalmente a nuestras manos, o no usarlos para provecho personal.

4.5. Conclusión: Direcciones comunes

Este capítulo ha mostrado por qué razones el manejo de la información –la compilación de información pasada, su procesamiento para producir estimaciones del futuro, y su uso para tomar decisiones de inversión o préstamo– es central en la Ética de las finanzas. Ello explica también por qué la virtud más importante en las finanzas es la prudencia, que trata básicamente del realismo, la responsabilidad y la precaución en nuestras decisiones.

En este caso, es curioso notar cómo las reglas que provienen de la Ética coinciden con las que la Microeconomía nos prescribiría para tener mercados en los que muchos agentes deseen participar. Prácticamente todas las normas que podemos deducir de la ética de la información en finanzas, contribuyen de una u otra manera a sostener mercados más competitivos, que no estén cargados de antemano a favor de determinados agentes y en contra de otros.

Esto es de la mayor importancia práctica, porque los mercados constituyen en sí mismos formas de colaboración social que funcionan a base de confianza, como ya vimos. Si cunde la desconfianza en que las contrapartes siguen las mismas reglas, el resultado es la parálisis de la cooperación y el decrecimiento de los mercados.

Para pensar y discutir

1. Busca en el website de la Comisión Nacional del Mercado de Valores la Memoria más reciente de "Atención de reclamaciones y consultas de los inversores**"**. Ahí puedes encontrar los puntos que han causado más quejas entre quienes operan en el mercado español de valores. ¿Cuántos de esos puntos están inmediatamente relacionados con la información? ¿En qué consiste su problemática informacional? ¿Cómo afecta a los mercados?
2. Revisa el comienzo de cualquier libro de texto dedicado a estimar los valores presentes de uno o varios productos financieros. ¿Cuáles son los supuestos (implícitos o explícitos) del autor para realizar esa estimación? ¿Cómo aparecen o no en el libro, tanto al comenzar la deducción como al llegar a conclusiones? ¿Deja el libro la impresión de que con él estamos haciendo un "cálculo exacto del futuro", o refleja la incertidumbre de ciertas maneras?
3. Recoge algunos ejemplos de publicidad de productos financieros; pueden ser impresos o electrónicos. Imagínate que fueras una persona sin mayor conocimiento financiero, quizás de una edad avanzada. ¿Qué te llamaría la atención en esas publicidades? ¿Cómo las leerías? Para hacer esto último, divide su contenido informacional en estas cuatro categorías: (1) verdades que dicen; (2) mentiras de hecho o de intención; (3) errores; (4) omisiones; prestando además atención al tamaño y lo resaltado de cada elemento. Una vez que imaginas cómo las vería alguien lego en la materia, pregúntate qué información habría que quitarle o ponerle a la publicidad para que diera una imagen más objetiva del producto al potencial comprador.
4. Busca en internet información sobre el caso de Ivan Boesky. ¿En qué consistía lo que hizo? ¿Por qué eso es incorrecto desde el punto de vista ético? ¿Lo hubiera sido también si hubiera encontrado la información no en virtud de su oficio sino accidentalmente?

Capítulo 5

La dinámica de los mercados

5.1. Introducción

El sistema financiero es el conjunto de instituciones, activos, mercados, y mecanismos de organización y regulación que permiten poner en contacto a proveedores y demandantes de fondos, de forma que se produzca una asignación eficiente de los recursos. Como vimos en el capítulo 2, el sistema financiero tiene dos funciones sociales fundamentales: la transmisión de dinero en el tiempo y la transferencia de riesgos. El sistema financiero viene nucleado por tanto en torno a dos mercados financieros: tipos de interés y seguros. A esas funciones corresponden también dos instituciones básicas del sistema: los bancos y las aseguradoras; dos productos financieros: el crédito y el seguro; y los dos componentes básicos del precio de un producto financiero: el tipo de interés y su riesgo.

El mercado financiero más representativo es el mercado de acciones, en el que se negocia la participación en el capital de una empresa. Otro gran mercado es el de deuda, que surge cuando el volumen de los créditos que necesita una empresa o un gobierno es demasiado elevado para obtenerlo de un solo prestamista. En este mercado cotizan los bonos, las letras y los pagarés. La rentabilidad exigida por el inversor será mayor cuanto mayor sea el riesgo del emisor, en función del vencimiento del bono. Por fin, tenemos también el mercado de divisas, necesario para cualquier transacción internacional bien sea de bienes o financiera. El de divisas es uno de los mercados financieros más activos, donde el volumen de transacciones resulta más elevado. Estos tres mercados son de contado; junto a ellos conviven los mercados de derivados, a los que dedicaremos especial atención más adelante en este capítulo.

En el sistema financiero hay un mercado de mayoristas donde juegan los grandes inversores y ahorradores junto con las empresas financieras, y un mercado minorista, que da servicio al pequeño inversor. El mercado de acciones está organizado oficialmente en la mayoría de los casos. Pueden operar solo los

agentes reconocidos en el mercado y la información del precio al que se realizan las transacciones es pública. Los mercados de deuda y de divisas son mercados de mayoristas. El mercado de deuda suele ser para especialistas, por razones técnicas. A diferencia de las acciones de una empresa que resultan muy homogéneas, presentando en general las mismas características, cada bono emitido por la misma empresa posee unas características distintas de vencimiento y cupones, y el volumen de cada emisión de bonos es pequeño comparado con el volumen de las acciones. La fragmentación del producto y la falta de homogeneidad ocurren también con los bonos del gobierno. Normalmente se utiliza como referencia para los bonos gubernamentales el bono a 10 años con más liquidez, pero solo es eso, una referencia. El mercado de divisas es muy activo, funciona a lo largo de todo el día, pero no es un mercado organizado; la información que recibimos sobre la cotización de las divisas es proporcionada por los mayoristas.

En este capítulo nos ocuparemos de los problemas éticos básicos que aparecen en torno a las transacciones en los diversos mercados financieros. Para ello es inevitable recurrir a la historia y constitución de los mercados mismos, pero nos interesaremos por ellas solo en la medida en que ponen de manifiesto áreas de potenciales problemas éticos para el profesional. Una forma de comprender esos problemas éticos es situarlos en torno a la justicia como calidad fundamental de las transacciones mercantiles.

5.2. La justicia como calidad relacional

La virtud por excelencia de las relaciones con los demás es la justicia. La justicia consiste genéricamente en dar a cada uno su parte en una relación, aquello a lo que tiene derecho en el contexto de esa relación, según la naturaleza propia de ella. En el capítulo 3 hemos empleado una tipología básica de las relaciones para situar la lógica de la justicia dentro de cada una, y ver cómo y por qué es diferente en cada caso.

Sin embargo, aunque su contenido concreto sea muy diferente, la justicia constituye una calidad de las relaciones que las hace equilibradamente cooperativas, las vuelve relaciones gana-gana en las que vale la pena participar voluntariamente (aunque, como en algunas las relaciones con el Estado, se haya

entrado en ellas de manera involuntaria). La justicia es por tanto aplicable a todas las relaciones sociales de cooperación. En cada una de ellas, según su naturaleza, puede hablarse de un punto medio en que ambas partes salen beneficiadas equilibradamente sin que nadie más sea perjudicado. Si tal punto no existe, la relación no es viable más que en forma abusiva para alguien, y entonces ella misma es la que no debe existir.

La justicia no es opcional sino debida. La misma palabra "derecho" lo expresa: se trata de lo que se debe a cada parte. Opcionales pueden ser la amistad y en general todas las formas del amor que transcurren fuera de la familia, pero no lo es la justicia. Ese carácter debido la hace obligatoria y despierta indignación no solo en quienes sufren la injusticia sino también en quienes ven a otros sufrirla. La indignación motiva a actuar para que el abuso termine, y por cierto, es un componente esencial en la pérdida de autoridad moral y de legitimidad política de quien realiza la injusticia.

Particularmente a diferencia de las diversas modalidades del amor, la justicia no necesita conocer al otro, ni siquiera saber quién es o cuántos son los otros con quienes nos relacionamos. Es posible entablar una cooperación justa con ellos, a través por ejemplo del mercado, sin tener más detalles que los que ellos hagan públicos en el mercado mismo. Es así una calidad de las relaciones que necesita pocos datos, muy económica informacionalmente.

Ello tiene también su contracara, que algunos psicólogos económicos han notado: la tendencia a servirse a uno mismo a través de lo que consideramos justo. Nuestro sentido de la justicia está sesgado en dirección a nuestras personas, primero por las razones informacionales que hemos mencionado: en una relación de cooperación, nos somos en general mejor conocidos que cualquiera de las contrapartes. Tenemos por tanto más razones y más datos para la empatía.

Esto es más así cuando el otro es percibido como poderoso en relación a nosotros. La injusticia supone, en general, el ejercicio de un poder que permite explotar al otro. A veces ese poder se basa en la ignorancia de la contraparte, a veces en su debilidad relativa. Lo cierto es que, cuando alguien poderoso nos ofrece colaboración, podemos temer que esta termine en explotación. Quizás entonces hagamos injusticia "de manera preventiva" mientras somos temporalmente los más fuertes.

La tendencia a servirnos a nosotros mismos en materia de justicia se manifiesta como una sensibilidad mucho mayor a la injusticia sufrida por nosotros que a la que podemos hacer, o a la que terceros puedan padecer sin nuestra intervención. La mayor sensibilidad, nacida de factores como el conocimiento más inmediato o las asimetrías de poder, implica un peso distinto para medir el punto de la injusticia: si somos vendedores, un precio demasiado bajo nos parecerá injusto; si somos compradores, rara vez. Y, traspasado el umbral de la injusticia, el sesgo se manifiesta como un sentimiento muy diferente si nosotros sufrimos la injusticia, si es otro quien la experimenta, o si nosotros la realizamos.

La única manera de hacer frente a este sesgo afectivo es el esfuerzo de la razón. De la justicia se dice a veces que es una virtud fría por ese motivo. Los sentimientos pueden fácilmente desviarnos de ella, puesto que tenderían a hacernos ver como más relevante lo que ocurre a los cercanos que a los más lejanos, lo que nos hacen a lo que hacemos nosotros, etc. Mantener la justicia exige separarnos de esos 'sentimientos de proximidad' para determinar racionalmente los puntos de equilibrio de las relaciones de colaboración. En palabras de Adam Smith, puede exigir convertirnos en "observadores imparciales" de las relaciones que vamos a juzgar, como si nos fueran externas; o, en el procedimiento de John Rawls, tal vez requiera situarnos tras un "velo de ignorancia" que nos impida conocer en qué lugar de la relación quedaremos. Abstrayéndonos del sitio que vamos a ocupar y de sus relaciones humanas, por importantes que estos datos sean desde el punto de vista sentimental, conservamos la cabeza suficientemente serena para poder pronunciar un juicio sobre la justicia de la relación con pretensión de validez y reconocimiento universal. Ese juicio racional puede ser discutido, pero habrá de serlo también racionalmente. Cabe entonces esperar que quien tenga mejores argumentos hará valer su juicio sobre los demás, precisamente porque no se apoya en sus relaciones personales –diferentes de una a otra persona– sino en razones válidas para todos.

5.3. La justicia en los mercados

Vivir, decíamos en un capítulo anterior, consiste en hacer proyectos e intentar llevarlos a cabo. Nuestros proyectos rara vez nos involucran solo a nosotros

mismos; con más frecuencia dependen de que sepamos organizar la colaboración de otros –su trabajo, sus bienes, los servicios que pueden proveernos, otros recursos bajo su control– de manera que concurran a nuestro proyecto.

Si vamos a hacerlo en el mercado, en lugar de en una comunidad o a través del Estado, contaremos con los demás apelando a su propio interés, esto es, con base en nuestra colaboración para su proyecto a cambio de lo que nos ofrecen para el nuestro. Como dice Adam Smith (2000:29) en su célebre frase: "El hombre tiene casi siempre necesidad de la ayuda de sus semejantes, pero la esperaría en vano solo fiado en su benevolencia. No es la benevolencia del carnicero, del cervecero o del panadero de lo que esperamos nuestra comida, sino de la consideración de su propio interés".

Esta frase no se aplica en universal, ni Smith pensaba que así fuera, sino solo a las relaciones de mercado. En las relaciones familiares, por ejemplo, sí se espera ayuda basada en la benevolencia (¿cómo sobrevivirían los bebés en otro caso?); mientras que en las relaciones de ciudadanía (por ejemplo, la seguridad, la educación y la sanidad públicas) la ayuda del otro depende de nuestros derechos legales, no de su interés.

Centrándonos, con Smith, en las relaciones de mercado, la motivación de estas se encuentra efectivamente en el propio interés de las partes. Ello tiene dos consecuencias moralmente relevantes: el propio interés lleva a participar libremente en ellas (lo que no es seguro en todas las demás relaciones, las cuales pueden ser libres, o forzadas sobre nosotros por vínculos previos); y ese propio interés, garantizado por la voluntariedad de las dos partes en la transacción, asegura a su vez que en la relación se produce bienestar para ambos, esto es, que hay una generación neta de riqueza en ellas. Al intercambiar, cada uno queda mejor de lo que estaba antes del intercambio: el panadero prefiere mi euro a su barra de pan; yo prefiero su barra de pan a mi euro. Si en alguno de los dos casos no fuera así, la transacción libre no ocurriría. Ese es el fundamento de la justicia en el mercado: en la relación se produce un excedente económico que debe repartirse de forma equilibrada entre las partes, de manera que todos sientan que ganan por la participación voluntaria en ella, y por ello deseen repetirla.

Es fácil pensar algunas excepciones, situaciones en las que la relación de libre mercado es solo la forma aparente debajo de la cual se encuentra una relación

de fuerza disimulada. Esas situaciones plantean un problema real porque las condiciones de libertad y voluntariedad de las dos partes ya no se dan, y sin embargo se conserva una relación cuya legitimidad moral no depende de lazos de sangre o de amistad, como las comunitarias, tampoco de un acuerdo político, como las estatales, sino precisamente de esa libre voluntariedad. La legitimidad moral y política de unas relaciones de 'falso mercado' puede entonces ser puesta en cuestión.

La tradición cristiana señala cuatro circunstancias que pueden afectar en este sentido a las relaciones de mercado (González Fabre, 1998):

- La ignorancia o el desconocimiento de lo que se compra o vende. Deriva básicamente de la asimetría de información de comprador y vendedor sobre el producto.
- La coacción o la amenaza de una de las partes sobre la otra. Un ejemplo típico es el trato mafioso, la "oferta que no se puede rechazar": o entras en la transacción aparentemente de mercado que te propongo, o algo malo va a pasar en tu entorno, alguna cabeza de caballo aparecerá en tu cama. De maneras más sutiles, esto puede ocurrir siempre que hay una asimetría importante de poder entre las dos partes; no es preciso que una de ellas sea un reconocido criminal.
- La necesidad, que consiste en no tener alternativa a una determinada transacción para conservar la vida y la dignidad de uno mismo o de quienes dependen de uno. Evidentemente, ello da un poder mayor de negociación a la contraparte que si hubiera alternativa. Un caso que vemos repetido a nuestro alrededor es el de parado de larga duración que debe tomar el primer trabajo que se le ofrece porque lleva ya tiempo sin trabajar y no sabe si tendrá otra oportunidad.
- La compulsión es una especie de "necesidad psicológica" que no corresponde a una necesidad real porque la persona realmente sí tiene alternativas que no amenazan vida y dignidad. Sin embargo, no las ve y actúa como si no las tuviera. Esto, en principio, sería una rara anomalía más merecedora de consideración en un texto de psiquiatría, si no fuera porque hay una industria completa dedicada a producir compulsión: la publicitaria.

El mismo Adam Smith (2000:183) hace notar que los empresarios son los peores enemigos de la libre competencia: "Los comerciantes del mismo rubro rara vez se

reúnen, incluso para entretenimiento y diversión, sin que la conversación termine en una conspiración contra el público, o en alguna estratagema para aumentar los precios". Y es que, efectivamente, lo que tienen en común los cuatro puntos anteriores es que, en cada uno de una manera diferente, una de las partes pierde libertad quedando en manos de la contraparte y los términos que esta le dicte. O, dicho con otras palabras, la parte poderosa levanta o utiliza un monopolio difícil de escapar para el otro.

Ese monopolio vuelve a la transacción menos libremente voluntaria de lo que hubiera debido ser para que se aplicara la valoración ética positiva propia de las relaciones de mercado. En última instancia, la libre voluntariedad de ambas partes es lo que nos garantiza que la relación de mercado será buena, que no habrá injusticia para nadie en ella. Como decían los antiguos y los medievales, volenti non fit iniuria: a quien participa queriendo no se le hace injusticia.

En las relaciones de mercado podemos además preguntarnos por terceros, es decir, por aquellos que, sin ser partes del contrato, resultan afectados por él. El criterio de voluntariedad que acabamos de mencionar no se les aplica, porque nadie pide su permiso para entablar el contrato (precisamente por eso no son parte en el mismo). Sin embargo, resultan afectados en el sentido, al menos, de que su bienestar, quizás también sus derechos, son modificados por la existencia y el cumplimiento de un contrato del que no son parte. Este es el problema de las externalidades.

Las externalidades hacen al sistema de mercado subóptimo: como alguien recibe perjuicio sin ser compensado, se produce más perjuicio del óptimo social; o como alguien recibe beneficio por el que no paga, se produce menos beneficio del óptimo social. Las externalidades plantean, además, el problema de justicia que ya hemos notado: alguien recibe beneficio o perjuicio de la transacción, pero no entró voluntariamente en ella. Quizás la única manera de asegurarse de que no le desagrada verse involucrado en esa relación a la que no ha dado su acuerdo explícito, sea la política. Pero esta es una manera imperfecta, porque con un solo voto para tantos temas, la persona no decide en realidad, sino solo elige representantes que elegirán por ella sobre una amplia gama de asuntos.

En los mercados financieros la mayor parte de los problemas de justicia se plantean en torno a la ignorancia. Puede haber cuestiones de coacción, necesidad o compulsión, pero ellas afectan con más frecuencia a quienes están fuera de los

circuitos de las finanzas formales y obtienen financiamiento de mafias, loan sharks y usureros diversos. Son muchas personas, sobre todo en el Tercer Mundo, que no cuentan con patrimonio o ingresos suficientes para entrar en los mercados formales. Para quienes sí tienen la facilidad de financiarse en mercados formales, el principal problema de injusticia se produce en torno a la ignorancia, y en algunos casos en torno a la necesidad de bienes muy básicos, característicamente la primera vivienda.

En los mercados formales, los minoristas cuentan con la protección del Estado que regula esos mercados y los mayoristas cuentan además con sofisticados equipos profesionales que estudian los diferentes valores. Sin embargo el problema informacional de la justicia persiste. Como ya señalamos, una de las diferencias con respecto a otro tipo de bienes y servicios es la intangibilidad del producto negociado: la calidad de un préstamo no es evidente. La decisión de invertir se basa en información incierta y en muchos casos asimétrica, con una clara diferencia de información entre las dos partes que intervienen en la transacción financiera: entre quien pide un préstamo y lo concede; entre la entidad financiera que vende un producto y el pequeño ahorrador que lo compra.

El mercado de crédito tiene claramente tres líneas: 1) El mercado interbancario en el que los grandes bancos se prestan entre sí y reciben crédito de los bancos centrales. En este mercado se negocian los tipos de interés básicos que servirán de referencia para los créditos de los bancos con los clientes; es el origen del euribor para el euro o el libor para la libra; 2) El mercado de crédito de empresas grandes, muy limitado en el número de operadores pero de grandes volúmenes. El poder de negociación de las grandes empresas es alto, y a menudo se ejerce en negociaciones privadas bilaterales con uno o varios bancos; y 3) El mercado minorista, en que los individuos y las empresas medianas y pequeñas tienen acceso al crédito. En este caso el poder de negociación de quien pide el préstamo es muy limitado, su capacidad de negociación se limita a visitar las distintas entidades financieras.

Quizás por su asimetría, que se pone de manifiesto sobre todo en los mercados minoristas, una característica de los mercados financieros es su alto grado de regulación. Dada su importancia para el funcionamiento de la economía, y conscientes las autoridades de la diferencia de información entre los mayoristas y minoristas, regulan el funcionamiento del mercado de forma que se mantenga la

confianza en las instituciones financieras. Cuando un banco quiebra, la confianza en todo el sistema bancario se puede resquebrajar, y si el crédito se interrumpe, se paraliza la actividad económica con enorme daño social. Dadas las características de los activos financieros, estamos hablando de mercados basados en la confianza entre los agentes, que es tanto como decir confianza en que dicen la verdad, en que juegan con las mismas reglas que nosotros, y en que cumplirán sus compromisos.

5.4. Los demandantes de fondos

Veamos las piezas de este rompecabezas con otro énfasis: por una parte, los demandantes de fondos, empresas y gobiernos; y por otra, los oferentes de fondos, los ahorradores.

Las empresas necesitan financiarse para desarrollar su actividad. La financiación puede ser en forma de capital propio, en general acciones; o bien en forma de deuda: créditos bancarios o emisión de bonos. Para tener acceso a los mercados de acciones o a los mercados de deuda, la empresa ha de ser relativamente grande. Si la empresa es pequeña sus acciones no cotizarán en un mercado oficial y sus deudas tendrán la forma de crédito bancario. Desde el punto de vista de los accionistas de una empresa, la deuda tiene una clara ventaja sobre la emisión de nuevas acciones (ampliación de capital) para financiar sus inversiones: 1) mantienen el poder de la gestión de la empresa puesto que mantienen la propiedad; y 2) los intereses pagados por la deuda son deducibles de impuestos, mientras que los dividendos no. La desventaja de la deuda es su exigibilidad: hay que pagarla en su debido tiempo y cuantía, mientras que los dividendos pueden no pagarse cuando las cosas vayan mal.

La utilización de la deuda por los gestores de las empresas permite el apalancamiento: cuando los gestores son buenos operando los resultados finales se incrementan, pero también ocurre al revés, malos gestores pueden producir mayores pérdidas. El incremento de deuda lleva así aparejado el incremento de riesgo: aumenta la probabilidad de quiebra. El uso de la deuda no es solo una decisión técnica; cuando el directivo es compensado según sus resultados en forma de bonus o stock options tiene incentivos para endeudarse. Si las cosas van bien sus resultados son excelentes, si van mal quien sale más perjudicado es

el accionista. Esto último supone un comportamiento también ventajista para los accionistas en relación con los acreedores: tomar decisiones de inversión muy arriesgadas o utilizar deuda en exceso es una ventaja para accionistas y gestores a costa de quien pierde cuando salen las cosas mal, que es el acreedor.

El comportamiento ventajista en el uso de la deuda puede darse también en los gobiernos. Los gobiernos se financian con los impuestos que gravan a las empresas y a los individuos, e invierten en infraestructuras, servicios sociales y el mantenimiento de la administración del país. La deuda contraída ahora, que otro gobierno deberá pagar más adelante, significa el incremento de las posibilidades de ser reelegido en la siguiente oportunidad a costa de los ciudadanos que hayan de pagar esa deuda en un futuro más lejano.

Cuando los inversores toman decisiones de inversión utilizan en muchos casos criterios puramente técnicos. En jerga financiera realizan proyectos con Valor Actual Neto (VAN) positivo, y el riesgo está recogido en la tasa de descuento de los flujos. En realidad sabemos que los criterios de decisión técnicos esconden debajo de su aparente neutralidad algunas suposiciones que no se pueden obviar: estimaciones a largo plazo y la valoración del riesgo. El VAN puede ser positivo porque el proyecto es muy bueno o porque las estimaciones han sido optimistas, arrojando un numerador del VAN alto; o bien porque el tipo de descuento es bajo, y quizás el denominador del VAN no refleja bien el riesgo.

Los criterios de decisión han servido en ocasiones para justificar acciones en contra del sentido común financiero, sesgadas por los beneficios que reportan a quien las toma, cuando no simplemente manipuladas. En un entorno de tipos de interés bajos y gran confianza, el riesgo también puede medirse por debajo del umbral razonable, el tipo de descuento resulta entonces anormalmente bajo y el VAN tiene más posibilidades de ser positivo. Teniendo en cuenta además que las previsiones de los flujos de caja futuros dependen de estimaciones inciertas, tenemos una medida del VAN con muchos grados de libertad, por ello susceptible de ser manipulada con facilidad. Una cosa es equivocarse en la medición, otra que las previsiones se hagan bajo ciertos supuestos que después cambian, y otra muy distinta desde el punto de vista ético es sesgar la medición de los parámetros de forma intencional.

El objetivo para muchos directivos es el crecimiento de la empresa, un objetivo que no se cuestiona si está en línea con los intereses de los accionistas. Este

objetivo se transmite a toda la organización incentivando la sobre-inversión, haciendo que los mandos intermedios adquieran un sesgo hacia manipular el criterio de decisión para invertir: el VAN es positivo con una frecuencia inusitada cuando hay dinero fácil. Además, el sobre-sueldo del mando intermedio se medirá por el volumen de inversión que controla, o mejor dicho, por el VAN que obtiene. Este ha sido el problema en muchas decisiones financieras, como los créditos a largo plazo, caracterizadas de suyo por el desarrollo de los resultados en el tiempo, pero tomadas por el valor que añaden a la empresa medido hoy. Desde el punto de vista de la organización esas decisiones están justificadas; para quienes las toman son beneficiosas; y solo a largo plazo se verán las consecuencias completas de unas decisiones centradas en el corto plazo.

Cuando las inversiones se financian además con deuda, el problema es doblemente grave: a nivel individual porque puede llevar a la quiebra de empresas; a nivel agregado porque la quiebra de una empresa puede producir un efecto dominó en sus proveedores y sus acreedores. Encontramos claros ejemplos de sobre-endeudamiento y sobre-inversión en la economía española de la primera década del siglo XXI, particularmente en los sectores de la construcción e industrial, y a todas las escalas, desde el gran inversor al inversor individual.

5.5. Los proveedores de fondos

Los inversores tradicionales son los ahorradores: ellos compran las acciones, los bonos de las empresas y los gobiernos, invierten en su propia moneda o en divisas... Lo hacen directamente o bien a través de sociedades de inversión colectiva u otras formas jurídicas. Vamos a distinguir entre los inversores individuales y los institucionales porque su grado de influencia en el mercado es muy distinto.

La inversión directa para el inversor individual, quien invierte por cuenta propia, tiene la ventaja de que es él quien decide en qué quiere invertir, cuándo comprar y cuándo vender. Hay algunos inconvenientes: el inversor individual paga comisiones más altas por cada transacción, y los beneficios tributan a una tasa superior a la de las instituciones de inversión colectiva.

Para incentivar el ahorro y favorecer el desarrollo de los mercados de capitales, los Estados permiten la creación de instituciones de inversión como los fondos de pensiones o los fondos de inversión. Estas instituciones jurídicas tienen como objetivo canalizar el ahorro del pequeño inversor hacia la compra de activos financieros. Los beneficios que obtienen por la compraventa de activos tributan a un tipo muy ventajoso. Estas instituciones están reguladas por ley, para garantizar que los gestores procuran los objetivos de inversión.

Los fondos y planes de pensiones tienen como finalidad canalizar el ahorro de forma que en el momento de la jubilación el inversor pueda retirar esos fondos en forma de renta o en una sola vez, para vivir de ellos. Los fondos de inversión permiten al pequeño ahorrador una gestión profesionalizada de su inversión en los mercados financieros, y unos impuestos menos onerosos que si concurriera solo.

Además de las instituciones de inversión pensadas para el pequeño ahorrador, están las concebidas para facilitar la inversión financiera con impuestos reducidos. Entre ellas podemos considerar las SICAV (Sociedades de Inversión de Capital Variable). A diferencia de los fondos de inversión tienen más libertad para decidir en qué activos invierten, si bien también vienen reguladas por ley. Con más libertad aún de acción en cuanto a los activos, muy poco regulados y en muchos casos en paraísos fiscales, están los Hedge Funds. Abordaremos la gestión de estas entidades de inversión colectiva, y los problemas éticos que plantean, en el Capítulo 15.

Los otros grandes inversores en el mercado de activos financieros son las empresas de seguros. Reciben las primas de los asegurados, a quienes han de compensar en caso de que ocurra un siniestro. El dinero que obtienen de las primas es invertido en activos financieros para obtener un rendimiento y poder pagar indemnizaciones. Abordaremos el comportamiento de estos inversores en el capítulo 13.

Los grandes inversores institucionales son los que tienen más peso en las decisiones financieras: mueven cantidades de dinero relevantes y tienen en muchos casos poder de mercado, lo que implica una responsabilidad ética mayor.

5.6. La toma de decisiones

Abordemos ahora el proceso de toma de decisiones de inversión por parte de los agentes económicos. La teoría financiera básica, la de libro de texto, plantea como objetivo de la inversión la obtención de la máxima rentabilidad ajustada al riesgo. También presume un mercado eficiente, donde la información es transparente y todos participan en igualdad de condiciones. Y lo que es más, supone que los inversores son racionales. La práctica puede ser distinta.

El hecho es que la toma de decisiones se hace en un entorno de incertidumbre muy alta, con considerable volatilidad en los mercados de acciones y bonos. Una decisión de inversión se hace pensando en el futuro, en cómo se moverá el correspondiente mercado. Para ello, importan tanto cuál será la evolución futura de la empresa o gobierno en cuestión, como el movimiento esperado de la economía general.

La primera consideración que se plantea un inversor es: ¿para qué invierto?, ¿se trata de una inversión o una especulación? La segunda consideración consiste en cómo tomar las decisiones de inversión.

En materia de bonos y de acciones el mercado está organizado de forma que se garantice la liquidez de los activos. En los mercados de bonos o en los de divisas las compras y ventas se hacen a través de los market makers (hacedores de mercado), cuya función es dar liquidez al sistema. Están obligados a publicar un precio de compra y otro de venta para cada activo. Estos especialistas no toman posiciones con la voluntad de permanecer invertidos, sino para obtener beneficios por el diferencial de precios de compra y venta que ofrecen. En los mercados más líquidos, como los de acciones, no existen oficialmente market makers, pero los operadores que forman el mercado tienen especialistas en la compraventa de acciones que intentan obtener rentabilidad de los pequeños diferenciales de precios. Son especuladores, que cumplen la función de dar liquidez al sistema: cualquiera que quiera comprar o vender puede encontrar contrapartida porque existen esos traders en el mercado.

Ahora bien, un inversor estándar, que no es un operador de mercado en el sentido antedicho, cuando realiza la compra de una acción, ¿está especulando o invirtiendo? Una forma simple de discernir su objetivo es considerar el plazo en el que vende la acción. Si el inversor es un especulador compra y vende en plazos muy cortos de tiempo, en la misma sesión en bolsa. Hay pequeños inversores especializados en la compraventa a corto plazo, los antiguos

barandilleros profesionales en las bolsas españolas que ahora operan por internet. Dan liquidez al mercado y explotan la información disponible de forma que el mercado sea más eficiente.

La diferencia entre un inversor y un especulador no está únicamente en el plazo al que invierten; tiene que ver también con la información que utilizan para tomar decisiones. El especulador atiende a la información de movimientos de precios en los mercados, el inversor pone más atención en los fundamentales de la empresa o la economía: la evolución del consumo y los tipos de interés, la estrategia de la empresa, las posibilidades del sector y de cada empresa en particular.

Los inversores, incluso los profesionales, no son necesariamente racionales. Y mucho menos racional es en general el inversor no profesional. La racionalidad está limitada de entrada por su capacidad para manejar información. El inversor individual tiende a dejarse llevar por la información más aparente, no necesariamente la más relevante. En segundo lugar, un inversor particular tiende a basar sus decisiones en los precios históricos en el mercado y en su propio comportamiento pasado. Es muy difícil para un inversor privado procesar toda la información, aislarse de la información más efectista y considerar las verdaderas fuentes de valor de una acción. Los individuos tienden a considerar los activos en los que han invertido como más relevantes que el resto, y sus decisiones son en muchos casos más emocionales que racionales. El proceso de toma de decisiones ha sido estudiado por las finanzas de la conducta o behavioral finance.

Hasta aquí hemos considerado la especulación como una forma de actuar en los mercados que intenta aprovechar ineficiencias, llevada a cabo por individuos que tienen sus propias debilidades. A nivel popular la inversión especulativa está mal considerada en la medida en que supone falta de reconocimiento de la propia miopía en la inversión y/o la avaricia del jugador compulsivo. También hay problemas éticos cuando se invierte en los mercados con ventajas indebidas por el nivel de información utilizado o la situación de poder relativo de los operadores. Y afectando a toda la economía, puede pensarse en situaciones en que los especuladores profesionales actúan como catalizadores del estallido de burbujas financieras. De estos dos últimos puntos nos ocupamos a continuación.

La deslealtad al mecanismo de mercado no se encuentra en la especulación sino en el abuso de mercado: el uso de información privilegiada y la manipulación de

precios. De la primera ya hablamos en el capítulo anterior. El uso de información privilegiada está perseguido legalmente, pero en la práctica no es tan fácil de detectar cuando las decisiones se toman por personas interpuestas.

La manipulación de precios constituye una desviación propia de los operadores de mercado suficientemente grandes como para influir en los precios. La película The Wolf of Wall Street ilustra el comportamiento del especulador que hace que el precio de la acción suba y cuando está en el pico vende, el mecanismo conocido como "calentar la acción". Es también famoso el caso de Salomon Brothers que especuló con bonos basura haciendo que clientes ficticios dieran órdenes de compra, para subir el precio de los bonos. La manipulación de los activos es más fácil en mercados donde existen pocos operadores, que forman un oligopolio y resultan poco transparentes. A finales de 2013, la Comisión Europea culpó a ocho grandes bancos por ponerse de acuerdo para manipular el Euribor y el Libor, en base a los cuales se fijan los tipos de interés de la mayor parte de las hipotecas del Continente.

Si no hay abuso de mercado, la especulación presenta todavía un problema relacionado con su dimensión agregada. En la medida en que los mercados son competitivos, los agentes independientes en su análisis y responsables de sus decisiones, la especulación funciona como el lubricante que facilita las transacciones. Para que los mercados sean competitivos necesitamos que haya muchos partícipes con una capacidad operativa similar, que la información fluya y que todos tengan acceso a ella a un costo razonable, sin casos de información privilegiada o acuerdos de manipulación de precios.

Cuando estos ingredientes fallan, o falla la racionalidad de los agentes, los especuladores en los mercados entran en una espiral de inversión, lo que conocemos como una burbuja especulativa. Las burbujas han sido una constante en la historia de las finanzas: los precios de los activos financieros suben de forma desorbitada para después caer a plomo. Las burbujas comienzan con un cambio en la economía real que genera oportunidades de crecimiento para las empresas o los países. Los inversores tradicionales son conscientes del cambio y entran en la fase de euforia, compran acciones o bonos y se produce la subida de precios. Los especuladores no profesionales son atraídos por esa subida de los precios. En el proceso de entrada de los neófitos el precio sube aún más, con lo que sigue atrayendo a nuevos especuladores. Son los agentes de mercado

más informados los que, conscientes de la insostenibilidad de tal subida, empiezan a retirar sus posiciones, y con la bajada arrastran al especulador a la venta. El proceso de reducción en el precio se precipita entonces en una caída brusca.

Para que la especulación resulte catalizadora de este movimiento de ascenso y caída bruscos, es necesario que un número suficientemente grande de operadores no estén interesados en el valor en sí sino solo en la posibilidad de venderlo rápidamente con ganancia. Es, como vemos, un problema de dimensión: cuántos especuladores hay en el mercado por relación a cuántos inversionistas de plazo más largo. Si la proporción es mayor de la adecuada, la función básica de la especulación como proveedora de liquidez se pierde, pasando a ser peligrosa y no beneficiosa para el mercado.

En aspectos más personales, el proceso de burbuja especulativa desata la avaricia de los agentes informados, que se alimenta a su vez de la avaricia de los agentes menos informados. Muchas relaciones de compraventa dejan de constituir formas genuinas de cooperación –quien vende ya sabe que el otro perderá con su compra– y, de esa manera, el sistema de mercado se agrede a sí mismo.

5.7. El nuevo sistema financiero

Hasta los 90 los mercados y la regulación eran en gran medida nacionales. El mundo desarrollado se dividía en el área anglosajona (bancos pequeños en general y mercados de acciones y deuda desarrollados), y el área europea y japonesa (peso de la banca muy importante en relación a los mercados de acciones y deuda).

En el área anglosajona los bancos estaban separados entre banca comercial y banca de inversión. La banca comercial es la que da crédito, ponderando el riesgo, tomando la decisión de concederlo o no, y pidiendo la compensación adecuada. Está centrada en la pequeña y mediana empresa y en los particulares. La banca de inversión se concentra en la intermediación entre las empresas y los mercados, actúa de consultor de los mercados y opera en ellos.

Por su parte, la banca japonesa y europea incluía los dos aspectos en las mismas

instituciones y actuaba en gran medida en régimen de oligopolio. Las empresas de seguros también operaban en oligopolio, con la función de asegurar frente a las consecuencias económicas de hechos catastróficos: accidentes, huracanes, muerte, etc.

Los mercados financieros donde se negociaban acciones y bonos cambiaron de escala a partir de 1990. Un estudio de McKinsey (2011) pone de relieve la dimensión del cambio: en los 20 años que van de 1990 a 2010, el volumen de activos negociados asciende de 54 a 212 billones (españoles) de dólares. Los mercados de deuda agregados pasan de 43 billones a 158 billones en ese periodo. Se consolidan cambios que habían aparecido en la década de los ochenta; es la época de la innovación financiera. Los derivados pasan a negociarse de forma extensiva, los futuros y opciones se comercian en mercados organizados y no organizados, los swaps o los Credit Default Swaps (CDS) en los mercados no organizados o mercados de mayoristas. Las titulizaciones se consagran como el vehículo para convertir en negociables los créditos que conceden los bancos a los clientes. Es la época del desarrollo de los productos estructurados, híbridos entre derivados y renta fija.

En este tiempo se desregulan los mercados financieros, los bancos pasan a tener ámbito internacional y se suprime la diferenciación entre banca comercial y banca de inversión en los bancos norteamericanos (revocación de la ley Glass-Steagall). Las restricciones a la inversión transfronteriza y a los movimientos de capitales se reducen. El mundo es global. Finalmente se consolidan nuevos agentes financieros como los Hedge Funds, los fondos de Private Equity o los fondos soberanos, que operan con volúmenes muy importantes de dinero y no tienen restricciones a la hora de invertir.

5.8. Nuevos productos

Los nuevos productos financieros no están relacionados directamente con la financiación de la actividad económica. Son puramente financieros, inicialmente pensados para permitir la transmisión de riesgos a fin de que las empresas pudieran cubrirse de ellos. En los años 80 los mercados financieros –de tipos de interés, de divisas y de materias primas, fundamentalmente el petróleo– fueron afectados por una gran volatilidad en un contexto de desregulación progresiva.

La volatilidad inducida en las empresas por estos movimientos fue considerada ajena a su actividad. El mercado financiero diseñó entonces mecanismos para permitir la cobertura de los riesgos.

Los derivados aparecen como instrumentos de gestión del riesgo; su precio depende de activos subyacentes negociados en los mercados de contado, como el tipo de interés, la divisa o las materias primas. Los derivados de primera generación nacen en los mercados de mayoristas como negociaciones bilaterales, las conocidas como OTC (Over The Counter). Los productos más populares son los seguros de tipo de cambio, los FRAs[1] y los swaps[2]. Los contratos a plazo estandarizados se negocian en los mercados de futuros, que son mercados organizados. Los futuros[3] pueden ser sobre cualquier subyacente: tipos de interés, índices bursátiles, acciones, materias primas. Las opciones[4] se negocian tanto en el mercado OTC como en los mercados organizados, y también pueden tener como subyacente cualquier tipo de activo. En los mercados organizados de derivados los operadores están sujetos formalmente a depositar garantías, y estas garantías se van ajustando en función del mark to market, la revisión diaria de pérdidas y ganancias. En los mercados OTC el requisito de la garantía no es tan formal y depende de la negociación bilateral. En cualquier caso la garantía es muy inferior al valor del contrato.

Estos contratos están diseñados para garantizar riesgos pre-existentes en las empresas. Pero la entrada en los contratos no está sujeta a encontrarse previamente sujeto a riesgo; se puede utilizar el contrato para especular. De hecho los contratos de futuros son el activo perfecto para especular a la bajada de precios del subyacente. Para especular a la subida de precios, tomar una posición larga en un futuro tiene ventajas sobre la compra del activo ya que no hay que desembolsar todo el precio del activo, solo las garantías. En definitiva, estos son activos financieros que permiten un altísimo apalancamiento, haciéndolos muy apropiados para la especulación.

Posteriormente se negocian los Credit Default Swaps (CDS)[5], que permiten asegurar el cobro de un bono. Aquí la naturaleza del activo que se negocia es el riesgo de crédito. Pero este seguro no está pensado solo para garantizar a quienes han comprado el bono. Pueden adquirirse CDS aunque no se posea el bono subyacente: la emisión de CDS es muy superior al volumen de bonos emitidos. Acaban funcionando como activos de especulación más que de

cobertura.

La otra gran innovación de los mercados financieros es la titulización, proceso por el que se convierten en negociables activos que originalmente no lo son. Más concretamente, los créditos concedidos por la banca no son negociables: los ha concedido a un cliente y ha fijado los términos con él de acuerdo a sus circunstancias. A diferencia de la acción de la empresa, los créditos a distintos clientes no son homogéneos. La titulización es un mecanismo para trasladar este riesgo de crédito de la banca al mercado general. En ella, el banco empaqueta un conjunto de créditos y los vende a un fondo de titulización, el cual emite bonos que serán reembolsados con los ingresos que generan los créditos a los clientes. Es el producto de las subprime en USA: se concedían hipotecas que luego se empaquetaban y se revendían en forma de bonos a los inversores. El negocio bancario cambia de la concesión de créditos y la asunción del riesgo correspondiente a 'originar para distribuir'. Al empaquetar el conjunto de créditos el riesgo parecía transformarse: quien vendía los títulos conocía la potencial inseguridad de los créditos de base, pero quien los compraba ya no sabía de ella. En el proceso de titulización, con el visto bueno de las agencias de rating, el riesgo de los créditos originales parecía haberse evaporado.

La segunda generación de productos financieros derivados y de titulización llegó a finales de los 90 y supuso un cambio de escala en la innovación financiera. Son los derivados de diseño, que se cocinan en las tesorerías de los grandes bancos y se distribuyen a través del sistema. Es el caso de los productos estructurados[6], pensados para incrementar la rentabilidad que se puede obtener. El problema está en que las comisiones de quien diseña no quedan explícitas, y lo que es peor, los estructurados son tan complejos que la mayoría de los usuarios últimos no son capaces de juzgar sus riesgos implícitos, especialmente si son particulares.

Lo mismo ocurre con las titulizaciones de segunda generación, destinadas a inversores institucionales, con nombres exóticos como CDO2, donde se titulizan titulizaciones. Aquí ya no hay quien controle el riesgo de los subyacentes, que a su vez tienen otros subyacentes. La opacidad en el precio y riesgo de los derivados de diseño da ventajas a quien los diseña. Es la época dorada de unas mesas de tesorería llenas de técnicos con complejos modelos de valoración, que cobran en función de lo que se coloca al mercado.

5.9. La economía real

La década de los noventa coincide con el desarrollo de internet y las nuevas tecnologías. Al mismo tiempo empieza el despertar de los grandes países emergentes: China, Brasil e India; se consolida la caída de los regímenes comunistas en Europa; y se liberaliza el mercado de materias primas. Hay indiscutiblemente un cambio en la economía real que permite la generación de riqueza, el PIB mundial crece. Como señala Rajan (2010) este crecimiento no está exento de profundos desequilibrios.

En los mercados bursátiles se produce la burbuja de las tecnológicas y las puntocom. Como en todas las burbujas hay un desencadenante en la economía real que justifica la subida de las acciones en bolsa: un incremento real de productividad. Microsoft y Apple se desarrollan, se generaliza el uso del ordenador personal, nace la web y el embrión de Google. El límite a la racionalidad está en el alcance de la previsión de futuro, se predecía que los árboles tendrían un teléfono móvil para avisar de los incendios. Es la época dorada de las salidas a bolsa de las empresas tecnológicas. En Europa coincide con la privatización de las empresas de telefonía. Fue una burbuja clásica de bolsa, en que los inversores entraban porque los precios estaban subiendo, y estos subían porque los inversores estaban entrando.

Hasta que la música se paró en el año 2000. Se puso entonces de manifiesto el comportamiento irracional de los inversores, que atienden únicamente al movimiento de los precios y no a los fundamentales que determinan el valor de un título. Se manifestó la miopía de los inversores al no medir el riesgo, al no ponderar cuál era la probabilidad de que los potenciales desarrollos futuros de internet realmente se desarrollaran. Quedó patente el comportamiento seguidista de los inversores, la falta de independencia en la formación de juicio, lo que se conoce como herding behavior. A ello contribuyó el desarrollo de la prensa financiera especializada, que emite opiniones sobre qué acciones subirán en el futuro, que los lectores siguen fielmente. Es la burbuja que Shiller (2000) predijo tres meses antes de que ocurriera, la de la exuberancia irracional. No es que la burbuja no se viera, es que no se quería ver.

Cuando la burbuja de internet estalló en el año 2000 la Fed intervino en USA con tipos de interés bajos para que no parase el crecimiento. En Europa se estaba

produciendo la reunificación alemana. Los tipos de interés del euro se mantenían bajos para favorecer la integración. Todos los países en desarrollo, especialmente China e India, tenían tasas de crecimiento muy altas, e incrementaban la demanda de materias primas para sostener su producción. El mercado se inundó de productos baratos, la producción se trasladó a países con costes de mano de obra más bajos, las empresas se multinacionalizaron; era la consolidación de la globalización. El crecimiento económico siguió en todo el mundo, se generaba riqueza.

En los últimos 25 años se creó en efecto mucha riqueza, pero concentrada en pocas manos. Los gestores de las grandes empresas, ahora globales, tenían acceso a una riqueza elevada tanto a nivel personal como en las empresas gestionadas. Aparece el término HNWI (High Net Wealth Individual), objeto predilecto de la banca privada: los family office se encargan de la gestión profesional del patrimonio familiar de las grandes fortunas.

Al mismo tiempo se incrementa la relevancia de los fondos soberanos. Las naciones con riquezas naturales acumulan dinero e invierten en el sistema financiero mundial. Estos fondos manejan unas cantidades enormes: 5,62 billones de dólares en 2013 (Informe de fondos soberanos de ESADE). Son grandes jugadores, con objetivos estratégicos no siempre claros pero capaces de actuar en todos los mercados, invertir directamente en empresas con participaciones mayoritarias y afectar a partir de su posición financiera las condiciones económicas de un país.

La globalización económica sirve solo para el capital, no para el trabajo. El capital va a buscar la localización fiscal más favorable. Se produce lo que se conoce como arbitraje regulatorio: las grandes empresas pagan impuestos insignificantes, las grandes fortunas se establecen en paraísos fiscales y no pagan impuestos. La inversión financiera está casi exenta de impuestos en muchos los países, aunque solo existe opacidad en los paraísos fiscales.

5.10. El cambio de función del sistema financiero

El sistema financiero se ocupó de canalizar toda esta gran riqueza acumulada. Una riqueza que con tipos de interés tan bajos fue a la búsqueda de rentabilidad

a cualquier coste. La vía más obvia fue incrementar el riesgo diseñando productos apalancados. Si inviertes 500 euros en una acción y la acción sube el 10% el beneficio que tienes es 50, el 10% de tu inversión. Si inviertes 500 euros en una acción, pero tú pones 100 y los otros 400 te los prestan al 3%, cuando la acción sube el 10% tu beneficio es 50-12=38, que relativo a los 100 invertidos es el 38%.

Es el momento del desarrollo de los Hedge Funds, que invierten sin reglas en los mercados financieros: por lo tanto pueden endeudarse para invertir. También crecen los fondos Private Equity, que buscan alternativas de inversión no líquidas, comprando empresas que no cotizan para restructurarlas y luego revenderlas. La compra se realiza en gran medida con crédito, son los famosos Leveraged Buy Outs (LBO) que producen una oleada de fusiones y adquisiciones, a través de las cuales la concentración de mercado en algunos sectores hace desaparecer a empresas tradicionales. Es el momento en que cualquier materia prima se convierte en activo financiero, primero a través de los mercados de derivados, después mediante los operadores financieros que compran y venden en los mercados de contado.

El sistema financiero es casi irreconocible en 2007 comparado con el de finales de los años 80. Ante el choque tecnológico, el desarrollo de los países emergentes y los bajos tipos de interés, el sistema financiero emerge como un sector en alza. Las reglas del juego han cambiado significativamente: las instituciones financieras son ahora globales, sus procesos están informatizados; los productos financieros son mucho más versátiles que los existentes previamente, y se comercian en mercados interconectados informáticamente. Además de las instituciones financieras clásicas aparecen agentes muy fuertes que han jugado la partida sigilosamente, como los fondos soberanos, mientras que otros han hecho mucho ruido como los Hedge Funds. La información resulta más accesible gracias a internet, y los pequeños jugadores compiten con los grandes en esos mercados informatizados. Es más, aparece un operador en el mercado que es un mero robot, un ordenador que da órdenes de compraventa.

¿Y dónde está el regulador ante estas novedades? Los gobiernos nacionales se ven impotentes. Al mismo tiempo son favorecidos por el crédito barato y combinan privatizaciones con endeudamiento. Como señala Milanovic (2011) la desigualdad en la distribución de la renta se compensa facilitando el crédito a la

clase media, lo que permite incrementar el consumo sin que lo haga en la misma medida el ingreso. La falta de intervención del regulador hace que los niveles de endeudamiento de las entidades financieras, los gobiernos, las empresas y las familias crezcan sustancialmente.

La crisis de 2007 viene además precedida por una desregulación sin precedentes en la historia, tanto de la movilidad de capitales como de la intervención en las instituciones financieras. Las entidades financieras se han convertido en entidades globales o están localizadas en paraísos fiscales, donde no llega la regulación nacional. El político que está detrás del regulador, tampoco tiene incentivos para frenar la subida de precios, que hace a todo el mundo sentirse rico, porque se beneficia electoralmente de ella y porque una ideología –el liberalismo– le garantiza el buen sentido económico de fenómenos "espontáneos" que él no controla.

La bolsa no deja de subir, los inversores arriesgados obtienen buenas rentabilidades. El mercado de bonos se dinamiza, las empresas y los gobiernos incrementan sus emisiones. Los bancos conceden más crédito que nunca y como lo pueden revender a través de las titulizaciones, pueden seguir ofreciendo crédito. La extensión del crédito a la inversión inmobiliaria en USA o en España dispara la burbuja inmobiliaria. Se desarrollan productos estructurados pensados para el pequeño inversor, con derivados que permiten incrementar la rentabilidad.

Estas nuevas funciones y modos de operar del sistema financiero generan nuevas situaciones de riesgo sistémico: cuando una parte del sistema cae, el resto amenaza con un derrumbe en cadena por contagio. Cuando para la música, el efecto es devastador.

5.11. La crisis financiera

La crisis financiera que estalla en 2007 se ha ido gestando durante veinte años; el resultado final es conocido. Como en todas las burbujas financieras el exceso de endeudamiento y la movilidad de capitales a corto plazo han jugado un papel fundamental (Ferguson, 2008). La introducción constante de productos financieros apalancados, avalados en positivo por la innovación financiera, hace que la calibración del riesgo sea difícil. La desregulación financiera junto a la

laxitud de las autoridades nacionales y la ausencia de un regulador global conduce a la toma de posiciones de extremo riesgo. Los agentes financieros institucionales que han operado durante este tiempo en el mercado lo han hecho en circunstancias cambiantes, en un entorno de alta volatilidad.

El inversor individual se comporta como especulador sumándose y contribuyendo a la espiral alcista en los precios de los activos. En la época de la información, la falta de transparencia sobre determinados productos no impide que se los adquiera cuando prometen una rentabilidad superior a la de mercado. Así uno puede participar en la globalización a través de los nuevos productos. Los productos financieros estructurados responden a la demanda de mayor rentabilidad de los inversores. El inversor no puede dejar escapar la oportunidad de ganar en bolsa: la bolsa solo sube, todo el mundo lo hace, no se puede perder la oportunidad; además, ha cambiado el paradigma de la economía, ahora hay internet y la vieja economía no sirve de referencia.

Para un inversor individual es fácil entrar en la burbuja, en este proceso que se ha repetido a lo largo de la historia pero que es difícil de identificar cuando se lo está viviendo. Galbraith (1990) relata de forma muy amena las burbujas financieras históricas, pero no es un referente, tienen mucho más éxito los libros de gurús que animan a invertir en bolsa. La prensa financiera contribuye a alimentar la burbuja. El comportamiento de los individuos abandona a menudo la prudencia –virtud ética característica del inversor– en la medida en que la avaricia le produce miopía a la hora de interpretar el mercado.

Para el inversor institucional el cambio en las reglas del juego y la desregulación abren muchas puertas a la ineficiencia en la organización de los mercados y a los abusos de los operadores financieros profesionales. El problema de la especulación a nivel individual se magnifica cuando el inversor es institucional, ya que a las irracionalidades se suman las limitaciones propias de un mercado poco organizado, con pocos agentes, que permite la apertura de bolsas de ineficiencia. Los problemas éticos que afrontan en su toma de decisiones la banca, las empresas de seguros y los gestores profesionales, los abordaremos explícitamente en los capítulos 12, 13 y 15, respectivamente.

La crisis de 2007 plantea la pregunta de en qué medida el sistema financiero ha cumplido su función social: la eficiente asignación de los recursos en el proceso de intermediación de ahorradores a inversores. Es evidente que la liberalización

financiera de las anclas nacionales, y la globalización en general, han contribuido al crecimiento económico y al incremento del bienestar de muchas personas. Las partes del sistema financiero no sujetas a competencia, dependientes de empresas o poderes políticos, han ido desapareciendo. La competencia permite la mejor asignación de recursos, y en este sentido el mercado financiero ha cumplido su función: ha sido capaz de asignar recursos a las nuevas tecnologías, a las nuevas ideas y abrir el mundo a los países emergentes. Sin embargo, a la vez, el sistema financiero ha sido el origen de una gran crisis, una crisis que, entre otras cosas, ha disminuido considerablemente la otorgación de crédito a la economía real, y por tanto la intermediación financiera.

Como plantean Rajan y Zingales (2004) un mercado financiero eficiente es un delicado equilibrio entre la libertad de acción y la regulación. Para que el mercado de capitales sea eficiente y cumpla bien su función de asignación de recursos necesita muchos partícipes independientes, y también necesita que el regulador cuide de que no haya agentes que jueguen con ventaja. El enemigo de un sistema financiero realmente competitivo está dentro, en la medida en que los grupos con gran poder de negociación formen un nuevo oligopolio a nivel mundial que escape de toda regulación. La salud del sistema financiero depende de su propia capacidad de regeneración para dar entrada a nuevos partícipes que impulsen la economía.

5.12. Conclusión

Las funciones del sistema financiero se mantienen constantes a lo largo del tiempo: poner en contacto ahorradores e inversores para que unos financien a otros. Sin embargo, desde los años 80 hasta el momento de escribir este libro las transformaciones han sido espectaculares. Tres razones básicas conducen al cambio en los mercados: la globalización, la desregulación del sistema financiero y el progreso tecnológico. Si a estos cambios unimos la política económica de tipos de interés bajos nos encontramos con unas reglas del juego en el sistema que son difíciles de reconocer desde la óptica de los años 80.

El mercado financiero siempre ha sido un elemento clave en el desarrollo de los países y las economías. Los cambios de los últimos años lo sitúan en el centro de la actividad económica. El volumen de negocio se ha multiplicado por cuatro en

veinte años, ha dejado de ser el velo que cubre la economía real para ser un elemento central de la economía. Han cambiado los productos financieros con la aparición de derivados, y se han desarrollado instituciones desde los fondos de inversión a los Hedge Funds o Private Equity. La titulización, con la transmisión de riesgos del originador al inversor, ha contribuido a la dilución de la responsabilidad en los contratos, y a que la medición de riesgos no sea nada más que una pantalla de ocultación de los riesgos reales.

Todos estos cambios tienen lugar en un entorno de crecimiento económico en que el mercado financiero, a través de sus distintas instituciones, canaliza un flujo de riqueza creciente que ha tendido a concentrarse en pocas manos. En los treinta años de transformación del sistema hasta la llegada de la crisis de 2007, las oportunidades de negocio han aparecido como grandes ventanas, y los agentes del sistema las han aprovechado. En el proceso de transformación las responsabilidades quedan diluidas y los riesgos esparcidos por un sistema que utiliza mecanismos sofisticados de medición pero no considera información relevante sobre los riesgos si esta no entra en unos modelos rígidos. Como consecuencia, la información de sentido común, como el exceso de endeudamiento o el exceso de concentración de poder de determinadas empresas, queda desdibujada con el crecimiento, y sin embargo amenaza a los productos comerciados a través de la amenaza que suponen al conjunto del sistema.

Para pensar y discutir

1. Imagina que tienes que tomar la decisión de invertir en una nueva planta de producción de textil en Marruecos. El tipo de descuento que te permiten utilizar es el Euribor+3% que es la tasa a la que se financia tu empresa. Si utilizas el tipo de descuento de las inversiones generales tendrías un VAN negativo, si utilizas la financiación con deuda es positivo. Tú sabes que a tu jefe le hace mucha ilusión abrir esa planta en Marruecos. ¿Manipularías el tipo de descuento para hacer feliz a tu jefe?
2. Tus abuelos tienen una casa en una ciudad pequeña a los pies de los Pirineos. La zona se ha puesto de moda por una nueva estación de esquí. ¿Le recomiendas al abuelo que venda la casa familiar porque es un buen

momento? ¿Sería especulación? ¿Es racional vender la casa de los abuelos e irse de alquiler a una casa más pequeña?

3. Imagina que trabajas en el Banco Central Europeo. Existe un claro conflicto entre los intereses de los distintos países y las distintas entidades financieras. ¿Dejarías quebrar un banco grande en Italia como hizo la Fed con Lehman Brothers?
4. El final del capítulo incluye una descripción del proceso de transformación de las finanzas y de la crisis originada en esas finanzas transformadas. Identifica los principales elementos que te parezcan que tienen significado ético, positivo o negativo, y describe esos significados. ¿Añadirías otros elementos producto de tu percepción o tus lecturas? ¿Cómo los calificarías desde el punto de vista ético?

1. Contratos que permiten garantizar el tipo de interés en un vencimiento futuro.

2. Contratos de permuta financiera, los más comunes son los de tipos de interés y los de divisas.

3. Contrato de compraventa a plazo, a un precio fijo.

4. El comprador de la opción adquiere el derecho a comprar (opción Call) o a vender (opción Put) el activo subyacente el día del vencimiento, o antes, al precio de ejercicio (strike) establecido en el contrato.

5. El comprador del CDS paga una prima al vendedor que garantiza el cobro de los pagos de un bono, o al menos el nominal en el caso de que el emisor del bono impague.

6. Producto diseñado como una combinación de renta fija y renta variable. Algunos de estos productos son muy populares, por ejemplo un fondo garantizado es la combinación de una opción de compra más una inversión en renta fija.

Capítulo 6

Conflictos de interés y problemas de agencia

6.1. Introducción

En principio, lo ideal es que las personas tengan la información adecuada y tomen sus propias decisiones. Sin embargo, la complejidad económica en la que nos desenvolvemos, la globalización de los mercados, el tamaño de muchas de nuestras empresas o la propia especialización de los agentes económicos, hacen cada vez más frecuente que tengamos que delegar muchas de esas decisiones: en algunos casos nos falta información y conocimiento, en otros no estamos dispuestos a dedicar el tiempo necesario para tomar decisiones adecuadas.

Esta situación es frecuente en muchas facetas de la vida: hay especialistas en organizarte viajes, tienes que fiarte de lo que te dice el médico, y hay expertos que deciden lo que debes estudiar para ejercer como ingeniero. En el mundo de la economía delegamos en personas muy preparadas el diseño de la política económica, mientras las empresas se fían de expertos para realizar sus campañas de marketing o dejan en manos de despachos especializados las declaraciones de impuestos.

Desde un punto de vista financiero, los propietarios de las compañías, sobre todo en las de mayor tamaño, delegan la dirección de las mismas en profesionales, pues muchas veces carecen de la información adecuada o de los conocimientos necesarios para decidir. Además, para un pequeño accionista de una gran multinacional "no es rentable" dedicar mucho tiempo a estudiar la información que le proporciona la compañía dada su escasa participación en la misma: por muy bien que lo hiciera y por buenas que fueran las ideas aportadas en la Junta General de Accionistas, su beneficio, dado lo exiguo de su participación, sería siempre pequeño; sin entrar en las escasas posibilidades de que sus ideas fueran atendidas.

Así en las empresas, especialmente en las más grandes, las decisiones se alejan

de los propietarios pudiendo tomarse, en muchas ocasiones, de espaldas a los legítimos intereses que estos tienen. Esta va a ser la temática sobre la que reflexionaremos en este capítulo.

6.2. El problema de agencia y los conflictos de interés

En una gran empresa, y en general en cualquier gran organización, se toman multitud de decisiones, algunas más importantes, otras menos, unas en la cúpula, otras más abajo, por personas ajenas a la propiedad de la empresa. ¿Qué garantía tenemos de que las motivaciones de los diferentes decisores coinciden con los deseos de los propietarios o, de una manera más amplia, con la misión de la organización? Y debe fijarse el lector en que nos estamos refiriendo a la "motivación" del decisor, no a su acierto. Una persona puede tomar una decisión animada por objetivos adecuados y equivocarse, y al revés; no es eso de lo que estamos hablando aquí, el problema que ahora contemplamos es cuando el decisor busca objetivos no coincidentes con los que han marcado los propietarios. Pensemos en una universidad de la Compañía de Jesús que ha señalado una misión para la institución, ¿cómo conseguir que los diferentes involucrados en la misma (profesores, directivos, personal administrativo...) presten a los alumnos y a la sociedad el servicio deseado si la gran mayoría no son jesuitas? El problema es del máximo interés para cualquier institución pública o privada, con o sin ánimo de lucro, y afecta de forma primordial a las políticas de personal (formas de selección, formación, promoción, retribución, etc.), pero aquí vamos a centrarnos en el problema de alinear los deseos de los altos directivos con los de los propietarios, si bien mucho de lo que diremos puede extenderse a otros colectivos de la organización.

En economía hablamos de "incentivos": los seres humanos respondemos a incentivos, monetarios o no monetarios, positivos o negativos. Incentivos que pueden ir desde lo más obvio: tu sueldo mejorará en función de los resultados de la empresa o ascenderás de categoría si has cumplido los objetivos que te habían sido marcados en tu función anterior, a otros más sutiles como el aprecio de tus superiores o la imagen entre tus compañeros. También puede actuar como un incentivo poderoso el miedo al castigo: el directivo que fracasa en una gran operación de adquisición de otra empresa sabe que tiene muchas

posibilidades de tener que dejar su puesto.

Precisamente los sistemas de incentivos son un instrumento muy frecuente para alinear los intereses de los directivos y los de los propietarios; el otro son los sistemas de control, tal como comentaremos a continuación.

El problema de agencia

Pensemos en una gran compañía que cotiza en bolsa, con cientos de miles de pequeños accionistas, la inmensa mayoría de los cuales tiene una participación insignificante en la entidad. A la Junta General de Accionistas asisten unos pocos de esos accionistas (la mayoría no tiene ningún interés en viajar hasta la sede social, dada su escasa inversión y su nula capacidad de decisión) que juntos representan una participación muy pequeña en el capital de la entidad, y los miembros del Consejo de Administración, que también poseen una pequeña cantidad de acciones de la empresa. Pero el presidente de la compañía tiene delegado el voto de una parte significativa de los accionistas que no asisten, con lo que fácilmente saca adelante todos los acuerdos que se someten a la consideración de la Junta, incluidos los de renovación de miembros del Consejo de Administración. De hecho la Junta se convierte en un mero trámite, y el Consejo que administrará la entidad durante el ejercicio económico queda constituido de acuerdo con los deseos del presidente. Esta situación, con alguna matización que haremos más adelante, es muy frecuente en las grandes compañías.

En estas condiciones la marcha de la entidad queda en manos de una serie de agentes: presidente, Consejero Delegado, miembros del Consejo de Administración, algunos altos ejecutivos..., y los accionistas deberán confiar en que van a administrar correctamente sus intereses. Dado que los propietarios no pueden, o no quieren, gestionar directamente la empresa, delegan en unos agentes para que lo hagan en su nombre. El problema de agencia aparece cuando estos agentes buscan sus propios intereses, anteponiéndolos a los de los propietarios y a los de la empresa en su conjunto.

Es conveniente notar que este problema práctico es también un importante problema teórico en el marco moral neoclásico, fundamento de buena parte de las Finanzas. El punto de partida del marco neoclásico consiste en que todos los agentes son maximizadores de su propia utilidad, comoquiera que personalmente

la entiendan. Entonces se plantea qué razón tendría el agente empleado por una compañía para maximizar el cumplimiento de los objetivos de la compañía en vez de maximizar el cumplimiento de sus propios objetivos individuales, su propia utilidad.

Con una sola decisión solo se pueden maximizar dos variables siempre que estas coincidan en el máximo. En cuanto haya alguna divergencia entre las decisiones que alcanzan el máximo de la empresa y el máximo del empleado, se plantea el problema que hemos enunciado: por qué el empleado se decidirá por el máximo para la empresa siendo, como se supone que es, un agente neoclásico que elige siempre el máximo para sí.

Debe notarse que en otros marcos de comprensión ética no se plantea el mismo problema teórico. Por ejemplo, si la cuestión se considera desde la ética del profesional, vemos que el rol social de un profesional consiste precisamente en servir al mejor interés de su cliente. Es decir, él existe para suplir las limitaciones de información y de saberes de su cliente, no para explotarlas a favor propio. Igualmente, si el tema se considera desde la ética del deber, el directivo ha firmado un contrato con la compañía que le obliga a poner sus capacidades al servicio de esta. No hacerlo cuando el mejor servicio de la empresa difiere del mejor servicio a uno mismo, rompe el contrato. Pero si todos los contratos pudieran ser ignorados cuando conviniera a uno de los firmantes, simplemente dejarían de tener sentido. No serían creíbles como compromisos y por tanto resultarían inútiles.

Tanto en la ética de los roles sociales como en la ética del deber, el problema de agencia es meramente práctico, no teórico. Con ello queremos decir que lo moralmente adecuado está claro, y hacer lo contrario constituye un fallo ético del sujeto. En la teoría neoclásica se supone que el sujeto normal, sin fallo alguno, actuará como agente de sí mismo antes que como agente de la empresa. Eso es lo que da lugar al problema teórico: lo incorrecto se vuelve lo esperado.

Ya en los años sesenta del pasado siglo John Kenneth Galbraith (1967) nos hablaba de la tecnoestructura, que podemos entender como el conjunto de técnicos (economistas, abogados, ingenieros...) que gobiernan la empresa, muchas veces al margen de sus propietarios. Michael C. Jensen y William H. Meckling (1976) presentaron un estudio pionero sobre los problemas de agencia. Desde entonces muchos científicos del área de las finanzas corporativas, juristas,

políticos o directivos empresariales han tratado este tema, haciendo sustanciales avances, pero nos encontramos, en nuestra opinión, muy lejos de resolver el problema, que es uno de los más importantes de la economía actual.

¿Cómo conseguir alinear los intereses de los directivos con los de los propietarios? Para responder a esta pregunta se han ideado diferentes mecanismos como los incentivos y los procedimientos de control. Si los directivos cobran parte de su sueldo en acciones de la compañía, en opciones sobre acciones, en participaciones en beneficios, en premios por los objetivos conseguidos... será más fácil que se esfuercen en hacer la empresa más eficiente y más rentable. Pero esto también tiene sus problemas pues pueden fijarse en el corto plazo, logrando altos beneficios que repercutan positivamente en sus incentivos, sacrificando el futuro de la empresa: sería el caso de una compañía que descuida la inversión en investigación y desarrollo para mejorar los resultados a corto plazo o de otra que hace operaciones muy arriesgadas que comprometerán la viabilidad de la empresa en el largo plazo, como sucedió con muchas entidades financieras antes de la crisis de 2007.

Por otro lado tenemos los sistemas de control que con auditorías, definición de las capacidades de decisión, comisiones de control, limitación de retribuciones y gastos... tratan de acotar la autonomía de los directivos. Así por ejemplo, la auditoría vela por la fiabilidad de la información que los directivos proporcionan a los diferentes partícipes sociales o stakeholders, mientras que el control de retribuciones y gastos pretende que los responsables de la empresa no se adjudiquen cantidades exageradas de dinero. Con todo, los numerosos escándalos por cuentas falseadas o las desproporcionadas retribuciones de muchos altos ejecutivos nos hacen pensar que el sistema tiene mucho que mejorar.

Un problema no resuelto es, a nuestro entender, que son los propios miembros del Consejo de Administración los responsables de aprobar sus incentivos y los sistemas de control. Los códigos de buen gobierno y la legislación nacional e internacional tratan de paliar estos problemas, pero todavía nos queda mucho camino por recorrer.

El problema de agencia stricto sensu, al que nos hemos referido fundamentalmente hasta ahora y que aparece cuando los directivos no actúan como leales agentes de los propietarios, podríamos generalizarlo: los directivos

también pueden considerarse agentes del resto de los partícipes sociales o stakeholders: trabajadores, clientes, proveedores, acreedores, sociedad... Un directivo que no gestiona la empresa para satisfacer los intereses legítimos de esos partícipes, tampoco está cumpliendo con sus obligaciones. Sería el caso cuando actúa sin considerar la obligación de pagar a los acreedores (como ha ocurrido con los depositantes de algunas entidades financieras) o sin atender adecuadamente las justas reivindicaciones de los trabajadores.

Los conflictos de interés

En las empresas se plantean muchos conflictos de interés; de hecho los directivos se enfrentan con frecuencia a dirimir algunos de ellos: ¿subimos el sueldo a los trabajadores o aumentamos el dividendo a los accionistas?, ¿hacemos una inversión rentable aunque arriesgada o aseguramos el pago a los acreedores?, etc. En general los directivos se enfrentan a diferentes tipos de conflicto: unas veces el conflicto aparece entre sus intereses personales y los de la empresa, otras entre los intereses de la empresa y los del cliente, o entre los intereses de dos clientes que compiten entre sí, etc.

En la base de muchos problemas de agencia y de la mala solución que se da a algunos conflictos de interés, desempeña un papel fundamental la asimetría informativa: no todo el mundo tiene la misma información, y, si somos un poco más incisivos, tampoco tienen la misma capacidad para procesarla ni el mismo interés en hacerlo. También la falta de independencia influye para que todo esto ocurra, dificultando una resolución adecuada de los conflictos de interés cuando nos sentimos dependientes de una de las partes. Veamos algunos ejemplos:

Un directivo puede sostener una relación familiar o personal con un proveedor, o con un aspirante a un determinado puesto de trabajo. Puede aparecer así un conflicto de intereses entre lo que es mejor para la empresa y lo conveniente para su pariente o amigo. Estos casos se dan continuamente, sobre todo en las grandes empresas, por las complicadas redes de relaciones que se tejen a su alrededor. Es fácil ver que este conflicto de intereses vendría a ser una variante del problema de agencia antes estudiado.

También puede aparecer un conflicto de intereses cuando una entidad perteneciente a un grupo bancario hace un análisis de las acciones de un cliente al que el banco le ha concedido un crédito: para concederle el crédito ha

manejado una información que puede querer utilizar en el análisis, cosa que no poseen el resto de analistas. Para evitar este tipo de situaciones se establecen las denominadas 'murallas chinas': determinados departamentos del grupo no pueden pasar información a otros departamentos; pero no siempre es fácil que eso funcione bien.

Un conflicto de interés varias veces denunciado es el que se produce entre la gestora de fondos de inversión propiedad de un banco y los intereses del propio banco respecto a las acciones de este último. La gestora debe velar por los intereses de los partícipes de los fondos de inversión, sus pequeños inversores, que desearán que se adquieran las acciones con mayores posibilidades de revalorización, pero al banco le puede interesar suavizar la caída de sus acciones en una determinada coyuntura bajista, haciendo que los fondos compren las acciones del banco. La dificultad consiste muchas veces en saber si las compras impulsadas por las gestoras en determinadas situaciones, se han debido a un interés "ilegítimo" por parte del banco o a la fe de los gestores en las acciones de su entidad.

También se pueden producir conflictos de interés en el auditor que debe juzgar la calidad de la información contable de su cliente sabiendo que el cliente es al final quien le paga, o en la agencia de rating al calificar la solvencia de su cliente.

Son frecuentes los conflictos de interés en el gobierno corporativo: muchas veces los consejeros tienen, de diferentes maneras, intereses en otras entidades; o puede haber conflictos entre mayoritarios y minoritarios, entre visiones de corto y largo plazo, etc.

Desde un punto de vista ético, como regla general, lo correcto es actuar como nos hemos comprometido a hacerlo con aquel o aquellos que han delegado en nosotros. Así, el directivo se entiende que debe poner por delante los intereses de los propietarios que lo han nombrado, no los suyos personales, pero sin defraudar los legítimos intereses del resto de los stakeholders. En el caso de la auditoría o de la agencia de rating, su función es dar información fiable, y esa es su principal responsabilidad; mientras que el fondo de inversión debe guiarse por obtener la máxima rentabilidad para los partícipes.

En la práctica, los conflictos de interés pueden dividirse en dos tipos: aquellos que surgen accidentalmente en el desempeño de una cierta posición corporativa, como puede ocurrir con el amigo que se nos acerca pidiendo un favor cuando

estamos en nuestra función de empresa; y aquellos otros que están estructuralmente construidos en la job description del puesto o en las funciones de la organización, como es el caso del auditor externo que ha de responder en el mismo acto a la sociedad, a la empresa auditora que le paga y a la empresa cliente que él audita.

Los primeros conflictos de interés es ciertamente mejor evitarlos, separando la esfera profesional de la privada y ateniéndonos en cada una de ellas a los compromisos adquiridos allí. El segundo tipo de conflictos de interés es inevitable. La respuesta ética exige jerarquizar fidelidades y atender primero a la más alta, solo dentro de ese marco a la siguiente, etc. A ello contribuyen mucho los diversos protocolos acerca de cómo resolver los conflictos de interés típicos en cada situación: leyes, códigos de empresa, códigos profesionales... Pero además, es preciso que cada una de las partes afectadas sepa que el conflicto existe, de manera que pueda prestar a nuestra resolución de ese conflicto la credibilidad que esta le merezca, y no se engañe pensando que servir sus intereses es aproblemático para el profesional.

6.3. El mercado y otros instrumentos para paliar estos problemas

Bastantes estudiosos de estos temas han defendido el papel fundamental que deben jugar los mercados en el control del problema de agencia y de muchos conflictos de interés; sin duda no les falta razón. Vamos a reflexionar sobre ello. Primero aclararemos que vamos a entender "control" en un sentido amplio, donde se incluye el control propiamente dicho (tal como lo definíamos más arriba) y la incentivación (que bien planteada ayuda también a que las personas actúen correctamente).

Los mercados ayudan a controlar la actuación de los directivos pues al cotizar las acciones están evaluando el desempeño de cada cual. Podríamos utilizar el símil de la liga de fútbol, que al clasificar a los diferentes equipos por los puntos que van consiguiendo, pone en evidencia qué entrenador lo va haciendo bien y cuál no; uno puede disculparse diciendo que ha tenido poco presupuesto, que si las lesiones, que si los árbitros, que si la mala suerte... pero si al final no consigue los resultados apetecidos probablemente sea cesado, y al revés, si los consigue o supera será renovado y con un mejor contrato. La cotización en bolsa de las

acciones de una compañía pondría en evidencia, de forma similar, a los buenos y malos directivos, invitando a los accionistas a castigar a los malos y a premiar a los buenos. También los mercados estarían cotizando conflictos de interés, castigando a las empresas que no los resuelven adecuadamente o no fiándose de los estados financieros firmados por una auditora que tiene un historial demasiado condescendiente con el cliente. Se produciría así un círculo virtuoso, donde los que mejor lo hacen son más valorados, por lo que todos querrán hacerlo bien. Además la bolsa cotiza expectativas: valora las acciones por lo que van a ser capaces de producir en el futuro, como ya nos explicó John Burr Williams (1938), lo que implica valorar a los directivos por los resultados a largo plazo de la empresa.

Hasta la crisis de 2007 esta visión ha tenido un amplio predicamento entre investigadores y practitioners, sobre todo en el mundo anglosajón. Después de la crisis no cabe duda de que el entusiasmo por el acierto en el control realizado por los mercados ha disminuido, pero no caigamos en el extremo contrario y reconozcamos el papel fundamental de los mercados como medio de control en nuestro sistema económico.

Para que ese control sea efectivo es necesaria la transparencia y pensamos que tanto los agentes económicos como el legislador deberían esforzarse en conseguir toda la que sea posible, sin atentar a la lógica confidencialidad que debe mantenerse con algunas informaciones. Pensamos que la transparencia guiará, las más de las veces, a los directivos, y en consecuencia a sus empresas, por el camino correcto. Para el que "se la juega" en los diferentes mercados, hacer las cosas mal y que se sepa puede resultar muy caro.

La solución del problema pasa por el control por parte de los mercados, basado en la transparencia, pero también hace falta que los mercados sean competitivos y que los agentes tengan los incentivos adecuados: nunca debería ser premiado, por ejemplo, el que utiliza información privilegiada o el que manipula los precios. Además es necesario añadir al control que realizan los mercados el control por parte de las instituciones públicas y privadas, emitiendo normas de obligado cumplimiento, o recomendaciones cuyo incumplimiento haya que explicar públicamente, para desarrollar usos y costumbres que eviten los problemas que hemos ido comentando.

Pero creemos que todo esto, siendo positivo, no es suficiente. En ocasiones, a

pesar de la deseada transparencia, el mercado puede ser burlado o los sistemas de incentivos pervertidos, premiando, precisamente, al que defrauda la confianza que se ha puesto en él. Tampoco las normas o las recomendaciones pueden preverlo todo, ni resultan inviolables. En definitiva, necesitamos que los agentes actúen desde convicciones éticas personales, honrando la confianza que los accionistas y el resto de los partícipes sociales han puesto en ellos. Tengamos en cuenta, además, que para una persona puede ser rentable actuar mal y defraudar esa confianza, pero para el conjunto de la sociedad es mucho mejor que todos, o al menos la mayoría, actúen bien.

En definitiva, en lo referido a todo este problema, es importante cumplir lo que marcan las normas jurídicas, pero no es suficiente. Hay muchas zonas donde la actuación de un agente puede quedar dentro de la ley y fuera de la ética. Por eso es importante insistir en la idea de que los agentes deben responder a la confianza que en ellos han depositado accionistas, clientes o el conjunto de la sociedad; lo contrario sería un fraude. Además, si la mayoría actuamos bien aumentará el bienestar del conjunto de la sociedad.

6.4. Monismo, consejeros independientes e inversores institucionales

Trataremos en este apartado tres mecanismos que se han ofrecido para solucionar, o al menos mitigar, el problema de agencia y ciertos conflictos de interés. El primero es el establecimiento de un objetivo claro y medible que guíe la actuación de la empresa. Frente a los partidarios de la existencia de múltiples objetivos (denominados pluralistas), los monistas defienden un único objetivo que suele ser el objetivo financiero, la maximización del valor de la empresa, con una perspectiva de largo plazo. Ya hablaremos del objetivo financiero y de su adecuación a un comportamiento ético en el capítulo 8, pero es interesante comentar aquí que la adopción de tal objetivo para guiar a los directivos disminuye el problema de agencia tal como sugieren, entre otros, documentos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como el informe Olivencia (1998) o el código unificado de Conthe (2006). En efecto, si el objetivo marcado es único y fácil de medir, también lo es la evaluación del directivo, quedando menos espacio para sus intereses particulares. La existencia de múltiples objetivos puede hacer menos operativo el control. Por otro lado, al plantearse el objetivo

financiero con una perspectiva de largo plazo, pueden solucionarse más fácilmente algunos conflictos de interés.

Otra aportación para solucionar estos problemas es la utilización de consejeros independientes. Este tipo de consejeros no deberían tener vinculación con los ejecutivos o con la empresa, y su papel consistiría en representar a todos esos pequeños accionistas que no están en el Consejo de Administración. En el caso de las gestoras de fondos de inversión se ha utilizado esta figura para representar los intereses de los pequeños inversores, los partícipes de los fondos. Teóricamente estos consejeros sirven para disminuir los problemas de agencia y otros conflictos de interés.

En efecto, en una empresa en la que los accionistas estén muy atomizados, al final muy poca parte del capital queda realmente representada en el Consejo de Administración. La presencia de independientes, personas capacitadas y reconocidas, puede ser muy importante en la labor de supervisión de los ejecutivos. El problema puede venir de si los independientes son "realmente independientes" y de su forma de elección: es difícil ser elegido o reelegido como consejero independiente si se es crítico con la dirección de la compañía. También es interesante poner de manifiesto la responsabilidad ética de estos consejeros, que han de representar a los accionistas minoritarios y velar por los intereses legítimos del conjunto de los partícipes sociales.

Otra posibilidad para evitar la falta de representatividad de los consejos de administración de muchas grandes empresas consiste en que los inversores institucionales, tales como compañías de seguros, fondos de inversión o fondos de pensiones, con grandes paquetes de acciones, sean activos en las votaciones de las juntas generales y fiscalicen la elección de los consejeros y la actuación del Consejo. La idea puede parecer buena a primera vista, pues de esta manera los grandes inversores, con intereses en las empresas, se preocuparán de la marcha de estas y evitarán que los directivos campen por sus respetos. El problema es que los inversores institucionales son eso, inversores, y muchas veces no tienen interés en la gestión de las compañías. Por otro lado las decisiones que toman tales inversores están nuevamente en manos de ejecutivos, que pueden primar sus propios intereses e incluso llegar a "extrañas" componendas con los directivos de las empresas participadas.

También pueden presentarse conflictos de interés si los fondos de inversión

gestionados por la gestora del grupo X aparecen votando en la Junta General de Accionistas de la compañía cabecera del grupo Y, que es su competencia, su proveedor o su cliente. Habría que ser éticamente muy escrupulosos cuando, representando los intereses de muchos pequeños inversores, se toman decisiones trascendentales en una compañía.

Una tentación que pueden tener los inversores institucionales es alentar una política para impulsar, en la compañía participada, una subida a corto plazo de los precios de las acciones para vender inmediatamente su participación, sin preocuparles lo que pase después, con el consiguiente perjuicio para los demás accionistas.

Muchos de estos inversores suelen decir que ellos prefieren "votar con los pies", desentendiéndose de la gestión de las compañías participadas, y simplemente abandonando las compañías de las que no les gusta cómo se están gestionando, lo que consiguen yéndose, vendiendo sus acciones.

6.5. Problemas de agencia y conflictos de interés en las pymes

En las pymes o en la mayoría de las empresas familiares suelen aparecer menos problemas de agencia, lo que es lógico, pues tienen mucho menos atomizado el accionariado. Lo más normal en este tipo de empresas es que la dirección muchas veces se confunda, en todo o en parte, con la propiedad, con lo que el problema de agencia stricto sensu no se da, pues la dirección no está en manos de agentes de los propietarios, sino de los propietarios mismos. Lo más que puede ocurrir, y de hecho ocurre, es que si hay propietarios gestores y propietarios ajenos a la gestión de la empresa puedan aparecer conflictos de interés en los primeros, como comentaremos enseguida.

Incluso en los casos en los que los propietarios no gestionan la empresa, hay mucha más cercanía entre propietarios y directivos, lo que disminuye el problema de agencia. Si interpretamos el problema de agencia en un sentido amplio, como proponíamos antes, sí pueden aparecer dificultades cuando los directivos no actúan como leales agentes de los legítimos intereses del conjunto de los stakeholders; pero incluso esto es, en nuestra opinión, menos frecuente en las pymes, dada la mayor cercanía entre el empresario y el resto de los partícipes

sociales. Si me ha hecho una faena una gran multinacional, me la ha hecho la multinacional, pero si me la hace una pyme de mi ciudad, me la han hecho Don Fulano y Doña Mengana, que son sus propietarios y gerentes. Esta personalización hace que estos empresarios prefieran, como norma general, no defraudar a sus partícipes (trabajadores, clientes, proveedores...), aunque también hay sonoras excepciones.

Creemos que es deseable destacar la menor exposición de las pymes a los problemas de agencia, lo que no solo evita comportamientos poco éticos, sino que además las hace, en este sentido, más eficientes, al no tener que gastar tantos recursos en sistemas de control de directivos y en cubrir resultados negativos provocados por decisiones erróneas debidas a problemas de agencia.

Un conflicto típico de las pequeñas empresas familiares aparece entre los familiares-propietarios que están en la gestión de la empresa y los familiares-propietarios que no lo están (situación típica en las empresas familiares de segunda o tercera generación). Los primeros, por ejemplo, pueden preferir hacer más grande la empresa mediante la reinversión de los beneficios, o mejorando las instalaciones o sus propias retribuciones. Los que no están en la gestión pueden preferir una retribución sustanciosa por dividendo. Pero la discrepancia entre crecimiento y dividendo puede darse entre los propietarios de cualquier pyme, independientemente de la forma de vinculación a la empresa. Este problema ocurre de manera muy distinta en una gran compañía que cotiza en bolsa, pues el que quiere dinero puede "hacerse sus propios dividendos" vendiendo parte de sus acciones; sin embargo, en una pyme, los accionistas no tienen posibilidad de conseguir dinero si no se reparten dividendos. De la misma manera, una gran empresa que quiere aumentar su capital, puede acudir a la bolsa, lo que no es posible para una pyme.

Para la solución de todos estos conflictos es difícil dar una regla ética de aplicación general, fuera de la más evidente de conjugar en el medio y largo plazo la consecución de un equilibrio de los diversos intereses legítimos ligados a la empresa (justicia) con la necesidad de reinvertir para que la empresa permanezca competitiva en el tiempo (prudencia). Parece lógico que si la empresa obtiene beneficios estos se dediquen en todo o en parte a retribuir a los accionistas, dado, además, que normalmente no tienen posibilidades de vender sus acciones: están cautivos en la empresa. Pero dar como regla general esta

obligación podría poner, en ocasiones, la empresa en peligro. El derecho español sí obliga a un cierto reparto si algún socio lo exige, lo que no parece desacertado.

6.6. Conflictos de intereses con otros partícipes sociales

Aunque ya hemos comentado algunos ejemplos y no siempre son estrictamente financieros, presentaremos a continuación un posible conflicto con cada uno de los partícipes sociales o stakeholders (excluidos los accionistas) más típicos:

- Conflicto con los trabajadores por venta de las instalaciones y reubicación o finalización de la actividad.
- Conflicto con los acreedores por alzamiento de bienes.
- Conflicto con los proveedores por retrasos en los pagos.
- Conflicto con los clientes por no atender las devoluciones justificadas.
- Conflicto con las instituciones públicas por no pagar las cotizaciones a la Seguridad Social.

En cada unos de estos casos los directivos se plantean un conflicto entre lo que puede ser más interesante para aumentar la rentabilidad de la empresa (o en ocasiones su viabilidad), aspecto en el que tienen su principal responsabilidad con los propietarios que les han nombrado, y su responsabilidad ante cada stakeholder concreto. Dejamos al lector analizar si cada una de las actuaciones es ética o no (según diferentes circunstancias), y también si es legal o no.

6.7. Conclusión: La delegación también precisa de la ética

Los problemas de agencia y los conflictos de interés los podemos encuadrar en una problemática económica más amplia: la delegación. Siempre que delegamos en alguien corremos el peligro de que esa persona defraude las expectativas puestas en ella bien por incompetencia (tema que no estamos estudiando ahora) o por desviarse de los objetivos que le habíamos marcado. Para evitar esto la Economía de la empresa nos recomienda aplicar procedimientos de control por parte de los mercados y de las propias empresas (incentivos y control en sentido

estricto). El derecho nos aporta alguna legislación y van apareciendo otros documentos, de cumplimiento voluntario como los códigos de buen gobierno, u obligatorio, como los códigos profesionales. Y además están los usos y costumbres propios del sector en que actuamos o del conjunto de la sociedad, que cimentan una buena reputación.

Pero todo esto, siendo muchas veces positivo, no es suficiente. El mundo económico actual resulta enormemente complejo y las organizaciones empresariales, los mercados, el derecho... no son suficientes para controlarlo todo y garantizar que el "delegado" va a honrar la confianza del "delegante". Si yo confío en el producto financiero que me ofrece mi banco, pues toda la vida lo he hecho así, corro el peligro de que esta entidad financiera me ofrezca aquello que más le interesa colocar, como ha sucedido en España con las participaciones preferentes o con acciones de las propias entidades en fechas todavía recientes, creándose un verdadero problema social. También ha ocurrido que directivos de grandes compañías han considerado normal que la empresa les pague una lujosa vivienda, un jet privado o viajes muy caros, aparte de sus excelentes remuneraciones, aun sabiendo que todo eso va contra la cuenta de resultados y contra el dividendo que podría cobrar ese pequeño accionista que, en definitiva, es el que ha delegado en el directivo la gestión de la empresa.

Estos casos, y muchos más que podríamos contar, ponen de manifiesto un fraude realizado por el que ha recibido la delegación, y, si bien pueden mantenerse en muchos casos dentro de la legalidad, no son actuaciones éticas. Además, desde el punto de vista de las consecuencias para el conjunto de la sociedad constituyen actuaciones negativas. En efecto, estos comportamientos minan la confianza en las instituciones, obligan a redoblar los sistemas de control (lo que supone trabas para el buen funcionamiento del sistema), incitan a gastos superfluos e improductivos de aseguramiento y perjudican la distribución de la renta (al afectar de forma negativa, normalmente, a las rentas medias y bajas), por lo que también son éticamente censurables.

En definitiva, necesitamos apelar a la ética para que guíe la actuación de los agentes en los temas que hemos comentado en este capítulo. Hay que desarrollar los mecanismos jurídicos, organizacionales... para que esto funcione lo mejor posible, pero, en muchos casos, la ética del agente para hacer lo que debe hacer y no hacer lo que no debe hacer será fundamental. El problema, a

menudo, reside en discernir entre lo que puede considerarse razonable (por ejemplo refiriéndonos a la retribución de un directivo) y lo que es abusivo, pues depende del entorno social en que uno se mueva, de lo que ocurre en empresas similares, de lo que se valore el esfuerzo o la inteligencia del directivo, etc. Pero el que se encuentra ante estas situaciones tendrá que acostumbrarse a reflexionar éticamente sobre sus propios comportamientos.

Para pensar y discutir

1. En muchas grandes empresas los miembros del Consejo de Administración y los más altos ejecutivos, que en parte son las mismas personas, acaban concentrando todo el poder. Ese poder les es dado por la inoperancia de las juntas de accionistas y porque la normativa es, en gran parte, de aplicación voluntaria, exigiéndose solo que cuando no se cumple se explique el porqué. ¿Sería bueno que hubiera una legislación más amplia de cumplimiento obligatorio? ¿Podría eso encorsetar demasiado las decisiones empresariales? ¿Es difícil legislar sobre situaciones tan variopintas como las que se producen en el gobierno de las empresas? ¿Podrían ejercer ese control los mercados aumentando la cotización de las empresas que mejor lo hacen y dejando al descubierto a los directivos incompetentes o aprovechados? ¿Qué normas éticas aplicaríamos en cada caso?
2. ¿Qué medidas se podrían tomar para garantizar la máxima transparencia en las empresas, de manera que propietarios, potenciales inversores y el resto de los stakeholders pudieran hacerse una idea cabal de la situación de la empresa y de la actuación de los directivos? ¿Qué límites debería tener esa transparencia? Busca en internet algunos casos importantes de falta de transparencia en grandes empresas.
3. ¿Hay alguna posibilidad de potenciar las juntas de accionistas para que sean un verdadero órgano decisorio en las grandes compañías? ¿Qué posibilidades tiene la agrupación de pequeños accionistas de adquirir verdadero peso en las decisiones de las grandes corporaciones? Si el 10% de los accionistas de una gran compañía (todos ellos pequeños accionistas) se ponen de acuerdo entre ellos y nombran un representante en el Consejo de Administración ¿cómo debería actuar dicho representante desde un punto de vista ético?

4. Supongamos un grupo bancario que, por un lado, asesora a una empresa que va a salir a bolsa haciendo una "oferta pública inicial" (OPI) de sus acciones y, a la vez, se dedica a colocar las acciones ofertadas. ¿Estará interesado en aconsejar que se fije un precio alto para las acciones en la OPI? ¿Se aprecia algún conflicto de interés? ¿Cómo debería actuar desde un punto de vista ético?
5. Hace unos años, uno de los autores de este libro se encontró con un conocido al que una exitosa entidad financiera le había ofrecido, por ser un cliente VIP, un crédito en condiciones ventajosas para que lo dedicara a la compra de acciones de la propia entidad. Es evidente que la entidad quería colocar un paquete importante de sus acciones y se le ocurrió este mecanismo. El cliente aceptó encantado, y además hizo un buen negocio pues las acciones subieron mucho en los siguientes años. Sin embargo se nos plantean algunas dudas como: ¿al ofrecerle las acciones se explicaron claramente al cliente los riesgos que corría o se le insistió en la gran oportunidad que se le ofrecía? Parece claro el conflicto de intereses que afecta al empleado de la entidad. Si las acciones hubieran bajado, ¿podría considerarse ético que el cliente hubiera exigido una dación en pago?

Capítulo 7

El profesional financiero en la empresa

7.1. Introducción

En este capítulo vamos a ocuparnos del profesional de las finanzas que trabaja para una empresa, y de la situación ética en que se ve. Una parte de esa situación, la relativa al problema de agencia y a los conflictos de interés, ya la hemos tratado en el capítulo 6, de manera que no volveremos sobre ella.

Aquí nos ocuparemos principalmente de las decisiones tomadas dentro de la estructura jerárquica de la organización. El profesional rara vez decide por sí solo; normalmente participa en procesos organizacionales de toma de decisiones que pueden llegar a ser complejos. Incluso en aquellas decisiones que tiene delegadas, debe tomarlas de acuerdo "al interés de la empresa", esto es, debe poder justificar que su decisión corresponde a la planificación estratégica de la empresa, particularmente que contribuye a sus objetivos de fondo.

Desde el punto de vista ético, eso plantea la cuestión de hasta qué punto una determinada decisión es suya, y por tanto tiene responsabilidad moral por ella. Como vimos en el primer capítulo, la responsabilidad moral es un correlato de la intencionalidad, la inteligencia y la libertad con que se toma una decisión. ¿Qué ocurre entonces si la intencionalidad de la decisión individual es integrarse más en la empresa (con las ventajas que eso pueda conllevar en remuneración, ascensos, etc.) por la vía de asumir acríticamente como propios los objetivos de la compañía? ¿Qué sucede si el análisis profesional muestra que esa intención se desarrolla concretamente a costa de algunos stakeholders, de manera que la inteligencia no puede ver como bueno lo que se está haciendo? ¿Qué pasa si todo ello ocurre en un contexto de libertad personal disminuida, por ejemplo por el peligro de desempleo? Y, lo que es más complicado, ¿cómo se distribuye la responsabilidad moral si no se trata de una decisión delegada en una persona sino tomada colectivamente?

Junto con esas cuestiones, en este capítulo trataremos algunas otras relacionadas. Por ejemplo: ¿qué constituye una buena empresa para trabajar,

desde el punto de vista ético?, ¿qué rasgos del perfil moral de una persona son valiosos para integrar organizaciones así?, ¿qué podemos hacer si nos encontramos trabajando en una empresa con problemas éticos constitutivos?

Antes de entrar en esas preguntas, presentaremos dos experimentos psicológicos clásicos que muestran la importancia del contexto sobre la forma en que actúan las personas.

7.2. Un par de experimentos psicológicos

El experimento de Milgram (1963)

Stanley Milgram fue un psicólogo social de familia judía húngara, que trabajaba en la universidad de Yale (Estados Unidos). En cierto momento, se planteó la cuestión de por qué los alemanes habían sido tan dóciles a la seducción del nazismo, hasta el punto de una obediencia ciega en la II Guerra Mundial. La hipótesis de Milgram es que eso se debía a un rasgo cultural de disciplina aprendida por todos los jóvenes alemanes en su formación, que los nazis aprovecharon. Para verificar esta hipótesis, Milgram se propuso realizar un test de disciplina, expresada como seguimiento de órdenes hasta llegar a la irracionalidad, en los Estados Unidos y en Alemania. La diferencia en los resultados debería dar una idea de cuánto más disciplinados son los alemanes que los americanos.

Milgram comenzó por la costa este de los Estados Unidos. Montó un falso experimento sobre la influencia del castigo sobre la memoria, en que un 'profesor' hacía preguntas de memorización al 'alumno' bajo estudio, situado en otra habitación, fuera de su vista. Si el 'alumno' respondía mal, recibía una descarga eléctrica del 'profesor'. Con cada error, la descarga subía 15 voltios, hasta llegar a un punto letal de 450 voltios. Las descargas se daban a través de una máquina muy aparatosa en que cada paso indicaba los voltios de la descarga, y hacia el final también las consecuencias. Este experimento era supervisado por un científico enfundado en una bata blanca. Si el 'profesor' mostraba alguna duda acerca de la conveniencia de seguir aplicando descargas crecientes a cada error del 'alumno', el científico le pedía seguir, le indicaba la importancia de hacerlo hasta el final, o se lo mandaba.

En principio, tanto los 'profesores' como los 'alumnos' eran voluntarios tomados de la sociedad local por un pequeño pago. De hecho, uno se presentaba para participar en el experimento sin saber si sería 'profesor' o 'alumno'; esto vendría determinado por un sorteo posterior. Pero el experimento era falso. El objeto de estudio no era la memoria de los 'alumnos' sino la obediencia de los 'profesores'. Los 'alumnos' de hecho no eran voluntarios, sino estudiantes de Milgram, y el sorteo estaba amañado para situar a todos los voluntarios como 'profesores'.

Según su hipótesis, Milgram esperaba que en la costa este de Estados Unidos menos del 1% de esos voluntarios aceptarían llegar hasta niveles letales de descarga por pura obediencia al protocolo del supuesto experimento y al 'científico' de la bata blanca; y esperaba que en Alemania el porcentaje fuera sensiblemente mayor, no porque allí hubiera más psicópatas sino por una cultura más basada en la disciplina y la obediencia a las reglas y las figuras de autoridad.

La sorpresa de Milgram fue grande al notar que más de la mitad de sus 'profesores' en Estados Unidos llegaban hasta el final propinando descargas, con oportunas intervenciones autoritativas del 'científico'. Los campos de exterminio de los que había huido su familia, podrían haber sido montados perfectamente en la costa este de Estados Unidos. Ya no procedió con el experimento en Alemania.

El experimento de Milgram muestra hasta qué punto personas perfectamente sanas desde el punto de vista psicológico son capaces, sin embargo, de hacer monstruosidades morales como matar a un inocente con electricidad, si se sitúan bajo el mando de una figura de autoridad que bendice la operación. También muestra que esta no es una reacción necesaria, mecánica por así decirlo, puesto que hubo casi una mitad de los 'profesores' que en un cierto punto del experimento se negaron a proseguir.

Como en tantas cosas humanas, tenemos aquí una tendencia innata a la 'obediencia debida' que puede llevar a ponernos bajo la autoridad de otro y seguir sus órdenes; y al mismo tiempo, tenemos también la libertad moral que nos permite relativizar esa autoridad, cuestionar sus conclusiones, y eventualmente separarnos de ella y desobedecerla.

El paralelo con la situación del empleado en la empresa y respecto a su jefe, es inmediato. La misma tensión entre ajustarnos al protocolo de la organización y las indicaciones del supervisor, por una parte, y los dictados de la propia

conciencia moral o del deber profesional, por otra, puede presentarse en la empresa. Una resolución demasiado rápida a favor de la compañía puede acabar haciendo de nosotros meros instrumentos inertes de finalidades ajenas, una rueda en un mecanismo destinado a que otros ganen dinero.

The Stanford Prison Experiment (1971)

Un poco posterior es el experimento a que nos referimos ahora, llevado a cabo por Philip Zimbardo. Este profesor pidió un espacio en un sótano de la universidad de Stanford y lo convirtió en una cárcel simulada. Como prisioneros y como guardianes de esa cárcel tomó estudiantes voluntarios de la universidad, que fueron asignados a uno u otro rol por sorteo. El proceso de detención y prisión fue llevado a cabo con el mayor realismo posible, y después se dejó a los 'guardianes' y a los 'presos' interactuar libremente.

A pesar de que en este caso ambos grupos sabían que eran parte de un experimento con reglas transparentes, lo cierto es que pronto los 'guardianes' empezaron a actuar espontáneamente como verdaderos guardianes de una prisión, y los 'presos' como verdaderos presos, desarrollando las mismas acciones y actitudes que podían ser vistas en las prisiones reales, incluyendo abusos de todo género.

Zimbardo concluyó que el comportamiento diferenciado de los estudiantes 'guardianes' y 'presos', originalmente elegidos por sorteo entre unos voluntarios sustancialmente homogéneos, era el resultado de una internalización de los roles en que habían sido puestos, no de características diferenciales de las personas. En posteriores trabajos sistematizó sus hallazgos sosteniendo que el comportamiento de cada persona podía explicarse por la combinación de tres factores:

- Uno sistémico, que se refiere a la estructura del sistema y en consecuencia a las condiciones de éxito dentro del mismo. En el caso del experimento de Stanford la 'prisión' constituía ese sistema. En el caso de un empleado en finanzas, la persona se encuentra en un sistema económico basado en la propiedad privada y los intercambios de mercado tanto para consumir como para producir, que prácticamente le obliga a encontrar un empleo si quiere sobrevivir.
- Otro más coyuntural, consistente en la situación en que se halla la persona

dentro del sistema. En el caso del experimento de la prisión de Stanford, la característica más importante de esa situación estribaba en si uno era guardián o preso. En el caso de la empresa, la situación de cada cual comienza con la descripción (real) del puesto que ocupa. En esa descripción puede haber ya inscritos conflictos de intereses, abusos contra la buena fe de otros, problemas informacionales..., que vienen del diseño mismo de la posición, es decir, de las condiciones para tener éxito específicamente en ella. Y luego están las diferentes situaciones de decisión por que la persona en ese puesto pasa, las cuales pueden también ponerle frente a determinados problemas morales.

Salvo situaciones límite, elegimos a qué empresas aplicar. Esta no es solo una decisión sobre cuánto esperamos ganar, cuáles son los prospectos de progreso profesional, etc., sino también una decisión moral sobre los condicionamientos que queremos para nuestra libertad. Mientras el sistema no lo elegimos, la empresa sí.

- Finalmente, hay un tercer elemento estrictamente personal. En la prisión de Stanford como en la empresa, no todos reaccionan igual ante la misma situación. La heterogeneidad de los comportamientos depende mucho del temperamento del sujeto (las condiciones innatas de la persona que vienen con su carga genética) y de su biografía moral (las elecciones personales anteriores). Pero además cada cual hace en cada momento un cierto uso de la libertad que le permite ceder u oponerse a cualquier condicionamiento, venga de donde venga, si conserva la básica personalidad moral que hemos atribuido a los seres humanos: intencionalidad, inteligencia y libertad. Solo las personas que sufren daños severos en alguno o varios de estos niveles puede decirse que no constituyen sujetos morales y no pueden elegir separándose de sus condicionamientos.

Esta distinción de Zimbardo entre tres niveles que influyen el comportamiento permite también situar a tres niveles la transformación de aquello que consideramos moralmente inadecuado:

- El elemento estructural puede cambiarse básicamente a través de la política y de las actividades con repercusiones políticas. También podemos decidir ignorarlo y no prestar mayor atención a tales condiciones sino contentarnos con ser satisfactores en ese campo: en vez de perseguir el éxito social

podemos querer tener lo suficiente (de bienes, respeto, etc.) y dedicarnos al éxito en objetivos más privados.

- El elemento situacional viene condicionado por el anterior, pero en realidad determinado por la estructura real de la empresa. Hablamos de su estructura real refiriéndonos a cómo son las cosas en realidad, no a lo que está escrito en los papeles. Dentro del mismo sistema y del mismo sector, hay empresas con estructuras muy distintas. Mientras se mantengan competitivas en los mercados que las afectan, en realidad esos mercados no van a dictarles su forma interna de hacer las cosas. La transformación de situaciones consiste muy a menudo, por tanto, no en la transformación política del sistema sino en la transformación de las organizaciones, más al alcance de la mano.
- Finalmente, en el nivel personal caben una serie de dinamismos por los que aprendemos a hacer un uso mejor de nuestras facultades morales. Nuestra intencionalidad puede afinarse para distinguir los proyectos buenos de los menos buenos; nuestra inteligencia puede hacerse más penetrante para descubrir posibilidades de realización de esos proyectos donde antes la realidad aparecía como cerrada; nuestra libertad puede atreverse a abandonar ataduras.

  El aprendizaje moral, por otra parte, no ocurre solo con que se muestre razonadamente algo como bueno sino que también es preciso que se ponga de manifiesto que es posible. La mejor manera de mostrarlo como posible es realizarlo uno mismo; por eso el ejemplo desempeña un papel tan importante. Cuando no se trata de declarar lo que hay sino lo que debe haber, la autoridad moral de quien habla, que lo haya experimentado él mismo y lo muestre con su ejemplo, es muy importante.

Estos tres niveles se encuentran evidentemente interrelacionados. Hay una cadena descendente por la que cada nivel condiciona al de abajo; y una cadena ascendente por la cual cada nivel construye al de arriba. Las organizaciones están hechas de personas; la sociedad política de las formas organizacionales intermedias en que se agrupe la gente. Por eso es significativo que la organización, la empresa por ejemplo, tome en cuenta también los antecedentes morales de los candidatos que considere para un puesto, no solo sus capacidades técnicas. Buenas personas hacen una mejor empresa. Y también resulta significativo todo esfuerzo para mejorar las organizaciones. Buenas empresas hacen una mejor sociedad.

7.3. El entrecruce entre la profesión y la empresa

En realidad, las capacidades técnicas tampoco existen por sí solas. Los códigos de los colegios profesionales nos recuerdan que cada profesión u oficio en las finanzas obtiene su legitimidad de la aprobación social, esto es, de realizar un bien específico y reconocible a la sociedad (Hortal, 2002). El contable existe para dar una imagen verídica del pasado de la organización hasta su presente; el analista para ofrecer las mejores estimaciones posibles sobre el futuro y recomendar la opción más adecuada a los objetivos del cliente; el banquero principalmente para realizar la intermediación financiera que convierte los ahorros de una parte de la economía en recursos para la inversión en otra parte; el asegurador para cubrir riesgos con base en grandes números; y así con las demás profesiones.

El empleado se encuentra en el entrecruce de dos normativas: la que proviene de su colegio profesional, que refleja las obligaciones de su profesión hacia la sociedad; y la que proviene de la empresa que, si todo está bien, señalará sus roles y deberes para con los intereses legítimos de la compañía y sus stakeholders, entre los cuales lograr beneficios ocupa un lugar estratégico prominente. Una empresa bien organizada desde el punto de vista técnico consistirá en una serie de puestos que pueden ser cubiertos con las combinaciones de habilidades profesionales que ofrece el mercado laboral, sin crear posiciones imposibles o muy difíciles de llenar bien.

Algo análogo ocurre desde el punto de vista moral: una organización bien construida es aquella que permite a cada profesional satisfacer su rol en la sociedad a través de su servicio a la organización. Si es preciso traicionar sistemáticamente el sentido de servicio a la sociedad propio de la profesión para que la empresa gane dinero, esto es, si la contradicción entre ambos intereses viene construida en la descripción del puesto, algo está mal; no solo en el puesto sino en la empresa misma.

El orden de las prioridades debe dejarse claro: lo lógico, lo normal, es que el interés de la empresa contribuya también al servicio de la sociedad; pero si hay contradicción entre los dos, sin duda hay que jerarquizar y elegir el escalón más alto. Igual que es moralmente repugnante servir a la sociedad a costa de la Humanidad, lo es promover los objetivos de la empresa a costa de que

retrocedan los de la sociedad. ¿De qué sirve, en última instancia, un profesional exitoso en una sociedad fracasada? O con otras palabras, ¿en qué consiste el éxito profesional si no en la contribución de uno al éxito social?

7.4. La empresa como sujeto moral colectivo

La empresa constituye un sujeto moral colectivo con el que interactúan personas, otras empresas e instancias estatales. Aunque hablen con una persona, ellos no tratan realmente con ese individuo sino con una organización que cuenta con protocolos y directivas para manejar los casos, con políticas y estrategias para moverse en la sociedad. El trabajador debe actuar a partir de esos documentos y órdenes verbales, con mayor o menor libertad para adaptarlos, normalmente "poniéndoles rostro humano", pero sin decidir por sí mismo sobre cómo tratar el fondo del asunto.

La acumulación de decisiones acerca de cómo proceder corporativamente en cada caso forman una suerte de "personalidad" colectiva, lo que llamamos una cultura de la organización. Así lo percibe cada ente externo que entra en contacto con la organización a través de sus empleados. Por su parte, cada nuevo trabajador es socializado en esa cultura, tanto formalmente a través de los materiales y el proceso de inducción, como informalmente a través de los ejemplos que ve y los criterios de valoración que se aplican a los distintos tipos de trabajo y comportamiento.

Las señales morales que se envían desde una organización hacia sus empleados no solo se encuentran en los documentos explícitos acerca de cómo proceder sino también en órdenes fórmales o informales que no dicen cómo sino solo qué, estableciendo objetivos por los que luego se valorará a los empleados. Esto puede ocurrir en las empresas financieras: los profesionales reciben objetivos que solo pueden alcanzarse a través de alguna forma de abuso ético de la buena fe del otro, pero jamás se sugiere desde la organización que tal abuso deba realizarse.

Por otra parte, la empresa misma confirma la existencia de una cultura organizacional propia al enunciar en su código de empresa los valores por los que quiere ser conocida. Coincidan o no con los valores reales, al enunciar esos

ideales se afirma la importancia de que la cultura organizacional posea unos u otros rasgos.

Es cierto que en cada sector se pueden encontrar organizaciones muy diferentes. De hecho, si la cultura organizacional de la nuestra nos parece moralmente asfixiante o contradictoria con nuestros valores personales y nuestra biografía moral, es preciso conservar siempre la libertad suficiente para cambiar de empresa.

Esa libertad depende muy fundamentalmente de nuestra libertad para buscar. De entre todas las decisiones bajo nuestro control personal, la más importante al respecto es el nivel de endeudamiento que hayamos contraído. La persona que haya asumido deuda hasta el límite de sus posibilidades actuales, tiene muy difícil la libertad para separarse de lo que está haciendo y buscar algo más satisfactorio desde el punto de vista moral, lo que generalmente toma un tiempo y puede terminar en una remuneración o unas perspectivas de ascenso profesional algo menores. Esta libertad para dejar el sitio donde estamos se posee con algunos ahorros o con deudas moderadas, pero se pierde con un endeudamiento mayor.

Si una posibilidad es cambiar de empresa (o empezar una propia, lo que supone unos riesgos bastante mayores que simplemente cambiar de empleador), otra posibilidad es cambiar la empresa en que nos encontramos. Como decíamos, es verdad que los empleados son socializados en la empresa y en cierta manera condicionados por sus procedimientos internos de asignación de objetivos, remuneración, evaluación, etc. En ese sentido funcionan los esquemas jerárquicos que Stanley Milgram notaba en su experimento. Pero también es cierto que los empleados construyen la organización. Sin su trabajo de cada día, la empresa no produciría nada; sin su forma de relacionarse, la empresa no sería socialmente relevante; sin sus decisiones, la empresa no tomaría ningún curso en la sociedad. La organización es lo que los empleados hagan de ella. Al ascender en la cadena jerárquica de la empresa se adquiere más poder para volver forma general de hacer aquello que ya es una convicción moral compartida por muchos en la empresa.

Un primer paso de ese camino de mejorar la calidad moral de la organización consiste en dar razones éticas (además de las técnicas) para las decisiones que proponemos. Al explicar por qué debe hacerse tal o cual cosa desde el punto de

vista ético, hacemos algo más que argumentar nuestra posición: situamos el desacuerdo, si lo hay, en el terreno de la razón, no en el del poder. En ese terreno, la discusión puede ser ganada por quien tenga las mejores razones, independientemente de la fuerza o el poder que consiga organizar tras ellas. Curiosamente, eso es en beneficio de la organización a la que no le conviene que las decisiones corporativas sean tomadas en virtud del poder de cada cual sino de la calidad de sus propuestas.

La toma de decisiones en los diálogos corporativos es uno de los objetos de la ética del diálogo propuesta por Jürgen Habermas y Karl Otto Apel. Estos autores sostuvieron que la justicia de una decisión tomada colectivamente depende de una serie de factores de procedimiento necesarios para que se forme una "comunidad ideal de comunicación" que, si bien es ideal y por tanto no se alcanza nunca, sí sirve para evaluar los diálogos existentes y sobre todo para ver si cualquier cambio propuesto los acerca al ideal o los aleja de él.

Esas condiciones son cinco:

1. Que todos los afectados por la decisión estén presentes en el diálogo donde se tomará, sean internos o externos a la organización.
2. Que ninguno ejerza poder sobre otro, restringiendo así su libertad, aunque posea ese poder.
3. Que todos argumenten sus posiciones usando el argumento de universalización, esto es, mostrando que si todos actuaran como ellos proponen, el resultado sería un mundo más deseable.
4. Que las decisiones se tomen por consenso racional en torno al mejor argumento.
5. Que todos los presentes se comprometan a realizar la decisión finalmente acordada.

Podría discutirse en qué medida cabe acercarse más o menos a diálogos de esta calidad moral en un contexto corporativo. De hecho, también en materia de cultura de toma de decisiones las organizaciones son muy distintas. Las organizaciones contemporáneas intentan activar las capacidades y los puntos de vista de todos sus miembros, ampliando así el número de perspectivas y la probabilidad de que la decisión final sea acertada. Una organización vertical en que solo la cúpula decide, pierde la sensibilidad y la inteligencia colectiva que se

forma a partir de sus empleados; es una organización menos competitiva en consecuencia.

Así que en organizaciones modernas es frecuente que la toma de decisiones importantes sea precedida de diálogos. Para que estos reflejen eficazmente la pluralidad de la organización, resulta preciso que los directivos no se encuentren con que los demás trabajadores tratan de adivinar lo que ellos piensan, para decir precisamente eso. Es decir, es preciso que los demás puedan hablar libre e independientemente, sin temer represalias por parte de quienes detentan más poder que ellos.

Por otra parte, a esos diálogos cabe invitar a más o menos de los afectados, sus representantes, etc. Hay algunos casos en que el ideal de invitar a todos los afectados no puede realizarse porque una parte de la información o de las decisiones son secretas. Pero prácticamente siempre pueden tomarse en cuenta los puntos de vista de los ausentes, en particular si se encarga a alguno de los presentes la tarea de averiguar esos puntos de vista y representarlos lo mejor posible en la reunión.

La tercera condición es quizás la más difícil de conseguir en concreto: ¿cómo convertir la toma de decisiones en un diálogo de razones, no en una negociación de intereses guiada por el poder de las diversas coaliciones presentes? La respuesta no se halla en realidad en una técnica sino en la calidad moral de los participantes y de la organización misma. No obstante, esta no emergerá si la alta dirección no es la primera en dar ejemplo, y funcionar desde un principio de racionalidad en todas sus tomas de decisión. De hecho, el diálogo solo será verosímil si quien de hecho tiene más poder es el primero en poner ese poder entre paréntesis para buscar la respuesta más verdadera.

Las condiciones cuarta y quinta son una consecuencia de las anteriores. Si hemos aceptado discutir sobre la base de razones, el campo se estrecha rápidamente hacia las mejores razones. Quizás no concurramos en una sola, pero ciertamente la diversidad inicial de opiniones se habrá reducido considerablemente en la conversación. Sobre ese abanico reducido de alternativas y razones morales para sostenerlas, el acuerdo será más fácil; y una vez alcanzado este, el compromiso de todos con él también será más espontáneo.

7.5. El entrecruce entre la empresa y la familia: Conciliación

Un último punto de importancia para este capítulo es la conjunción de nuestro rol profesional en la empresa con nuestro rol en la familia. Los marxistas solían hablar de la producción y la reproducción de los factores (trabajo y capital): desde el punto de vista económico, el lugar de la reproducción del capital es la empresa con su investigación, innovación y reinversión; y el lugar de reproducción del trabajo es la familia. Y no solo de la reproducción del trabajo sino que, conforme los sistemas de seguridad social han ido avanzando, también es el lugar de reproducción de los cotizantes que harán funcionar, o no, el sistema de salud y de pensiones.

La Seguridad Social es más usada por la gente mayor que por los más jóvenes. En el modelo europeo, sanidad y pensiones constituyen sistemas de reparto solidarios intergeneracionalmente, es decir, los trabajadores actuales los pagan aunque ellos los utilicen menos a menudo. Cuando les llegue la edad de usarlos más, serán los trabajadores de ese momento quienes los pagarán. El supuesto detrás de la viabilidad de los sistemas solidarios de salud y de pensiones es que la pirámide poblacional tenga una base más grande que su cumbre.

Lo que está ocurriendo es justamente lo contrario. Una visita a la página web del Instituto Nacional de Estadística muestra datos desoladores para la natalidad en España, incluidas una pirámide poblacional invertida a partir del segmento que al momento de escribir tiene 35-39 años de edad (lo que implica envejecimiento), y un pronóstico de crecimiento vegetativo negativo (sin contar por tanto la entrada y salida de migrantes) desde 2017. En países distintos, en especial de otros continentes, la situación no es tan dramática, pero las tendencias sí van en el sentido de una población de más edad con familias de menos hijos.

El resultado socioeconómico de no atender a la reproducción del factor trabajo va a ser nefasto sin duda. También lo será el resultado cultural de mujeres teniendo menos hijos de los que desearían y más tarde, porque no pueden permitirse el lujo de dedicarse a la crianza antes de haber consolidado su carrera profesional, o porque no cuentan con facilidades suficientes de empleo a tiempo parcial o de reincorporación al mercado laboral una vez retiradas de él por unos pocos años.

Las opciones de las personas y las familias deben siempre ser respetadas.

Siempre que sean en efecto sus opciones personales, y no se encuentren en los niveles que Zimbardo llamaría sistémico o situacional. Es decir, tener pocos hijos y tenerlos tarde en la vida puede ser la opción de una familia joven dados el sistema dentro del que viven y la situación en que se encuentran dentro de ese sistema. Puede no corresponder a sus deseos más profundos sino a presiones externas.

El sistema mismo que crea tales presiones no es socialmente sostenible. Si toda la carga de la reproducción del trabajo se pone sobre las familias, y al mismo tiempo solo la reproducción del capital produce las ganancias monetarias por las que el sistema llama a moverse, el resultado será un desequilibrio poblacional severo. A ese desequilibrio el sistema no puede sobrevivir, porque una sociedad de consumo necesita consumidores y la formación de hábitos de consumo se concentra en la infancia y la juventud, justo los segmentos poblacionales en retroceso. Esto por no hablar de lo que va a ocurrir con el Estado de Bienestar, que provee la seguridad necesaria para que el capitalismo funcione, si faltan cotizantes jóvenes y sobran perceptores mayores de pensiones y servicios sanitarios.

La respuesta liberal a este problema consiste en romper el carácter solidario del sistema, y que cada cual se pague con su trabajo los servicios sanitarios y las pensiones que vaya a utilizar. Los imprevistos pueden ser cubiertos por seguros privados y los casos límite por cierta asistencia estatal. El problema de la natalidad no queda así resuelto sino solo "privatizado".

Respuestas alternas se han propuesto también desde otras posiciones ideológicas, que no quieren realizar la ruptura del principio de solidaridad en la Seguridad Social. Su base consiste en reconocer que la reproducción del factor trabajo posee externalidades positivas muy grandes, esto es, que tener hijos no solo es un beneficio para los padres sino para toda la sociedad (y en un sistema solidario de seguridad social lo es de una manera muy clara). Si es beneficio para toda la sociedad, toda la sociedad ha de contribuir al coste correspondiente.

Una línea de pensamiento considera la posibilidad de que haya ventajas económicas públicas por cada hijo que se tenga (desgravaciones en los impuestos, menores tasas a partir del tercer hijo...). Llevado más adelante, ese principio sostendría la necesidad de que el Estado pagara a quien se dedica a criar hijos pequeños, de manera que retirarse del trabajo por unos años fuera

una opción económicamente viable para la mayoría de las personas (particularmente mujeres, pero no solo). Evidentemente, más prestaciones económicas públicas por cada hijo implica mayores impuestos al conjunto de la población, de manera que sería la sociedad quien apoyara económicamente a la familia que decide tener más descendencia.

Otra línea de pensamiento coloca la responsabilidad social donde se produce la creación social de riqueza: en las empresas. Una serie de medidas en la legislación laboral tienden a evitar la discriminación de las mujeres que deciden tener hijos; otras medidas procuran cierto apoyo económico o de tiempo a la tarea de crianza. La palabra clave es aquí "conciliación", esto es, que resulte posible compatibilizar bien un trabajo remunerado (por tanto reproducir el capital) y la crianza en una familia (por tanto, reproducir el trabajo). Algunas empresas se empeñan en ello más que otras; y es que, aunque haya ciertos beneficios para la misma empresa en la conciliación, el grueso del beneficio no familiar de tener mas hijos lo obtiene la sociedad en su conjunto.

Podemos saber, sin lugar a dudas, que la combinación de apoyo público y conciliación empresarial utilizada en España no está alcanzando sus objetivos: cada cohorte de edad es menor que la anterior desde hace 35 años. Esto es tanto como decir que en España la reproducción del capital (a través de la producción y el consumo de las empresas) está fagocitando a la reproducción del trabajo (a través de las familias) y que ello va a producir un problema socio-económico mayor a nivel de todo el sistema en muy pocas décadas. La discusión de cómo abordar las causas y los efectos de este problema sigue abierta, más aún cuando la globalización establece condiciones sociales muy desiguales de competitividad, las empresas realizan arbitrajes regulatorios buscando los países más baratos, etc.

7.6. Conclusión: El significado ético de una decisión

Con quién formar pareja y en qué empresa trabajar son quizás las dos decisiones más importantes que el común de las personas toman al llegar a la edad adulta. Ambas responden a necesidades básicas, pero las dos tienen también un significado moral profundo: nos ponen en el camino para construir la calidad de personas que vamos a ser en el futuro.

En este capítulo hemos visto cómo ocurre ello a través de la potencia de socialización moral que tiene la empresa. Para el trabajador situado en la parte inferior de la correspondiente escala jerárquica, la empresa posee la fuerza configuradora de una situación moral, que él ha elegido por ciertas razones pero que es como es y tiene pocas posibilidades de cambiar inicialmente. Esa situación gobierna sus objetivos profesionales, probablemente también el tipo de acciones con que los alcanza, intenta ajustarle a sus valores y a sus modos de relación propios, y pide su esfuerzo para seguir construyéndose a sí misma. Su posibilidad de cambiarla, al menos al principio, parece pequeña. Eso nos ocurre cuando comenzamos a trabajar en una empresa recién graduados.

Si nuestras convicciones éticas personales tienen buen acomodo en la cultura organizativa de la empresa, todo ello será para bien. Sentiremos que nos realizamos moralmente en el trabajo. Pero si hay algunos desajustes profundos, se nos plantean dos alternativas. La primera consiste en si mantener interiormente el disenso con la cultura organizacional, o suprimirlo, también internamente. Muchas personas no pueden aguantar largo tiempo la disonancia entre lo que piensan y lo que hacen, así que si no pueden cambiar sus acciones, cambian sus convicciones y empiezan a pensar como conviene a la estructura en la que se encuentran. Por supuesto, esto supone un triunfo de la estructura sobre el individuo: el ideal institucional.

Si uno decide mantener sus propias convicciones en la disonancia, todavía queda la alternativa de permanecer en la organización hasta llegar a una posición de poder suficiente para cambiar algunas cosas en ella, o bien abandonarla y buscar otro trabajo, lo que requiere haber conservado la libertad precisa. En el capítulo vimos que una dimensión básica de esa libertad es la libertad económica que puede perderse, por ejemplo, a través del endeudamiento.

En realidad, la elección moral de la que trata este capítulo es doble. Hay también una definición moral fundamental en la empresa. Ella decide cómo va a construir su cultura organizacional: por la vía de intentar alinear a todos con las decisiones de las autoridades corporativas, de forma que quien no se ajuste está de más; o por la vía de un diálogo de toma de decisiones en que interactúen distintos stakeholders. Procedimiento sin duda más complejo que el anterior, pero con más sensores en la realidad y capaz de generar más compromiso con las decisiones de empresa finalmente tomadas. También procedimiento de una calidad moral

muy diferente, que define una cultura organizacional donde distintas sensibilidades morales pueden realizarse.

Para pensar y discutir

1. Busca en internet algunas situaciones de conflicto moral público entre una persona y el esquema jerárquico en que se encuentra inserta. Hay ejemplos de ello en las burocracias estatales, en las militares y también en las empresariales. Quizás el caso más famoso en este momento sea el de Snowden, pero también puedes tomar el de Greg Smith respecto a Goldman Sachs, o algún otro ejemplo. Describe la situación de conflicto moral en que se encontraba la persona en los términos de Zimbardo (sistema, situación, factores personales). ¿Cuáles eran sus alternativas? ¿Por qué escogió la que escogió? ¿Qué razones morales dio para ello? ¿Consideras que su opción fue moralmente adecuada? ¿Por qué sí o no? ¿Qué hubieras hecho tú en su lugar?
2. Examina las formas de toma de decisiones en una organización que conozcas bien, por ejemplo, una empresa donde hayas trabajado o hecho prácticas. Analiza esa toma de decisiones según las condiciones de la ética del diálogo. Para cada condición, pregúntate: ¿Cuál es la situación predominante en la empresa y en el sector a que pertenece? ¿En qué dirección deberían ir las mejoras? ¿Qué obstáculos estructurales (es decir, debidos a la naturaleza misma de la comunicación empresarial) esperarías encontrar?
3. Busca el código profesional vigente que más se adecúe al oficio que piensas desempeñar a partir de tus estudios. ¿Qué obligaciones impone al profesional respecto a su cliente? ¿Esperas algún conflicto entre ellas y las obligaciones hacia la empresa en que trabajes? Si el conflicto es típico del sector donde quieres trabajar, ¿cómo piensas afrontarlo?
4. Entre tus familiares y amigos, reúne historias reales donde la conciliación haya sido posible, y por tanto trabajo y familia se hayan apoyado o al menos respetado mutuamente; y donde haya sido imposible, y por tanto trabajo y familia haya sido destructivos uno para el otro. Del examen de esos casos,

¿puedes sacar conclusiones respecto a lo que es necesario para que la conciliación entre trabajo y familia funcione?

Tercera parte

Capítulo 8

El objetivo financiero de la empresa

8.1. Introducción

El denominado objetivo financiero de la empresa, que puede resumirse en maximizar el valor de la compañía, está recogido, de manera más o menos explícita, en multitud de códigos, documentos empresariales y declaraciones de presidentes y consejeros delegados de las corporaciones más importantes. También está recogido en los manuales de Finanzas, donde se propone como guía de las decisiones de inversión y financiación. Es el objetivo normativo de las finanzas corporativas y de las finanzas en general.

En este capítulo, tras fundamentar lo anterior, estudiaremos las virtudes del objetivo financiero, y, sobre todo, nos preguntaremos si tal objetivo es compatible con la ética. Entre bastantes estudiosos de la gestión de empresas se ha defendido con entusiasmo el planteamiento pluralista, que sostiene múltiples objetivos para la gestión empresarial: parece más fácil compatibilizar con la ética un planteamiento que propugne, además de maximizar el valor, atender los objetivos del resto de los participes sociales o stakeholders. En nuestra opinión no hay contradicción entre lo que plantea el objetivo financiero y atender los legítimos intereses del resto de los stakeholders, siempre que dicho objetivo se plantee con una perspectiva de largo plazo, y se expliciten una serie de limitaciones.

Maximizar el valor de la empresa, desde una perspectiva económica, tiene la ventaja de ser una guía adecuada para la correcta asignación de los recursos, que no olvidemos que es una función fundamental de la economía, y además resulta útil para disminuir el problema de agencia, aclarar conflictos de interés y definir la política de retribución de la empresa.

Al mejorar la asignación de los recursos se está creando valor, lo que debe tener una valoración ética positiva, pues supone riqueza para el conjunto de la sociedad. Ahora bien, es importante que el resto de mecanismos del sistema económico regulen y complementen el mercado, a la vez que consiguen una

distribución aceptable de la renta.

El que una empresa aumente su valor en el mercado, suponiendo que todo lo demás funciona correctamente, es síntoma de que hace las cosas bien, y eso es positivo para la sociedad. El esfuerzo debe ponerse en que las empresas maximicen su valor a la vez que son socialmente responsables y sostenibles, lo que tiene mucho que ver con maximizar el valor con una perspectiva de largo plazo.

En definitiva, tenemos que ver cómo el objetivo financiero, adecuadamente utilizado y complementado, puede ayudarnos a conseguir el bien común.

8.2. Un objetivo para las finanzas y para el conjunto de la empresa

Los manuales de Finanzas suelen establecer, explícita o implícitamente, como objetivo de la empresa "maximizar su valor en el mercado", lo que se ha denominado objetivo financiero de la empresa. Este objetivo guía las políticas de inversión y financiación, donde se resumen las decisiones de las finanzas corporativas:

- Así, es el fundamento para utilizar el Valor Actualizado Neto (VAN), criterio por excelencia para la toma de decisiones de inversión, tanto en condiciones de certeza como de riesgo.
- Está en la base de los razonamientos de Franco Modigliani y Merton Miller que en sus famosos trabajos de 1958, 1961, 1963, 1977... fundamentaron con rigor las políticas de financiación, incluida la política de dividendos.

En realidad no es aventurado afirmar que maximizar el valor de mercado es, en la práctica, el objetivo de las finanzas en general, incluyendo las finanzas de mercado y las instituciones financieras como la banca o los seguros. De ellas, las finanzas corporativas son el núcleo fundamental. Pero nos atrevemos a dar un paso más al afirmar que maximizar el valor se plantea con frecuencia como el objetivo fundamental de la empresa. Para sustentar esta afirmación basta con repasar las declaraciones de presidentes y consejeros delegados (CEOs) de grandes corporaciones que, con frecuencia, pronuncian solemnemente frases como "nuestro objetivo es crear valor para nuestros accionistas".

En la misma línea se sitúan los códigos de buen gobierno, que reconocen la maximización del valor como un objetivo fundamental para la empresa. En España, a la hora de escribir estas líneas, tenemos tres (web de la CNMV): Olivencia, Aldama y Unificado de Conthe. Si nos fijamos en el último, dice textualmente en el nº 7:

> «... que el objetivo último de la compañía y, por tanto, el criterio que presida la actuación del Consejo sea la maximización, de forma sostenida, del valor económico de la empresa. Frente a otras interpretaciones más amplias del "interés social", ésta parece preferible, porque proporciona al Consejo y a las instancias ejecutivas sujetas a su supervisión una directriz clara que facilita la adopción de decisiones y su evaluación».

No es difícil adivinar un intento de superar el problema de agencia marcando un objetivo claro y medible. Por otro lado es muy importante para los economistas conseguir una correcta asignación de los recursos, lo que también preocupa a los redactores de los códigos. Así podemos extraer un texto del informe Olivencia (párrafo 1.3) donde cita las razones para adoptar el denominado "objetivo financiero":

> «El buen gobierno de las sociedades reclama una clara definición de los fines que debe perseguir la administración de la sociedad. La Comisión ha llegado al convencimiento de que la llamada solución "financiera" es la más adecuada para que haya un ejercicio efectivo y preciso del principio de responsabilidad y la que mejor responde a las expectativas de los inversores, que es a quienes, en definitiva, ha de darse cuenta y razón de la gestión. Por ello, recomendamos establecer como objetivo último de la compañía y, consiguientemente, como criterio que debe presidir la actuación del Consejo, la maximización del valor de la empresa o, para decirlo con una fórmula que ha arraigado en medios financieros, la creación de valor para el accionista. Frente a otras definiciones o interpretaciones más amplias –pero también más confusas– del llamado "interés social", nos parece preferible ésta por varias razones: en primer lugar, porque proporciona al Consejo y a las instancias ejecutivas sujetas a su supervisión una directriz clara, que facilita la adopción de decisiones y la evaluación de sus prestaciones; en segundo lugar, porque, en mercados competitivos, favorece la formación del capital y la más correcta asignación de recursos; en tercer lugar, porque

acompasa eficientemente el diseño de la organización a los incentivos y riesgos de todas las partes implicadas en la empresa».

Creemos que es bastante evidente, y los códigos citados parecen abundar en esta idea, que la maximización del valor de la empresa es un objetivo claro que permite tomar decisiones y evaluarlas a la vez que guía a la empresa hacia una correcta asignación de los recursos. Implícitamente se entiende que maximizar el valor se refiere al largo plazo, no a una subida de las acciones cotizadas en el corto plazo que se pudiera conseguir por operaciones de manipulación más o menos indirecta del precio de la acción.

Por otro lado, definido ese objetivo, puede servirnos para establecer sistemas de incentivos y políticas de retribución que alineen los intereses de aquellos que toman decisiones en la empresa.

Todos los temas anteriores son importantes, pero queremos aquí destacar que la función económica principal de la empresa es, precisamente, utilizar los recursos que la sociedad ha puesto a su disposición para producir bienes y servicios en las mejores condiciones. Será la empresa que utilice mejor sus recursos la que ofrezca a sus clientes productos con una mejor relación calidad/precio, y si estos lo aprecian así, esa empresa obtendrá mayores beneficios y aumentará su valor en el mercado. Vemos cómo el objetivo financiero es un objetivo lógico para imponer a las empresas. Sin duda, todo esto hay que matizarlo, pues una empresa podría aumentar sus beneficios y, en consecuencia, su valor defraudando a Hacienda o traficando con sustancias prohibidas, por eso hay que aclarar que la empresa debe maximizar su valor dentro de la ley. También podría aumentar su valor con actividades legales aunque éticamente reprobables, y eso, obviamente, tampoco nos parece correcto. Podría maximizar su valor fabricando y vendiendo coches de lujo en una sociedad donde hay unos pocos ricos (los que compran los coches de lujo), pero en la que mucha gente pasa hambre: ¿sería éticamente correcto dedicar muchos recursos a fabricar bienes de lujo cuando hay gente que no ha cubierto sus necesidades básicas? La respuesta pensamos que debería ser que no, por lo que para que este sistema funcione debería haber una cierta igualdad en las rentas. Sobre estos temas volveremos más adelante.

También nos parece importante insistir sobre el interés que tiene el mantener un objetivo claro para paliar en lo posible el problema de agencia (que ya vimos en

el capítulo 6). Los directivos pueden preferir un objetivo más difuso o una multiplicidad de objetivos que les permita perseguir al final sus propios objetivos ("a río revuelto, ganancia de pescadores", dice el refrán). Al definir el objetivo de maximizar el valor es más fácil evaluar la idoneidad de las diferentes políticas aplicadas o detectar los conflictos de interés, a la vez que resulta más claro el sistema de incentivos basado en la creación de valor que permitirá alinear los intereses de los directivos (y de otros empleados y colaboradores de la compañía) con los de la empresa.

8.3. ¿Es ético el objetivo financiero?

Mucho se ha discutido entre los partidarios de mantener un único objetivo para la empresa, que nosotros hemos definido como la maximización de su valor en el mercado, y los que prefieren una multiplicidad de objetivos. Y hay que reconocer que no les faltan buenas razones a unos y otros. Los primeros suelen argumentar en la línea que mantienen los códigos de buen gobierno arriba comentados, y con razonamientos similares a los que hemos desarrollado en el apartado anterior, por lo que no los repetiremos ahora. Los segundos argumentan que en la empresa están interesados distintos partícipes sociales o stakeholders (accionistas, directivos, empleados, clientes, proveedores, acreedores, sociedad...) y que a todos hay que satisfacer. Adoptar el objetivo financiero significaría dar una excesiva preponderancia a los accionistas sobre el resto de stakeholders. Parece más justo considerar los objetivos de los diferentes partícipes y llegar a un compromiso para tratar de satisfacerlos en una proporción equitativa.

Esta postura, con más o menos matices, tiene bastante predicamento entre intelectuales que observan el problema desde fuera (especialistas en disciplinas más o menos alejadas de la economía), también entre bastantes economistas o profesionales de la gestión de empresas, y entre los ciudadanos en general. Y es que hay que reconocer que el proponerse múltiples objetivos para atender a todos los partícipes encaja más fácilmente con muchos planteamientos éticos. Sin embargo es una realidad que las finanzas apuestan por el objetivo financiero, tanto a nivel académico como en las empresas y mercados, por lo que muchos estudiosos de estos temas hemos tenido que reflexionar y tratar de buscar

solución a la aparente aporía.

Así se ha argumentado, como decíamos en el apartado anterior, que el objetivo financiero ayuda mejor a una correcta asignación de los recursos. Efectivamente, las empresas, dirigidas por sus propietarios o por aquellos en los que ellos delegan (los directivos), tratarán de producir lo mejor posible y con los menores costes para aumentar su demanda y sus beneficios (lo que llevará a aumentar el valor de la empresa), logrando una óptima asignación de los recursos. Vemos aquí un razonamiento en la línea de la mano invisible de Adam Smith. De igual manera, si aceptamos el objetivo financiero, también los directivos podrán ser más fácilmente incentivados, estableciendo sistemas de retribución ligados a la creación de valor (participaciones en beneficios, retribución en parte con acciones de la compañía...), alineando, de esta manera, los objetivos de los directivos con el objetivo financiero de la empresa. También pueden ser controlados más fácilmente en función de su grado de cumplimiento del objetivo.

Pero bajemos un poco más a lo concreto y planteemos algunas posibles situaciones reales. Supongamos una empresa que, llena de buenas intenciones, establece unos sueldos mucho más altos para sus trabajadores que los de la competencia, en aras de satisfacer sus demandas; es posible que esa política le lleve a producir más caro, a perder clientela y a acabar teniendo que despedir a algunos de sus trabajadores. O imaginemos una empresa que se autoimpone comprar carbón nacional (que por lo que conviene al argumento, supondremos que es más caro y de peor calidad que el de importación) para así ayudar a los trabajadores de la minería; es probable que si la diferencia de coste es alta tal empresa pierda competitividad y reduzca su actividad y su plantilla. Como estos podríamos poner muchos ejemplos. Lo que argumentan algunos partidarios del objetivo financiero es que, en una sociedad democrática, son los parlamentos los que tienen el mandato de dictar las leyes que nos llevan al bien común. En consecuencia, que sean los parlamentos (o las instancias a las que corresponda) los que establezcan un salario mínimo más alto o unos incentivos al consumo de carbón nacional, para que todas las empresas se encuentren en igualdad de condiciones y que no sean las más responsables las que, al final, se encuentren en peor situación. Marcado el campo de juego (es decir, establecido el marco legal), las empresas deberán esforzarse por hacer las cosas lo mejor posible, lo que les llevará a aumentar sus beneficios y su valor, logrando una correcta asignación de los recursos.

La verdad es que esta última argumentación parece convincente, y la podríamos resumir diciendo que no es lógico que cada empresario decida la asignación de los recursos en función de su particular idea del bienestar social (uno pagando un coste extra por el carbón nacional, otro pagando a los peones como si fueran ingenieros). El empresario debe producir bienes y servicios utilizando los recursos más adecuados (según su calidad y coste), para así ganarse a la clientela, aumentar sus beneficios y crear valor. Son los parlamentos los que deben marcar las reglas, pudiendo introducir en ellas los beneficios que se desee para determinados colectivos, siendo conscientes de que eso va a alterar la asignación de los recursos y asumiendo, como país, ese coste (con la subvención al carbón nacional o forzando unos sueldos más altos que harán a las empresas nacionales menos competitivas).

Pero las cosas no suelen ser tan sencillas en economía y mucho menos cuando queremos hacer valoraciones éticas. Los partidarios de los múltiples objetivos contestan, y con razón, que hay muchas cosas difíciles de regular (no se puede regular todo, y menos en un mundo tan complejo como el actual), que la globalización ha disminuido drásticamente el poder de los estados y que aspectos que los parlamentos probablemente querrían regular no pueden hacerlo pues dependen de instancias supranacionales (en el momento de escribir estas líneas se está hablando de cómo España no puede apoyar a su industria naval pues no nos lo permite la Unión Europea) o, en fin, que las grandes multinacionales pueden esquivar las legislaciones nacionales (como está pasando con muchos aspectos fiscales). Ante esta situación parece conveniente que las empresas complementen el objetivo financiero con otros objetivos que consideren al conjunto de los stakeholders (más en una época de crisis como la que padecemos actualmente, donde algunos colectivos, como es el caso de los trabajadores, van quedando crecientemente desprotegidos). Sin embargo no deja de ser discutible que un Consejo de Administración, elegido teóricamente por los accionistas, elección muchas veces muy condicionada por los directivos de la empresa y, en ocasiones, resuelta por cooptación, sea el que defina los objetivos de los diferentes partícipes, cuando bastantes de ellos no suelen estar representados en ese Consejo.

A la vista de lo anterior, podríamos decir que una cosa sí está clara, y es que el tema no está claro. Nuestra postura, que debe entenderse como una propuesta, o si se quiere como un marco en el que manejarse, sería que partiendo de que la

maximización del valor en el mercado es el objetivo ampliamente defendido en Finanzas, proponemos un objetivo financiero con limitaciones, donde maximizar el valor se condiciona al cumplimiento de unos mínimos (cuyo nivel habrá que discutir) de satisfacción para los partícipes no accionistas. De esta manera tenemos un objetivo claro y medible (la maximización del valor) y tratamos de satisfacer al resto de los partícipes.

Esto es precisamente lo que propone el Código Conthe inmediatamente a continuación de la afirmación del objetivo financiero que citamos arriba:

> «Nada de esto significa que los intereses de los accionistas hayan de perseguirse a cualquier precio, sin tener en cuenta los de otros grupos implicados en la empresa y los de la propia comunidad en que se ubica. El interés de los accionistas proporciona una guía de actuación que habrá de desarrollarse respetando las exigencias impuestas por el Derecho (por ejemplo, en normas fiscales o medio-ambientales); cumpliendo de buena fe las obligaciones contractuales, explícitas e implícitas, concertadas con otros interesados, como trabajadores, proveedores, acreedores o clientes; y, en general, observando aquellos principios de responsabilidad social que la compañía haya considerado razonable adoptar para una responsable conducción de los negocios».

Puede, incluso, hacerse una lectura en la que se destaque cómo en esta postura los partícipes no accionistas están todavía más protegidos que con los múltiples objetivos, pues sus demandas fundamentales aparecen como limitaciones que "hay que cumplir en todo caso". Aunque esto último se verá afectado por el nivel de "mínimos" que se plantee, que puede ser más o menos ambicioso. Un mínimo bastante evidente es cumplir las leyes, un nivel superior es autoimponerse un código ético (estableciendo, por ejemplo, límites a la contaminación más exigentes que los legales o evitando las regulaciones de empleo mientras la empresa tenga recursos) y así progresivamente.

Algunos opinamos que este planteamiento resulta perfectamente coherente con el objetivo financiero; más aún, pensamos que es la interpretación correcta del mismo, pues cuando se habla de maximizar el valor de la empresa, las Finanzas nos enseñan que dicho valor se debe calcular descontando una corriente indefinida de flujos de caja, o en lenguaje más común, el valor de la empresa va a depender de lo que esta proporcione a sus propietarios con una perspectiva de

largo plazo. Vistas así las cosas, una empresa que no sea responsable con el medioambiente o que no se preocupe de sus trabajadores difícilmente resulta una buena apuesta en el largo plazo; más hoy en día, cuando la sensibilidad medioambiental se va extendiendo y los trabajadores, lo quieran entender así las empresas o no, resultan cada vez más importantes en esta sociedad del conocimiento. El valor de la empresa en el largo plazo va a depender de la satisfacción de todos sus partícipes y ese valor es lo que queremos maximizar.

En definitiva, las posturas aparentemente irreconciliables de los partidarios del objetivo financiero y los partidarios de múltiples objetivos, parece que se pueden reconciliar, tal como Inmaculada Freije y Fernando Gómez-Bezares (2006) plantean en una investigación realizada al efecto. Y vistas así las cosas parece que el objetivo financiero sí puede ser ético, aunque para que todo esto funcione mínimamente bien no solo hace falta que las empresas actúen correctamente; hace falta también que el Estado establezca un marco adecuado, como veremos en el siguiente apartado.

8.4. El papel del Estado y de otros agentes para que el modelo funcione

El objetivo financiero, según lo hemos matizado, entendemos que es un objetivo ético. El objetivo final en este caso es el bien común, y un camino para conseguirlo es el aumento de la riqueza disponible para la sociedad que pretende conseguir el objetivo financiero: las empresas que hacen las cosas bien, asignando correctamente sus recursos, aumentan su valor (cumpliendo con su objetivo financiero), y así crean riqueza. Dicho de otra manera, al imponer a las empresas el deber de maximizar su valor en el largo plazo, las estamos guiando hacia la eficiencia en la utilización de los recursos, lo que es bueno para la sociedad.

Pero todo esto lo hemos planteado dentro del libre mercado, con escasas alusiones a la intervención del Estado, y el Estado, pensamos, es necesario en la economía. Podemos apuntar tres grandes campos de actuación, que describiremos y comentaremos muy brevemente, no por su falta de interés, más bien al contrario, sino por salirse esta discusión de los objetivos del presente texto. Así el Estado deberá:

- Responsabilizarse de proporcionar los bienes y servicios que no ofrece la iniciativa privada, o lo hace de manera deficiente, en cantidad escasa y a un precio excesivo para el conjunto de la sociedad. Suele citarse aquí la seguridad individual y colectiva, la justicia, las obras y servicios públicos... Pero también podría hablarse de la sanidad o la educación para todos, las pensiones públicas, los subsidios de desempleo, la atención a las personas con dificultades... Aunque estas últimas prestaciones afectan claramente a nuestro tercer punto, como luego veremos.
- Regular el mercado y hacer que lleve a la economía por la senda adecuada. La primera parte creemos que es poco discutible. Siempre habrá una polémica entre los que pretenden que el mercado se autorregule y los que prefieren una actividad clara de la Administración en este campo. En los años previos a la crisis hubo un importante movimiento contrario a la regulación pública y partidario de la autorregulación de los agentes privados, pero con la crisis que comenzó en 2007 y se consolidó en 2008 la mayoría de las voces han solicitado una mayor regulación, de manera especial en lo que se refiere a las actividades financieras (banca, seguros, mercados...). Nosotros pensamos que la regulación pública es necesaria (complementando la autorregulación), pero una excesiva regulación puede llegar a dificultar enormemente la actividad económica. Hay que buscar el equilibrio. Pero esto lo trataremos con más detalle en el capítulo 16. Más amplia es la función de guiar al mercado, que puede plantear estimular determinadas actividades o regiones, invertir en investigación, etc.
- Redistribuir la renta. Pensamos que esta actividad es muy importante; de hecho hay bastante consenso entre los economistas en que el mercado es un buen instrumento para crear riqueza, pero no es tan bueno a la hora de distribuirla. Si dejamos campar al mercado a sus anchas, pronto habrá grandes desigualdades entre unos pocos muy ricos y las mayorías mucho menos afortunadas (Piketty, 2014). Por eso prácticamente todos los países de nuestro entorno tienen enérgicas políticas redistributivas penalizando fiscalmente al que gana más, tiene más o consume más y asegurando mínimos de bienestar a todos. Por supuesto, sigue habiendo quien reclama su derecho de propiedad, y repudia la intervención del Estado en este campo; sin embargo nuestra postura que podría justificarse razonando a partir de la justicia, a partir de la utilidad del conjunto, a partir de los

derechos básicos... es que una importante redistribución resulta necesaria. Pero como todo, también tiene su límite: si es excesiva puede llegar a desincentivar a los más productivos. Por otra parte, también es cierto que algunas retribuciones que concede el mercado (pensemos, por ejemplo, en algunos deportistas) no son justificables por su productividad sino simplemente por su singularidad. Por otro lado, el mercado responde a la demanda de los que tienen poder de compra, y si los más ricos demandan bienes de lujo, a eso se destinarán los recursos, y si los más pobres no tienen capacidad económica para demandar alimento, no se producirá alimento para ellos; en definitiva, la asignación de recursos que hace el mercado solo es defendible si la distribución de la renta es mínimamente aceptable.

No es ahora el momento de extendernos mucho más en el tema de la intervención del Estado en la economía, pero sí debe quedar claro para el lector que la consideramos necesaria, aunque algunos radicales libertaristas renieguen de ella. Otro tema es el grado de intervención deseable, que varía bastante de unas opciones políticas a otras (menos los liberales, más los socialistas), de unas culturas a otras (los anglosajones suelen ser menos partidarios de la intervención) o de unas épocas a otras (los periodos anteriores a las grandes crisis –de 1929 o de 2007– han sido de menos intervención, y los posteriores de más intervención).

La globalización también afecta a la intervención del Estado. En un mundo globalizado muchos de los problemas trascienden la capacidad del Estado y necesitamos de algunas instituciones globales para la justicia, la regulación o la redistribución, como de hecho, de manera imperfecta, ya vamos teniendo. Si una distribución de la renta muy desigual pone claramente en cuestión la asignación de los recursos que se hace en un país, como comentábamos más arriba, la tremendamente injusta distribución de la renta que tenemos a nivel planetario hace que consumamos enormes cantidades de energía o de agua por persona en los países más desarrollados, mientras que en los más pobres se carece de lo más elemental: es una desastrosa asignación de los recursos. Desgraciadamente el problema supera ampliamente las posibilidades de este libro, y solo queríamos apuntarlo para la personal reflexión del lector. En lo que sigue supondremos que el Estado ha sido capaz de cumplir su misión en los tres puntos arriba

mencionados, y en el grado que la opción política dominante, la época y la cultura hayan determinado. En tales condiciones nuestra definición del objetivo financiero llevará a una correcta asignación de los recursos.

Un tema que nos parece fundamental para que todo este modelo dé los resultados apetecidos es la transparencia. Ya hablamos de ella en el capítulo 4, pero la citaremos también aquí por su relevancia para este asunto. Si las empresas son transparentes y hay regulaciones y costumbres que llevan a la transparencia, dichas empresas se van a sentir mucho más predispuestas a ser responsables con sus stakeholders. Al fin, la empresa depende de la colaboración voluntaria de sus diversos grupos de partícipes. ¿Quién quiere adquirir prendas de vestir fabricadas en condiciones de explotación de los trabajadores, o cuyo proceso de producción ha dado lugar a una enorme contaminación? Muchos tampoco quieren invertir en empresas que fabrican armas o que violan los derechos humanos; han aparecido así los fondos éticos que evitan invertir en este tipo de empresas (capítulo 18). Tampoco es fácil que profesionales de prestigio acepten colaborar con empresas que incumplen sistemáticamente la legalidad (y de estos conocemos varios casos que rechazaron remuneraciones muy interesantes). En definitiva, si una empresa no cumple con sus stakeholders, y ello se sabe por causa de la transparencia, va a tener crecientes problemas para obtener cooperación social, y si quiere maximizar su valor cumpliendo con el objetivo financiero, no le quedará más remedio que rectificar su postura. Esto lo hemos visto en numerosos casos, tanto a nivel español como mundial.

Además, contar con la información oportuna para que consumidores, inversores o colaboradores puedan decidir adecuadamente, es un derecho que podemos basar en la idea kantiana de respeto y autonomía para tomar las propias decisiones. Hurtar o falsear la información a la que los decisores tienen derecho constituye una forma de manipulación.

De todo lo anterior resulta fácil colegir que es bueno aumentar la transparencia mediante la educación, favoreciendo la costumbre de actuar con transparencia, potenciando la regulación voluntaria y dictando las normas precisas sobre transparencia.

Para terminar este punto, no olvidemos que si pretendemos que el objetivo financiero sea una guía correcta para la asignación de los recursos es necesario que los mercados funcionen bien. Ello requiere evitar la mentira, el fraude, el

abuso de mercado (como ya hemos comentado en los capítulos 4 y 5), protegiendo a quienes por falta de formación, información u otras razones pueden tender a tomar decisiones equivocadas.

8.5. Conclusión: Avanzando en el objetivo financiero

A lo largo de este capítulo hemos constatado la relevancia del objetivo financiero para la actividad financiera en empresas y mercados, así como para la empresa en general. También lo hemos contrapuesto con la posibilidad de plantearnos múltiples objetivos, y hemos visto que ambos planteamientos pueden ser compatibles si al objetivo financiero le ponemos una serie de limitaciones y nos fijamos en el largo plazo; en tales condiciones el objetivo financiero creemos que se puede considerar perfectamente ético. Para que el modelo funcione es necesaria, además, una correcta intervención del Estado que proporcione lo que el mercado no ofrece, lo regule y redistribuya la renta; sin tal intervención podríamos encontrarnos sin servicios públicos, rodeados de abusos monopolísticos o con diferencias insoportables en la renta de los diferentes individuos, con su correspondiente efecto en el nivel de bienestar. En el capítulo 17 notaremos que en realidad el Estado se ha quedado pequeño para estas misiones y necesitamos alguna forma de autoridad política mundial.

En los últimos años "se han puesto de moda", en el campo empresarial, términos como Responsabilidad Social Corporativa (RSC) o Sostenibilidad para reflejar cómo la empresa debe atender no solo a su cuenta de resultados sino también a sus responsabilidades con los partícipes sociales o stakeholders. Sin duda son movimientos interesantes y bastante convergentes, pues si bien la idea de Sostenibilidad nació con un énfasis en la "sostenibilidad medioambiental" (Informe Brundtland, 1987), ahora se entiende con frecuencia en el mundo empresarial como sostenibilidad económica, social y medioambiental. Por su parte la RSC va incorporando componentes medioambientales, dado que nos encontramos con una sensibilidad creciente en este tema.

La introducción de la RSC y la Sostenibilidad en la estrategia de las empresas constituye un avance importante desde el punto de vista ético, y de eso nos tenemos que congratular. El objetivo financiero se puede y se debe enriquecer con todas las aportaciones que se están dando en este campo: tanto para

convertir las diferentes responsabilidades en "limitaciones", como para entender que la "maximización del valor con una perspectiva de largo plazo" no va a ser fácilmente compatible con una dejación por parte de la empresa de sus responsabilidades sociales y medioambientales, mucho más en un mundo de información cada vez más amplia e inmediata. Por otro lado, el propio concepto de sostenibilidad está haciendo referencia a una empresa rentable y sostenible en el tiempo, que es perfectamente coherente con nuestra idea de objetivo financiero.

En definitiva, las ideas de la RSC y la Sostenibilidad complementan y enriquecen nuestra concepción de objetivo financiero, y avanzan hacia una visión del mismo con un mayor contenido ético.

Para pensar y discutir

1. Busca en libros de Finanzas el objetivo financiero. En algunos casos estará explícito y en otros implícito: trata de encontrarlo en ambos casos. ¿Ofrecen los libros una justificación social del mismo? Puedes buscar también en internet códigos de buen gobierno de diferentes países, ¿cómo tratan el tema de los objetivos empresariales?
2. Las empresas, con frecuencia, establecen políticas sociales y medioambientales que publicitan en los medios. Busca algunas en internet o en la prensa. Analízalas para enjuiciar si eso acabará beneficiando o no a su objetivo financiero a largo plazo. Pon ejemplos, inventados si es necesario, en los que esto no sucedería así y la empresa perdería competitividad. ¿Te parece correcto que una empresa lo haga? ¿Basta con que este tipo de políticas las aprueben los directivos o deberían aprobarlas los accionistas?
3. En cualquier sociedad donde haya diferencias de renta, se dedicarán recursos para producir bienes que solo consume la clase adinerada, recursos que no se podrán utilizar para producir bienes más necesarios para los más pobres. Esto ocurre así en todos los países del mundo, incluido lógicamente el nuestro, y lo aceptamos. ¿Dónde se debería poner el límite? ¿Debería establecerse algún mínimo para todos los ciudadanos? Una vez puesto, ¿debería haber un mínimo similar a nivel mundial? ¿Cómo implantarlo?

4. Haz un recuento de las actividades de las administraciones públicas en nuestro país para permitir el acceso de todos los ciudadanos a bienes y servicios básicos. ¿Te parece que es poco o mucho? ¿Deberíamos incluir más cosas? Toda esta actividad de la Administración tiene mucho de positivo, pero presenta, al menos, dos problemas: hay que financiarla y puede suponer un desincentivo para que las personas trabajen y se esfuercen (¡ya me lo dan gratis!). Por otro lado sacamos del mercado, al menos en parte, una proporción importante de la actividad económica: la decisión sobre dónde se pone una escuela o un hospital se toma por criterios políticos y no por criterios de mercado, al igual que sus dotaciones de medios o los sueldos de los funcionarios. ¿Qué te parece?
5. Seguramente has sabido de las retribuciones de algunos deportistas de élite, de algunos artistas o de algún ejecutivo de primera línea. Recuerda o busca las cifras y compáralas con el salario mínimo. ¿Es lógico que una persona gane 1.000 veces más que otra? Parece razonable que si una persona se esfuerza más tenga una compensación por ello, incluso podemos aceptar que si uno posee capacidades especiales, sea más retribuido, pues hace una mayor aportación a la sociedad, pero ¿cuánto más? Además, supuestas unas capacidades y un esfuerzo ¿cuánto influye la suerte? Suponte que trasladamos a un famoso futbolista o a un exitoso cantante a la Edad Media, ¿le servirían sus habilidades para ganar mucho más que un ciudadano medio?

Capítulo 9

Directores financieros de empresa

9.1. Introducción

Comenzamos con este capítulo un repaso a diferentes profesiones financieras, que van desde la dirección financiera en una empresa hasta los reguladores y supervisores públicos en materias financieras, pasando por auditores, banqueros, gestores de fondos o aseguradores. El objetivo de estos capítulos que ahora comienzan es repasar la problemática ética de estas profesiones, sus dificultades y sus caminos para hacerlo bien. Evidentemente no podremos ser exhaustivos y entrar en una casuística muy variada, pero sí esperamos reflejar algunas cuestiones importantes que servirán para hacer reflexionar al lector.

Cuando hablamos de directores financieros debemos distinguir entre las funciones que se atribuyen teóricamente a la dirección financiera y las tareas que, además, realiza un departamento financiero (o administrativo-financiero) en una pyme:

- Entre las primeras están el asesoramiento o decisión última (dependiendo de su importancia) en las decisiones de inversión y financiación, y dentro de estas la gestión de los circulantes: tesorería, cuentas por cobrar y por pagar...; así como las relaciones con inversores y entidades financieras. No tocaremos aquí los temas relacionados con la contabilidad porque nos ocuparemos de ellos en el próximo capítulo.
- Pero en una pyme el director financiero suele ser, además, responsable de todo el aparato administrativo: confección y pago de nóminas, temas legales, relaciones con las diferentes administraciones, contratos y documentos, impuestos, seguros, subvenciones...

No es posible adentrarnos aquí en el detalle de todas estas últimas actividades, no propiamente financieras, que afectan a gran parte de la actividad de la empresa (relaciones laborales, relaciones con clientes y proveedores, relaciones con las administraciones públicas –incluyendo los pagos de impuestos y cotizaciones a la Seguridad Social–, asesoría legal, circuitos documentarios...).

Pero comenzaremos precisamente viendo algunos casos en los que el director financiero se enfrenta con problemas éticos no estrictamente financieros, que se le presentan frecuentemente, sobre todo en las pymes. Después analizaremos la problemática más propiamente financiera de la profesión.

9.2. Problemas en el día a día del director financiero de una pyme

En muchas pymes, por las manos del director administrativo-financiero pasan numerosos temas que no son de finanzas, como ya hemos comentado. Si quitamos la actividad de marketing y la producción, todo lo demás puede terminar en su mesa. Así, el que es responsable del aparato administrativo-financiero en una pyme se encontrará con problemas de diferentes tipos:

- Laborales, por ejemplo por inexactitudes en las nóminas, por contratos fraudulentos, por tener que aportar las pruebas en un despido, etc.
- Relaciones con clientes y proveedores, por ejemplo por la interpretación de los contratos.
- Relaciones con las administraciones públicas, por ejemplo por la veracidad de la información presentada al solicitar una subvención (el pago de impuestos se tocará en el capítulo siguiente).
- Interpretación de un contrato de seguro tras un siniestro, etc.

En la práctica aparecen aquí muchas zonas dudosas, donde los juicios discrecionales forman parte de la labor diaria del director financiero. En muchos de estos casos hay criterios éticos escondidos tras la apariencia técnica. Todos somos partidarios de que se cumplan las leyes, pero algunas regulaciones se hacen desde despachos muy alejados (por ejemplo desde Bruselas) desconociendo la realidad de las pymes a las que afectan. Veamos algunos casos extraídos de la realidad de nuestras empresas:

- ¿Destruirías todos los envases en una empresa de alimentación porque ha cambiado un ingrediente residual según la normativa comunitaria (ya no se puede usar tal sustancia y debe usarse tal otra), dado que los ingredientes deben constar en el envase, con una pérdida tal vez irreparable para la compañía? ¿Sería aceptable utilizar el nuevo ingrediente, aunque en los envases conste otro, y pagar la multa si nos pillan, substituyendo el nuevo

ingrediente en los textos cuando hagamos un nuevo pedido de envases?

- ¿Paralizarías la producción en otra empresa porque está vertiendo al río un contaminante muy poco activo (aunque prohibido), o pagarías una pequeña multa hasta que se resuelva el problema (por supuesto, pensando en resolverlo)?
- ¿Maquillarías un informe de seguridad en el trabajo, en un tema menor?

Problemas como estos se plantean todos los días en las empresas y muchas veces pasan por las manos del director financiero en las pymes. Una conciencia legal excesivamente estrecha, que aplicara siempre la norma de manera inflexible, podría llevar a cerrar la empresa. Como decía un cierto catedrático de Derecho: "si se aplicaran todas las normas y reglamentos al pie de la letra se paralizaría el país". ¿Quién vería correcto que un joven no cruzara la calle dado que no hay paso de peatones (y no quiere infringir la norma), cuando en la acera de enfrente se ha caído una persona mayor y no hay nadie para atenderla? Jesús, nos cuenta el Evangelio, se saltaba la norma judía del sábado para curar, ¿te parece censurable? Desde el punto de vista ético, estos ejemplos nos sirven para notar que también las consecuencias, no solo los principios y menos aún solo las normas legales, deben ser tomadas en cuenta a la hora de decidir.

Todos tenemos la impresión de que nadie cumple al cien por cien las normas, y no siempre es censurable cometer "pequeñas" ilegalidades; es más, en algunos casos extremos puede ser la actitud verdaderamente ética: ¿te parece correcto cerrarse en banda y no permitir que una mujer con baja maternal se acerque por la empresa a resolver un tema puntual, importante para la empresa y conveniente para ella? En ocasiones, el mantener una actitud ética puede suponer algunos riesgos legales. De igual manera, interpretar, dentro de lo razonable, algunas cláusulas de un contrato de manera favorable a nuestra empresa es lo lógico, y hasta lo obligado, para cualquier directivo empresarial. Tiene que defender, dentro de lo razonable, insistimos, los intereses de su empresa.

Pero hay problemas todavía más complicados: en épocas de crisis económica muchas pymes pueden pasar a la economía sumergida, dejando de pagar impuestos y cotizaciones a la Seguridad Social, amén de prescindir de leyes medioambientales o de seguridad en el trabajo. A veces tal "inmersión" es solo parcial, subcontratando en "negro" partes puntuales del proceso y/o haciendo en

"B" parte de sus ventas. Evidentemente estos son comportamientos que la Administración debe perseguir, y cuando descubre el fraude, aplicar las sanciones correspondientes. Pensamos que no puede ser de otra manera, y si se establecen, por ejemplo, unas cotizaciones a la Seguridad Social, es para que las pague todo el que se encuentra en las circunstancias establecidas en la norma; de no ser así estaríamos dando ventaja al que incumple, que podría resultar más competitivo que un buen cumplidor, al tener menores costes. Puede ocurrir incluso que una empresa poco competitiva desbanque a otras más competitivas al no cumplir las normas fiscales o de Seguridad Social: simplemente se ahorra así un dinero que puede compensar su ineficiencia en el manejo de otros costes. Esto ha ocurrido con alguna frecuencia en las crisis (hay interesantes trabajos al respecto analizando la crisis de los ochenta del pasado siglo), cuando empresas perfectamente legales se han desmontado, llevándose una parte importante de los procesos productivos a las propias casas de los trabajadores, como ocurrió por ejemplo en el sector textil y en el del calzado, pasando así una parte de su actividad a estar sumergida a los ojos de la Administración. Desde un punto de vista macroeconómico esta es una mala elección, pues estamos primando una organización ilegal, precaria e ineficiente (procesos de producción repartidos por las casas de los trabajadores) que puede triunfar sobre una más eficiente (fábricas en el sentido tradicional) pero que pierde competitividad al tener que cumplir la ley. Si lo pensamos un poco más, se están cargando sobre el eficiente las cargas del ineficiente; con la agravante de que el último puede acabar hundiendo al primero.

Hay muchas variedades de economía sumergida. Tal vez lo narrado más arriba esté entre lo más dramático, pero en todos los casos la economía es sumergida porque se hace de espaldas a la ley. Que tenga buenas consecuencias cuando es universalmente seguida, constituye en general un requisito necesario para la bondad moral de una ley, por tanto para su legitimidad. Así que podemos suponer en principio, si no tenemos una razón mejor en contra, que debemos (éticamente) actuar dentro de la ley; en este caso, dentro de la economía declarada. Se estima en el 20% del PIB el volumen que representa la economía sumergida en España, según la Fundación de Estudios Financieros (FEF, 2013), a la hora de escribir estas líneas.

Pero trasladémonos ahora al nivel de la pyme que tiene grandes problemas para competir. El empresario y los trabajadores, saben que la "inmersión económica"

no es buena (incluso desde un punto de vista egoísta corren importantes riesgos legales y de otro tipo); pero si tu competencia lo hace, si las importaciones de terceros países te vuelven no competitivo... ¿es mejor cerrar la empresa o, con acuerdo de todos los directamente implicados, sumergirse temporalmente? Conocemos empresas que se salvaron así en la crisis de los ochenta y luego reflotaron. Podríamos ver otros casos en los que actuar fuera de la ley (y no simplemente en cosas pequeñas, como veíamos algo más arriba) puede ser necesario para la supervivencia de la empresa. Desde el punto de vista de las consecuencias del acto concreto podría ser una conducta aceptable: infrinjo la ley, aunque sea en algo importante, para así salvar la empresa y los puestos de trabajo. Si esto se hace de una manera temporal, como una situación transitoria, y con el acuerdo de los implicados, puede quizás justificarse éticamente. También podemos hacerlo en base a determinados valores, como puede ser evitar la pérdida de empleo real. Pero para quien aprueba solo los comportamientos que pueden volverse universales (o sea, que es deseable que todo el mundo realizara), este tipo de conducta resultaría muy difícil de aceptar. Incluso desde la ética de los derechos es muy probable que varios derechos de los trabajadores se vean transgredidos.

Son sin duda situaciones problemáticas a las que las pymes, y de manera muy especial sus directores financieros, han de enfrentarse, y para las que es difícil dar una regla general, aunque lo virtuoso aquí, algunas veces, tal vez consista en la valentía de prescindir de soluciones estándar y construir una solución ad hoc.

Las grandes empresas pueden superar mejor gran parte de los problemas que hemos presentado. En primer lugar, el director financiero de una gran empresa va a ser, normalmente, mucho menos protagonista en este tipo de asuntos; otros directivos, que en las pymes no existen, y si existen muchas veces carecen de cualificación, como el director de producción, el de personal u otros, van a tener mucho que decir en algunos de los problemas planteados. Nos encontramos aquí con una característica de muchas pymes de nuestro entorno: por ser el director financiero una persona con cierta cualificación (sabe de contabilidad, de impuestos, de legislación...), que posiblemente otros miembros de la empresa no poseen, acaba asumiendo una serie de responsabilidades como las que hemos ido comentando. Esto también lleva a que la responsabilidad, e incluso la soledad en algunas decisiones, sea más elevada.

Pero además de tener más personal directivo y mejor cualificado, una gran empresa contará con asesores, contactos, volumen de producción, capacidad de reacción..., que le permitirán solucionar más rápido y mejor algunos problemas. En efecto:

- En el caso de los envases que comentábamos más arriba, la gran empresa se enterará antes, incluso puede haber hecho "lobby" para introducir en la legislación los ingredientes permitidos que le interesan; y en todo caso, dados sus volúmenes de producción, no tendrá problemas para liquidar los viejos envases en el plazo que la legislación suele conceder para utilizarlos legalmente.
- En el caso del vertido pasa algo parecido: al tener personal más cualificado y asesores externos, es probable que ese problema se advierta mucho antes y se solucione. También, su propia fortaleza económica le permite hacer rápidamente las inversiones precisas. Y, en último caso, sus contactos con la Administración pueden ayudarle a obtener un "trato favorable" si llegara a enfrentarse a una sanción.
- Similares razonamientos podemos hacer para el "informe de seguridad en el trabajo" del que hablábamos antes.

Diferente es el caso del paso a la economía sumergida. Cuando una gran empresa advierte graves problemas de competitividad, es difícil que se plantee sumergir una parte considerable de su actividad: ha habido casos, pero no es lo frecuente. Precisamente su tamaño, y con frecuencia el tipo de sector, se lo impiden. Los caminos para afrontar el problema suelen ser distintos tipos de diálogos con la Administración, la negociación con los sindicatos, los Expedientes de Regulación de Empleo (EREs), etc. A la hora de reducir la plantilla, las grandes empresas suelen ser mucho más contundentes que las pymes: eso puede tener la ventaja de que, ante una caída de las ventas, reducen rápidamente los costes de personal disminuyendo substancialmente los "costes de subactividad", aunque, en ocasiones, también tienen menos flexibilidad para adaptarse que una pequeña empresa.

En una gran empresa la distancia entre los que toman las decisiones y los trabajadores es muy grande, lo que facilita actuar con frialdad en una reducción de plantilla. En una pequeña empresa, la relación entre el empresario y los trabajadores es mucho más personal, lo que dificulta, en ocasiones, tomar tales

decisiones. Pero esa misma relación promueve una mayor complicidad que permite superar determinadas situaciones con sacrificios mutuos, pudiendo llegar, como hemos visto más arriba, a la inmersión total o parcial.

En realidad, cada pyme es un mundo, y cada director financiero podría contarnos su historia, no siendo infrecuente que acabe convirtiéndose en una especie de asesor económico del empresario en temas que trascienden la propia empresa, o que acabe mediando en conflictos familiares, sobre todo cuando el accionariado de la empresa es familiar. Así que no es difícil imaginar otros problemas éticos de estos profesionales, que pueden ser tan serios o más que los antes analizados. Esos problemas son, en muchas ocasiones, complicados de resolver, y la solución a la que lleguemos puede no ser "políticamente correcta".

9.3. Problemas más típicamente financieros

Vamos a centrarnos ahora en los aspectos directamente financieros del trabajo del director financiero de cualquier empresa, sea grande o pequeña, repasando algunas obligaciones éticas de estos profesionales. Así, por ejemplo, cuando alguna entidad o algún colectivo decide financiar a una empresa, se basa en la información pública disponible, y, de manera especial, en la aportada por la empresa (en algunas ocasiones pública, en otras preparada solo para el financiador). En consecuencia, un tema clave es la calidad de la información suministrada a los que van a aportar financiación. Tal es el caso de:

- Proveedores que confían en que se les va a pagar en plazo, y deben poder contar con información suficiente y veraz sobre la situación financiera y las perspectivas de la empresa.
- Acreedores en general, donde se incluyen los bancos, que confían en que se les pagarán los intereses y se les devolverá el principal de la deuda en los plazos establecidos. Así, no se puede mentir en la información que se aporta al pedir un crédito, y tampoco es ético pedir dinero que se cree que no se va a poder devolver.
- Accionistas, con los que hay que ser especialmente cuidadosos, pues normalmente corren un riesgo mayor. Nos referimos especialmente a los accionistas minoritarios no involucrados en la gestión de la empresa; estos

han de fiarse, fundamentalmente, de los estados financieros y de otras informaciones de la empresa, como las que se exponen en la Junta General de Accionistas. En todo caso es importante distinguir aquí entre las grandes empresas cotizadas, que dan mayor información, auditan sus cuentas, son gestionadas de manera más profesional... y las pequeñas empresas, cuya información es más escasa y menos fiable. En todas, pero de manera especial en estas últimas, hay que recordar que una información completa y fiable es un derecho del accionista.

No creemos que el lector tenga dificultades para justificar lo anterior desde un punto de vista ético. Habría muchas formas de hacerlo, pero aquí una ética del deber racional (kantiana) puede ser especialmente apropiada por su rechazo a la mentira como actitud imposible de universalizar, y su insistencia en que las personas tengan la información suficiente para tomar sus decisiones.

Otro tema es que se debe pagar a los acreedores según el orden que prescriben leyes y contratos, siendo esto relevante cuando no se va a poder pagar a todos. Aquí el director financiero debe ser cuidadoso. Puede estar tentado de favorecer a algún acreedor pagándole antes de que se produzca la insolvencia, lo que supondría una preferencia indebida.

También es muy importante dar una adecuada retribución a los accionistas de la empresa, para lo que será necesario obtener los beneficios suficientes. Pero además hay que estudiar cómo se da esa retribución (más dividendos o más plusvalía). Una cuestión que ha dado lugar a largas polémicas se refiere al pago del dividendo: hay empresas en las que los accionistas mayoritarios, bien por desear reinvertir o por otras razones (fiscales por ejemplo), deciden no repartir dividendos. En estos casos los minoritarios pueden sentirse defraudados, principalmente cuando la empresa no cotiza en bolsa (pues si lo hace, al menos pueden vender las acciones, o parte de ellas: homemade dividends). La legislación española se ha planteado un dividendo mínimo en las empresas no cotizadas, y desde el punto de vista doctrinal esto ya fue expuesto por Friedrich von Hayek en 1967. También se debe criticar el pago de dividendos que ponga en peligro la viabilidad de la empresa.

De igual manera hay que ser cuidadosos en la inversión, invirtiendo según los objetivos de la empresa y rechazando inversiones ilegales o faltas de ética. Pueden aparecer aquí problemas de agencia, como cuando se invierte para

aumentar el poder de los directivos, y no por el bien de la empresa. También hay que advertir del peligro de que se hagan inversiones muy arriesgadas, que pueden hacer perder mucho dinero a los acreedores y todo el que tenían invertido a los accionistas, como ha sucedido con desafortunada frecuencia en el contexto de la crisis de 2007.

Un tema de especial trascendencia ética en la gran empresa, dada la asimetría de información, son los instrumentos financieros que se comercializan entre el público para obtener financiación para la misma. En ocasiones se trata de productos complicados (en otras no tanto), que se explican poco o simplemente no se explican a quienes invierten en ellos, por lo que se sienten defraudados cuando las cosas salen mal. Desgraciadamente ha habido en España en los últimos años algunos casos muy sonados como los pagarés de Rumasa o las participaciones preferentes. En cualquier caso estas cuestiones se tratan también en los capítulos 4 (al hablar, por ejemplo, del marketing de productos financieros) y 16 (reguladores y supervisores).

Otro tema conflictivo que da lugar a abusos es el de las relaciones cliente-proveedor, cuando entre ambos hay una gran asimetría de tamaño, de poder y, con frecuencia, hasta de capacitación de sus responsables. Un ejemplo muy frecuente ocurre cuando el proveedor es una pyme y el cliente un gran comprador: por ejemplo, una pequeña empresa que suministra a un gran fabricante, o un pequeño industrial de la alimentación que vende a una gran cadena de supermercados. Sucede frecuentemente que el grande impone al pequeño condiciones de pago, descuentos, programaciones de los pedidos, decide unilateralmente retrasos en los pagos..., circunstancias que, en más de una ocasión, han acabado con la quiebra del proveedor. Aquí el director financiero puede estar a un lado (el poderoso) o al otro (el débil) de la relación, y, en muchas ocasiones, son actores importantes en ambos lados. Algunos opinarán que nos encontramos ante el juego normal del mercado: si el proveedor no ofrece unas condiciones interesantes, el cliente tiene derecho a buscar a otro que se las ofrezca. Pero las cosas no son tan sencillas: para un pequeño proveedor servir a determinado gran cliente supone una oportunidad difícilmente rechazable; más en situaciones en las que vender es muy difícil y hay capacidad de producción infrautilizada en muchos sectores. Una vez que empieza a servirle, lo normal es que el gran cliente adquiera una parte significativa de su producción, y, a partir de ese momento, si no lo estaba ya antes, el proveedor

queda completamente en manos del cliente. Nosotros pensamos que "exprimir" a los proveedores hasta el extremo es una mala política a largo plazo (los proveedores potenciales acabarán aprendiendo y se cubrirán a la hora de trabajar con ese cliente, la sociedad no aprobará esa actitud...), pero además es una falta de respeto hacia la libertad moral de un stakeholder como el proveedor, al que se le priva de un beneficio razonable y, en ocasiones, de la posibilidad de seguir existiendo.

9.4. Conclusión

Hemos visto en este capítulo algunos de los dilemas éticos a los que se puede enfrentar un director financiero, algunos más variados (en el caso de una pyme), otros más estrictamente financieros.

Así hemos ido comentando situaciones conflictivas donde pueden entrar en colisión diferentes bienes, todos legítimos y apreciables, y en las que puede haber zonas de duda. En cualquier caso, es importante discernir con prudencia. Si violar una norma para salvar la empresa a veces parece justificable, tenemos que valorar la importancia de la norma y el verdadero riesgo de la empresa. Pero también es importante resaltar que tales situaciones no dejan de ser excepciones, y que lo normal es que el director financiero deba cumplir las leyes y las normas en general, tal como se espera de él en los mercados y en el conjunto de la economía.

En muchos de los temas que hemos ido comentando, el director financiero, como empleado de la empresa, puede encontrarse en situaciones muy difíciles al creer que debe actuar en una determinada línea, o que la empresa se debe comportar de una manera, y ver que sus superiores le indican que debe hacerlo de otra (ya hablamos de esto en el capítulo 7). Habrá decisiones por las que no deba pasar, por razones éticas, aunque eso tenga un coste para él. Así por ejemplo, no puede falsear los datos contables o las previsiones de ventas para conseguir un crédito que luego no va a poder pagar, aunque se lo ordene el presidente de la compañía. Este tipo de situaciones se puede plantear en todas las profesiones, pero dada la cercanía del director financiero a la toma y ejecución de decisiones de la empresa, quizás su posición se presta especialmente a ellas.

Para pensar y discutir

1. La sociedad actual se ha dotado de un sistema de normas muy complejo; en España tenemos normas municipales, autonómicas, nacionales, de la Unión Europea... Además, en un mundo globalizado, cada vez nos afectan más las normativas de otros países. Y, a todo lo anterior, hay que añadir las obligaciones que, con frecuencia, nos imponen clientes, proveedores, o el propio sector en que nos encontramos... Esta "inflación normativa" puede resultar difícil de sobrellevar para las empresas, y de manera especial para las pymes, que no tienen los profesionales cualificados, asesores, etc. con los que cuentan las grandes empresas. Sin embargo las regulaciones son necesarias. Sigue valiendo que «la ignorancia de las leyes no excusa de su cumplimiento» (artículo 6.1 del Código Civil español), pero, ¿es esto lógico cuando resulta prácticamente imposible conocer todas las normas que afectan a una empresa, sobre todo si no se cuenta con buenos especialistas? ¿Debería el legislador ser más prudente a la hora de legislar, creando un marco más simple, que facilitara a las pymes su cumplimiento? Si no es así, ¿hasta dónde llega el deber ético de una pyme de conocer las normas?
2. Piensa en una academia que cumple con la normativa que le es aplicable, que tiene dados de alta a sus profesores, y cumple puntualmente con sus obligaciones tributarias y ante la Seguridad Social. A esa academia acuden algunos compañeros tuyos de facultad, que pagan una cantidad X por cada hora de clase. Tú, que estás tieso, que no tienes un céntimo para algunos gastillos que quieres hacer, pero que vas muy bien en la carrera, les propones a algunos de ellos darles clase en tu casa a X/2 la hora (te es rentable pues no vas a tener ningún tipo de gasto y no piensas declarar tu actividad: por tan poco dinero nadie lo haría, piensas). Si tu actitud se generaliza, la academia tendrá que bajar los precios para competir y, supongamos, llegar a un acuerdo con sus profesores para rebajarles un 10% el sueldo y darles de baja en la Seguridad Social, procediendo a sumergir el negocio para poder bajar los precios y sobrevivir. ¿Somos todos conscientes de las consecuencias de nuestros actos? Busca actividades de la vida diaria en las que pequeños microempresarios hacen una competencia desleal a otras empresas (normalmente también pequeñas). ¿Cómo se podría solucionar esto?
3. Imagínate una empresa familiar donde hay un conflicto: el padre y fundador,

presidente de la compañía y que pasa ampliamente de los setenta, se ha enamorado de su joven secretaria, que, con el apoyo del presidente, empieza a manejar de hecho los asuntos fundamentales de la empresa. Los hijos, que dirigen los departamentos clave y están muy molestos con la situación, deciden plantarle cara en el Consejo de Administración (donde tienen mayoría). El padre, que mantiene la mayoría de las acciones, disuelve el Consejo y te pide, como director financiero y persona de confianza "de toda la vida", que diseñes el nuevo organigrama, prescindiendo de los hijos, y poniendo a su nueva pareja como vicepresidenta. La empresa tiene un importante volumen de negocio y estaba correctamente gestionada por los hijos; es razonable pensar que con el padre ya mayor y la inexperiencia de la nueva vicepresidenta, el negocio tenga problemas. Pero también es verdad que el padre actúa sobre un negocio que él creó e hizo grande: ¿quiénes son sus hijos para decirle lo que debe hacer con su vida? Casos de este estilo se dan con cierta frecuencia; puedes buscar en la prensa algún caso similar. Con las hipótesis adicionales que precises, ¿qué se debería hacer?

4. Busca en internet algún caso de productos diseñados para la financiación de una gran empresa, aparentemente sin riesgo, comercializados entre el público, y que han terminado con inversores defraudados e indignados. Puede ser el de los pagarés de Nueva Rumasa (aunque las empresas que los emitían eran empresas del grupo), el de las participaciones preferentes de varias entidades financieras, o cualquier otro que se te ocurra. Intenta comprender el producto, enterarte de cómo se comercializó (¿se explicó el producto?, ¿se advirtió de su riesgo?), y valora si la rentabilidad que ofrecía era la razonable para un producto sin riesgo, comparando la rentabilidad que prometía y lo que ofrecía un depósito a un año en ese momento en una entidad solvente. ¿Actuaron mal los que los emitieron? ¿Pecaron de avaricia algunos inversores que tenían conocimientos suficientes para saber que nadie ofrece esos intereses sin riesgo?

Capítulo 10

Contables y auditores

10.1. Introducción

Los problemas éticos de contables y auditores son, en gran parte, bastante similares: mientras al contable de la empresa le toca reflejar la información económico-financiera en los estados contables, el auditor (nos referiremos normalmente al auditor externo) los revisa y emite su informe. En consecuencia, ambos trabajan con información del mismo tipo, y, aunque sea por motivos distintos, tienen muchas veces dudas parecidas.

Las dos clases de profesionales pueden encontrarse ante conflictos de interés: como el auditor que se está planteando emitir un informe no favorable, pero eso puede llevarle a perder el cliente; o el contable que cobra un incentivo dependiendo de los resultados que él mismo elabora. De la misma manera, estos profesionales pueden encontrarse con conflictos con sus superiores. Es el caso de un contable al que su director le pide que "maquille" los resultados (para mejorar la imagen, pagar menos impuestos, tener más incentivos...), o el de un auditor al que sus jefes le indican que sea "comprensivo" con las cuentas de determinado cliente, dada su importancia y relación con la firma de auditoría (estos temas, en general, ya los hemos tocado en el capítulo 7).

Para reflexionar sobre los conflictos éticos de estos profesionales, vamos a hacernos primero una pregunta: ¿para qué se elabora una contabilidad? A partir de ahí nos plantearemos algunos problemas concretos.

10.2. ¿Para qué se elabora la contabilidad?

Vamos a dedicar este apartado a preguntarnos algo que consideramos esencial para discutir cómo deben actuar los profesionales de la contabilidad: cuál es el fin para la que se elabora la contabilidad en una empresa (o en cualquier otro tipo de institución, aunque, en principio, nos referiremos a una empresa en su

acepción más usual).

Si nos preguntamos, en consecuencia, para qué se recoge la información económico-financiera de una empresa, y se plasma, según una serie de reglas y convenciones, en la contabilidad, la respuesta parece obvia: para dar información. Pero, aceptado esto, se nos encadena otra pregunta lógica: sí pero, ¿a quién? Y aquí es donde creemos que está la clave que nos va a ayudar a entender cómo debe actuar el profesional de la contabilidad. La contabilidad proporciona información a mucha gente: colectivos diferentes, con preocupaciones distintas, van a estar interesados en la información contable.

Efectivamente, interesados en la contabilidad de la empresa están:

- Los accionistas, para saber cómo evoluciona su patrimonio, conocer cómo va la empresa y así poder controlar a los directivos, tener datos sobre su situación financiera y decidir si deben pedir o no un dividendo.
- Los acreedores, para poder calcular la rentabilidad, la solvencia y la liquidez de la empresa. De esta manera podrán decidir si es prudente concederle un crédito o aceptar un aplazamiento de un pago. También, una vez que ya existe la deuda, les servirá para prever si van a poder cobrar en plazo, tanto el principal como los intereses, o para estudiar si deben tomar alguna medida concreta que mejore sus probabilidades de cobro.
- Los proveedores, para saber si, dada la rentabilidad, la solvencia y la liquidez de la compañía, es prudente venderle a crédito, y en qué condiciones.
- Los clientes, para saber, por ejemplo, si dada la buena situación económico-financiera de la empresa, pueden confiar en el futuro de la misma, o, ante la situación contraria, deben irse buscando otro proveedor. Cuando la situación de la empresa se está deteriorando rápidamente, aunque siga funcionando de momento, los clientes pueden plantearse si la calidad o el servicio van a ser los pactados. También pueden estar interesados en saber cómo van evolucionando las ventas de la empresa, para conocer la aceptación de sus productos en el mercado o si las empresas del grupo de su proveedor van a acabar haciéndole la competencia. Todo esto se lo pueden proporcionar las cuentas anuales (estados contables de cierre del ejercicio).
- Los trabajadores o los sindicatos también van a estar interesados en la contabilidad. Entre otras cosas, querrán saber si dadas sus cifras de rentabilidad, solvencia y liquidez, la empresa es viable a corto y a largo

plazo, y, en consecuencia, si les va a poder garantizar el puesto de trabajo. Por otro lado, la información suministrada por la contabilidad les permitirá conocer si es preciso hacer más sacrificios para mantener la empresa, o si por el contrario esta gana mucho dinero y pueden pedir un aumento de sueldo.

- Los potenciales inversores son, sin duda, unos usuarios habituales de la contabilidad de la empresa. Harán variados análisis con toda la información disponible (siendo la contabilidad una fuente muy importante de la misma), para saber si es conveniente invertir en las acciones o en la deuda de esa empresa.
- Como también harán análisis usando información contable (y de otro tipo) los directivos de la compañía, para diagnosticar la evolución de la empresa, hacer previsiones y tomar decisiones, o para controlar la ejecución de las mismas.
- Otro usuario habitual son las administraciones públicas, para saber si la empresa cumple con sus obligaciones fiscales y de otro tipo. Y en ocasiones, los propios jueces, para conocer si se han cometido delitos.

En nuestra opinión, es precisamente esta amplia variedad de usuarios, cada uno con sus legítimos intereses, lo que hace que la información contable, y sobre todo los criterios de valoración, sean muy discutidos y discutibles. Tengamos en cuenta que "valorar" tiene que ser normalmente difícil. En efecto, si hay un precio de mercado y se va a proceder inmediatamente a la venta del activo, la valoración parece sencilla: el valor será el precio de mercado. Pero muchas veces no existe un precio de mercado para el activo que se desea valorar, o no se va a vender ahora, por lo que la valoración se complica.

Pensemos en un ejemplo: un socio de una pequeña empresa decide abandonar la misma y pacta con el resto de socios que le compren su parte a valor contable (si poseía un 20% del capital, deberían pagarle el 20% del valor del activo menos el 20% del valor de las deudas). El problema es cómo valorar el activo. Al socio que se va le convendría que el activo estuviera valorado a un precio alto, así cobraría más; pero los socios que se quedan prefieren un valor bajo para pagar menos. Por otro lado, un activo valorado muy alto podría dar lugar a un mayor pago de impuestos, mientras es fácil que los acreedores prefieran una valoración más prudente para no engañarse con una aparente solvencia. La

dificultad consiste en que no hay un valor "indiscutible", pues es complicado estimar cuánto va a producir ese activo en el futuro (que es la forma más correcta de valorar, como descuento de un flujo de fondos esperados) o saber cuándo y por cuánto se va a liquidar.

En general, dependiendo del valor que se dé a los activos, se altera el resultado de la empresa: si al activo se le da un mayor valor contable, y suponemos que las deudas se mantienen constantes, aumentará el valor contable que pertenece a los accionistas, por lo que (sin entrar ahora en detalles de técnica contable) se producirá un resultado positivo. Luego el resultado del ejercicio depende de la valoración que se dé a los activos, como también depende de ella lo que contablemente vale la empresa para sus propietarios. El problema es que no hay una forma de valorar objetiva que valga siempre.

Pensemos en los problemas del sistema financiero español a partir de 2007: muchas entidades financieras tenían entre sus activos créditos difíciles de cobrar, pisos, solares..., que en una situación de crisis económica iban perdiendo valor. Se han ido haciendo así diferentes ajustes a la baja en el valor de dichos activos, lo que ha llevado a algunas entidades a tener que ser "rescatadas" por el Estado al quedarse con una cifra muy baja, o incluso negativa, de fondos propios. La cuestión es que en este tipo de valoraciones es siempre muy importante ser prudentes, dando un valor a los activos del que tengamos cierta garantía que de esa cifra no va a bajar, para que a partir de ahí la entidad financiera busque los recursos necesarios para garantizar su solvencia. Pero eso no quiere decir que ese sea el verdadero valor de la entidad; siempre puede suceder que pasados unos años, superada la crisis, esos activos recuperen una parte de su valor. Por eso no podemos decir que una entidad que "contablemente vale cero", valga realmente cero.

Pensemos en otro ejemplo: la contabilización, como activo intangible, del prestigio de una gran firma de consultoría estratégica. En algunos casos está permitida dicha contabilización (cuando se ha adquirido la firma, aparecerá como Fondo de Comercio). Para algunos esto es lo correcto, pues el prestigio es un activo que produce resultados, igual que los edificios o las aplicaciones informáticas, y tal razonamiento es perfectamente defendible. Pero en caso de quiebra por una caída espectacular de la clientela debida a una crisis, el prestigio no vale nada (¿qué prestigio va a tener una consultora que no ha sido capaz de

hacerse viable a sí misma?). ¿No serían defraudados los acreedores que habían prestado a una empresa con grandes activos y ahora ven que no vale nada?

Vemos que la contabilización de los "intangibles" es discutible, y diferentes normas contables dan soluciones distintas (¿debe amortizarse o deteriorarse el Fondo de Comercio?). Para reflexionar sobre esto, y lo que sigue, puede acudirse al trabajo de Leire Alcañiz y Fernando Gómez-Bezares (2013).

Acabamos de mencionar que las mismas operaciones, según diferentes normativas contables, se contabilizan de forma diferente, y esto no es baladí, pues puede dar lugar a estados contables notablemente distintos según qué normativa se aplique. Si se aplica una valoración más conservadora, esto, en principio, da mayores garantías a los acreedores, pues la empresa tiene menor margen para endeudarse; pero tal valoración puede alejarnos del verdadero valor de los activos.

En definitiva: las valoraciones que da la contabilidad, y en general toda la operativa contable, son objeto de discusión y de posturas diferentes, muchas perfectamente defendibles. En ocasiones puede parecer más adecuada una solución, en ocasiones otra, dependiendo de la coyuntura, del usuario de la información, etc. Y no es raro que, en función de intereses particulares, pueda apoyarse una determinada forma de hacer. Por eso es importante que haya una normativa clara, que todos apliquen de forma unívoca (Amat, 2010), y que todos los usuarios entiendan de la misma manera la información que nos aportan los estados contables.

Todo lo anterior nos lleva a una idea que creemos fundamental: dado que la contabilidad sirve a muchos colectivos, legítimamente interesados, debe cubrir situaciones muy variadas, y se enfrenta al riesgo de lo que ocurrirá en el futuro, debe atenerse a unas normas lo más claras posible. En consecuencia, pensamos que las normas contables deben ser poco flexibles, para evitar interpretaciones variadas (subjetivas, interesadas...) que desconcierten al receptor de la información. Todos tienen que poder conocer los principios con los que se han elaborado los estados contables, y estos deben ser lo más claros posible.

La contabilidad, desde que empezó a aplicarse la partida doble en el siglo XV, ha variado poco, lo que probablemente resulta lógico. Los problemas siempre han sido los mismos y las soluciones opinables. Por eso hay muchos contables poco partidarios de las grandes novedades; como nos decía un prestigioso profesor de

contabilidad: "los contables somos conservadores".

Esta larga reflexión nos lleva a definir el que entendemos que es el mandato ético del profesional de la contabilidad: aplicar con rigor las normas contables. Es decir, debe aplicar escrupulosamente lo que la norma quiere decir, para que todos los partícipes sociales o stakeholders puedan interpretar correctamente lo que están leyendo:

- No hay demasiado espacio aquí para que el contable opine si la norma es correcta o mejorable.
- Un contable no debe ser creativo.
- Y mucho menos mentiroso.

10.3. Algunos problemas concretos

Trataremos en este apartado de reflejar algunas de las situaciones problemáticas a las que se enfrentan los contables de las empresas y los auditores. En algunos casos se trata de actuaciones irregulares, pero bastante aceptadas tanto por los profesionales de la contabilidad como por muchos de sus usuarios. En otros casos son prácticas relativamente comunes aunque, en nuestra opinión, claramente censurables. Reflexionaremos también en este apartado sobre un tema espinoso: la utilización de la contabilidad para rebajar los impuestos; no es fácil dar respuestas unívocas en este tema, que quedará, en parte, abierto a la reflexión del lector.

Veamos, en consecuencia, algunos problemas concretos:

- Muchas empresas alisan beneficios, rebajándolos los años buenos y aumentándolos en los ejercicios menos favorables. De esta manera dan una sensación de estabilidad ante los mercados, evitando además ejercicios con pérdidas. Para un experto contable esto no es muy difícil de conseguir, por ejemplo, dotando amortizaciones y provisiones en exceso durante los mejores ejercicios y viceversa. Las motivaciones para este tipo de práctica son variadas, pero una fundamental puede ser beneficiar a los accionistas, cuyas acciones suelen obtener un mayor valor fruto de la estabilidad o del crecimiento uniforme de los beneficios; también se pueden alegar razones psicológicas, pues es normal que el accionista prefiera la estabilidad. Además

los directivos pueden beneficiarse de esta práctica, y algunos la atribuyen a un problema de agencia: al dar beneficios estables, mucho mejor si son crecientes, y evitar ejercicios con pérdidas, transmiten al mercado y hacia los propietarios de la empresa una mejor imagen de su gestión, que puede reflejarse de manera positiva en sus incentivos. Sin embargo, esta forma de actuar supone mentir con la contabilidad, lo que va en contra del "mandato ético" que marcábamos en el apartado anterior. Pero está bastante extendida, normalmente no hay perjuicios excesivamente graves para otros stakeholders, y es conocida, lo que disminuye su gravedad.

- En otros casos se hacen valoraciones incorrectas que benefician a un colectivo o grupo de partícipes sociales de una empresa, en perjuicio de otros (el alisamiento, que acabamos de comentar, también se podría clasificar entre este tipo de prácticas) que reciben un tratamiento injusto. Podría ser el caso, por ejemplo, de la empresa que, aumentando de manera injustificada las amortizaciones y las provisiones, reduce drásticamente el beneficio hasta provocar pérdidas para, de esta manera, no tener que pagar a los tenedores de determinados instrumentos financieros cuya retribución depende del beneficio: tal es el caso de las participaciones preferentes. Parece claro que este tipo de actuaciones constituye un fraude.
- También se puede trasladar el beneficio de una sociedad a otra utilizando los precios de transferencia. Nos referimos aquí a los precios a los que se transfieren bienes y servicios entre empresas de un mismo grupo. Al utilizar precios "artificiales" para esas transacciones, alejados de los precios que se manejarían entre empresas independientes o de los precios de mercado, se traslada el beneficio desde la empresa que vende barato a la que compra barato, o de la que compra caro a la que vende caro. Estos traslados de beneficios pueden tener motivaciones fiscales (se traslada el beneficio desde una empresa domiciliada en un país con un alto impuesto sobre los beneficios, a otra empresa del grupo cuyo domicilio se ubica en un país con impuesto bajo). Entonces son perseguidos por las autoridades correspondientes y pueden aplicárseles las reflexiones morales que haremos enseguida sobre el pago de impuestos. El traslado de los beneficios puede tener otras motivaciones, como beneficiar a unos accionistas (sería el caso de los accionistas minoritarios de una empresa del grupo, que ven cómo mejoran los beneficios de su empresa a costa de los de otra). Especialmente

claro sería el caso de beneficiar a una empresa propiedad al cien por cien de la matriz, perjudicando a otra en la que tiene menos participación. También se puede perjudicar a un acreedor llevando a la quiebra a la sociedad que le debe dinero; estos últimos casos, evidentemente, constituyen un fraude.

Otro problema ocurre cuando se evita el pago de impuestos con la contabilidad; aquí podemos distinguir dos situaciones: la elusión fiscal y la evasión fiscal.

La elusión fiscal hace referencia a la utilización de vericuetos o vacíos legales para evitar el pago de impuestos. Se actúa dentro de la ley y, en consecuencia, no es ilegal. La elusión fiscal está generalmente aceptada (por ejemplo invertir en sociedades que tienen un mejor tratamiento de cara al impuesto sobre beneficios), aunque puede ser virtuoso no utilizarla en algunos casos: supongamos que tras una venta muy lucrativa, podemos acogernos a una figura que nos permite no pagar impuestos, pero, pensando que esa figura está ideada realmente para otros casos y que debemos contribuir a la Hacienda común, decidimos no utilizarla y pagar los impuestos. La elusión fiscal puede ser éticamente condenable en los casos más sangrantes, como las empresas multinacionales que desvían muchas de sus ventas a países con menor imposición, dando lugar a que quienes más ganan sean, en ocasiones, quienes menos pagan.

La evasión fiscal sucede cuando se incumple la ley para pagar menos impuestos: por ejemplo declarando unas ventas inferiores a las reales. Esta conducta es ilegal y, en principio, resulta éticamente censurable. Aunque las arbitrariedades del sistema fiscal dan argumentos a los que opinan lo contrario.

En efecto, es relativamente fácil encontrar argumentos que justifiquen no solo la elusión, sino también la evasión fiscal. Vamos a reflexionar sobre este tema. Partamos de la base de que hay que pagar impuestos: creemos que esto es así y que hay obligación ética de pagarlos, pues el Estado tiene que recaudar los fondos necesarios para realizar una serie de actividades muy convenientes para la comunidad como garantizar la seguridad, administrar la justicia, construir y mantener obras y servicios públicos, regular agentes y mercados..., además de las actividades de gasto más claramente redistributivas como la sanidad o la educación públicas, los sistemas de pensiones o de cobertura del desempleo, los diferentes sistemas de ayuda a personas con problemas, etc., tal como ya comentamos en el capítulo 8. Sin duda, todo lo anterior se puede hacer con

diferentes niveles de cobertura, y así el Estado puede utilizar más o menos dinero para subsidios de desempleo o mantener una sanidad pública con estándares más o menos altos. De igual manera, el Estado puede ser más o menos eficiente en la utilización del dinero público. Y puede repartir la factura fiscal de diferentes maneras: con impuestos más progresivos, que recauden más entre los que más ganan y más tienen, o menos progresivos. En cualquier caso, en un sistema democrático todo lo anterior se articula en base a unas normas aprobadas por el parlamento, y parece lógico que la regla ética general sea cumplir las leyes, en este caso las tributarias. Esto podría ser válido, incluso, en sistemas no democráticos, pero aceptados por la ciudadanía.

Pero el ciudadano contribuyente puede alegar que es función del Estado establecer unas normas que obliguen a pagar los impuestos, y que si hay fallos en la regulación que permiten la elusión fiscal, es el legislador, si quiere, el que debe arreglarlos. Mientras no lo haga la elusión podría ser aceptable. Algunos van más allá, y desde posturas libertaristas radicales entienden que el Estado no tiene derecho a interferir en su libertad individual y no tiene por qué obligarles a pagar impuestos. Pero sin llegar a estos extremos, hay bastantes personas que creen que las arbitrariedades del sistema fiscal y la discutible forma de utilización por parte del Estado del dinero recaudado, justifican la evasión de impuestos, asumiendo, pues "no queda más remedio", que si los "pillan" pagarán la sanción correspondiente. En esta línea puede alegarse, por ejemplo:

- Sin entrar en diferencias fiscales entre países (que pueden ser muy grandes incluso con historia, cultura y sistemas políticos similares), dentro de España, en unas comunidades se paga mucho por el impuesto de sucesiones y en otras no, o en unas hay impuesto sobre el patrimonio y en otras no, y esto es así a la hora de escribir estas líneas, pues cambia continuamente. El "defraudador" se apoya en este hecho incontrovertible para argumentar que no se puede calificar de injusto dejar de pagar un impuesto que su cuñado no tiene que pagar por vivir en otra comunidad, o un impuesto que unos años no está en vigor y otros sí. Parece lógico aceptar algunas variaciones geográficas o con el paso del tiempo, pero una mayor estabilidad en el tiempo y en el espacio propiciaría una mayor aceptación del sistema tributario.
- Además los más acaudalados, que normalmente también son los mejor asesorados, pueden eludir fácilmente los impuestos mediante fórmulas

ingeniosas, llegando en ocasiones a pagar poco o nada. Esto puede servir de justificación a quien, con menos medios, simplemente no declara parte de sus ingresos.

- También se argumenta, y con algo de razón, que con el dinero recaudado los políticos hacen muchos gastos superfluos (como ha ocurrido en España en los años de bonanza, e incluso después de comenzar la crisis económica en 2007: inversiones ilógicas, sostenimiento de burocracias de poca utilidad, gastos suntuarios...) o son ineficientes en su gestión.

Partiendo de la idea irrenunciable de que hay que pagar impuestos, todo lo anterior puede hacer reflexionar al lector para valorar éticamente las diferentes conductas. Sin duda perseguir a los evasores, cerrar puertas a la elusión fiscal, avanzar en la justicia del sistema fiscal y en su estabilidad temporal y espacial, así como controlar bien en qué se gasta el dinero de todos, hará que las obligaciones fiscales sean éticamente más fáciles de exigir.

10.4. Conclusión

Hemos repasado a lo largo de este capítulo dificultades éticas de los profesionales de la contabilidad. Hemos establecido, con la mayor claridad posible, la que es en nuestra opinión la finalidad de la contabilidad, para deducir de ahí el mandato ético que debe regir a estos profesionales, que nos ayuda a valorar las diferentes conductas. Con todo creemos que, en función del objetivo perseguido y de los afectados por cada actuación, las conductas irregulares pueden ser más o menos graves.

Un tema que hemos abordado es el del pago de impuestos (afectado, entre otras cosas, por la forma de contabilizar). Nos encontramos ante cuestiones difíciles: por un lado hay que pagar impuestos, pero los individuos piensan con frecuencia que están siendo injustamente tratados, lo que les lleva a justificar la elusión e incluso la evasión fiscal. Un camino para evitar esto creemos que está en que el Estado haga mejor las cosas con un sistema fiscal más justo y controlando adecuadamente el gasto. Pero no solo es eso, además el Estado debe hacer pedagogía explicando bien a los ciudadanos cómo se recauda y cómo se gasta el dinero de todos.

Para pensar y discutir

1. A partir de la crisis financiera que se manifestó con toda su crudeza en 2008, muchas cajas de ahorros (y otras entidades financieras) pasaron a tener un valor muy bajo. En una coyuntura de este estilo puede suceder que algunas se acaben vendiendo a un precio irrisorio. Suponiendo que ha sucedido esto: ¿valen esas cajas tan poco como nos dicen sus estados contables o esto sucede, en parte, como consecuencia de aplicar unas determinadas valoraciones contables? ¿Puede ocurrir que alguien, por ejemplo los potenciales compradores, estén interesados en darles muy poco valor, incluso negativo, para pedir ayudas públicas y luego comprarlas por un euro? Su valor dependerá del valor que demos a sus activos (créditos, pisos, solares...), y eso no es fácil de estimar en plena crisis. Puede suceder que un comprador, que se quedó con una entidad por muy poco dinero, pasada la crisis vea cómo se recupera el valor de los activos de la entidad comprada, anotándose un lucrativo negocio. ¿Es lógico que las pérdidas sean de todos y los beneficios solo de unos pocos?
2. En el alisamiento de beneficios, puede darnos la impresión de que no hay ningún colectivo que se sienta perjudicado, pero no es verdad. Piensa en quiénes pueden sentirse perjudicados por esta práctica y trata de evaluar la magnitud del perjuicio en función de las circunstancias. ¿Puede considerarse una práctica aceptable porque la usa mucha gente, o más bien es el hecho de que sea conocida por los usuarios de la contabilidad lo que rebaja su nivel de gravedad? Busca en internet referencias a prácticas de alisamiento (tal vez te ayude conocer el término en inglés: "income smoothing"). ¿Pueden ser estas prácticas y otras similares las que han llevado al uso de instrumentos como el EBITDA?
3. Suponte que llamas a un fontanero o a un electricista para que haga una pequeña chapuza en tu casa, y te pregunta si quieres o no factura. Al ser sin factura te ahorras el IVA, y para el profesional ese ingreso no existe. Si prefieres sin factura, ¿eres consciente de que estás provocando una evasión fiscal? ¿Eres muy duro contigo mismo por cometer esa ilegalidad? Normalmente se piensa que los que defraudan a Hacienda son otros, que hay que perseguir a los defraudadores, pero hay bastante gente que defrauda en lo pequeño sin darle importancia. Y qué te parecen las personas

que alargan una baja por enfermedad para así poder cuidar a su familia, o las personas mayores que ocultan sus rentas o su patrimonio para pagar menos en una residencia. ¿Les falta a muchos ciudadanos conciencia de lo público, tanto a nivel de ingresos como de gastos? Y si fuera así, ¿es fácil que tengan esa conciencia cuando actúan como profesionales? ¿Influyen en esto los malos ejemplos que han dado algunos políticos en el uso de los dineros de todos?

4. Partiendo de la base de que el Estado debe establecer mecanismos de redistribución de la renta entre los ciudadanos, se plantean dos formas de hacer esto: por medio del ingreso (cobrando más a aquellos que tienen más capacidad económica para contribuir), o por medio del gasto (estableciendo mínimos de ingresos, garantizando a todos la sanidad o la educación, etc.). Lo normal es que los estados utilicen una combinación de ambas vías. Sin embargo, algunos especialistas llevan años propugnando que la vía de redistribución por el ingreso es cada vez menos eficaz: en un mundo globalizado y cada vez más complejo, los "más ricos" eluden los impuestos con creciente facilidad, llevando su actividad a paraísos fiscales o mediante complejas estructuras jurídicas que evitan el pago de impuestos. De esta manera la teórica progresividad de los impuestos queda en papel mojado, y podría ser más eficaz un sistema menos progresivo y más sencillo (es el caso del IVA), haciendo énfasis en redistribuir mediante el gasto del Estado. ¿Qué opinas de este planteamiento? Intenta apoyar con algunos datos tus razonamientos.

Capítulo 11

El Consejo de Administración

11.1. Introducción

El Consejo de Administración (el Consejo) es el órgano superior de gestión de la empresa, la forma jurídica que adoptan los representantes legales cuando son más de dos. Su relevancia y poder se infiere de la gran cantidad de comisiones de expertos encargadas de hacer recomendaciones al funcionamiento del Consejo para garantizar el buen gobierno de las empresas: Informe Olivencia (1998), Informe Aldama (2003), Código Conthe (2006), o más recientemente las propuestas sobre modificaciones normativas (web de la CNMV 2013).

El Consejo es responsable de la estrategia y buen funcionamiento de la empresa; para ello se sitúa entre los accionistas y los gestores. Sus integrantes pueden ser internos, que son los pertenecientes al equipo directivo, o externos. Estos últimos se clasifican a su vez como dominicales, si representan a los grandes accionistas, e independientes, cuando están nombrados por la Junta de Accionistas y tienen la función de velar por los intereses de los accionistas minoritarios. El Consejo debe ser suficientemente representativo de todos los accionistas, y lo suficientemente diverso como para poder cumplir sus funciones.

La responsabilidad de los consejeros es importante, ya que pueden responder con su patrimonio por las demandas contra ellos. Se trata de un órgano colegiado donde cada miembro tiene un voto. La responsabilidad, que puede llegar a penal, hace que muchas empresas tengan seguros al Director's Office con el fin de cubrir las posibles reclamaciones contra todo el Consejo. Estas pueden ser significativas, en especial para las pymes. En algunos casos una querella laboral o medioambiental con la empresa se plantea directamente contra el Consejo, porque el tipo de presión directa a los consejeros fuerza a una negociación más rápida.

11.2. Funciones del Consejo

Las funciones del Consejo están descritas en el Código Unificado de Buen Gobierno (de la propuesta de reforma prevista en 2013 y disponible en la CMNV, nº 7):

> Que el Consejo desempeñe sus funciones con unidad de propósito e independencia de criterio, dispense el mismo trato a todos los accionistas y se guíe por el interés de la compañía, entendido como hacer máximo, de forma sostenida, el valor económico de la empresa.
>
> Y que vele asimismo para que en sus relaciones con los grupos de interés (stakeholders) la empresa respete las leyes y reglamentos; cumpla de buena fe sus obligaciones y contratos; respete los usos y buenas prácticas de los sectores y territorios donde ejerza su actividad; y observe aquellos principios adicionales de responsabilidad social que hubiera aceptado voluntariamente.

En sentido amplio las funciones del Consejo son la determinación de la estrategia, la supervisión de los resultados económicos y la comunicación con los accionistas. El peso relativo de las distintas funciones es muy diferente para las pymes y para la gran empresa. La determinación de la estrategia y su seguimiento, y controlar la ejecución, son más importantes en las empresas grandes o las start-up, así como en todas las operaciones societarias como fusiones, salidas a bolsa, joint ventures, etc.

La función que ningún Consejo puede delegar, cualquiera que sea el tamaño de la empresa, es la supervisión: el control de la contabilidad, las proyecciones financieras, la vigilancia de la viabilidad financiera de la empresa. También ha de establecer las políticas de nombramiento y remuneración de los altos directivos y del propio Consejo. Para estas funciones los informes mencionados recomiendan para las empresas cotizadas la constitución de al menos dos comisiones dentro del Consejo, además de la Comisión Ejecutiva: la Comisión de Auditoría y Control, y la Comisión de Nombramientos y Retribuciones[1].

Los miembros del Consejo son además los responsables de la comunicación con los accionistas. Por todo ello están obligados a dedicar el tiempo y esfuerzo necesarios para realizar sus funciones. Por obvio que pueda parecer, esta es la primera de sus obligaciones éticas, a veces muy bien remunerada. Los juicios en torno a la conducta de diversas entidades financieras antes o en el curso de la

crisis que comenzó en 2007, han mostrado numerosas alegaciones de irresponsabilidad por parte de miembros de Consejos de Administración. Si vamos a creer esas alegaciones, determinadas decisiones clave que no hubieran sido posibles sin la aprobación de los consejos, fueron tomadas con información insuficiente provista por la dirección de la entidad, y sin ninguna discusión por parte del Consejo, que se limitó a firmar lo que se le presentaba sin casi mirarlo.

Independientemente de lo que los jueces determinen respecto a la responsabilidad legal, la responsabilidad ética sí está clara: la misión del Consejo es controlar a la dirección en nombre de los accionistas (presentes y también potenciales), no aprobar lo que quiera que la dirección presente, como lo presente. Para ello pueden tener que trabajar además de asistir a la reunión, por ejemplo requiriendo o buscando información más allá de la espontáneamente provista por la dirección, y discutiéndola con los accionistas antes y no después de que la decisión sea tomada. Para eso se les paga, al menos. Cabe preguntarse, por ejemplo, qué hizo el Consejo de Pescanova, al que fue posible esconderle las deudas millonarias que acercaron la compañía a la quiebra.

11.3. Conflictos de interés

Los conflictos de interés en una empresa son múltiples, y el Consejo es árbitro y reflejo de estos conflictos. Hay intereses contrapuestos entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios; entre los directivos y los accionistas; entre los miembros del Consejo involucrados en la gestión y los que no; entre los distintos accionistas mayoritarios, especialmente cuando son competidores; entre la empresa y la sociedad civil, en la medida en que la estrategia de la empresa puede ir en contra de objetivos generales.

El buen gobierno de las empresas hace necesario establecer equilibrios entre los intereses encontrados; por ello existen tantas recomendaciones para el funcionamiento del Consejo. Por una parte la empresa es soberana a la hora de determinar su forma de gestión, pero por otra ha de responder ante la sociedad y ante los miembros más pequeños de su accionariado. El Consejo ha de tener poder para realizar correctamente sus funciones: la alta dirección ejecutiva debe seguir sus directrices. Para que ese poder sea real, los consejeros internos han de ser una parte del Consejo, no quienes dictan la norma. Es condición necesaria

que los consejeros tengan conocimientos, independencia y motivación para aportar a la estrategia de la empresa, y, como hemos visto, que dediquen el tiempo necesario.

Los accionistas vs. los directivos

El conflicto de intereses entre los accionistas y los directivos es clásico y se refleja en el Consejo. Puede tener distintas manifestaciones, una de las cuales es la diferencia de objetivos para la empresa. Ya hemos visto que el objetivo financiero consiste en maximizar el valor para los accionistas, pero la implementación de este objetivo no es tan evidente. ¿Qué hace el consejero ejecutivo cuando el consejero dominical plantea incrementar la deuda para pagar dividendos? El endeudamiento de la empresa puede poner en riesgo su viabilidad futura, por lo que el ejecutivo ha de votar 'No' para maximizar la viabilidad de la empresa a largo plazo. Un 'No' en el Consejo en contra de accionistas importantes puede suponer el fin de la carrera profesional. No es una decisión fácil.

El incremento de valor de la empresa para el accionista, se plasma en general en el incremento del precio de la acción. Para alinear a los gestores con los accionistas en muchos casos se retribuye al directivo con opciones sobre acciones. Esta compensación tampoco está exenta de conflictos de intereses: el directivo tiene incentivos a tomar riesgos excesivos, porque si la inversión sale bien él ganará, y si no sale bien se queda como está, quizás pierde el empleo, pero en cualquier caso más sufre la empresa. Es conocido el caso de Enron y sus posiciones en derivados. Especular con tu propia materia prima es una actividad de riesgo que puede reportar pingues beneficios, hasta que las cosas se tuercen.

Este ejemplo pone de manifiesto que si la estructura financiera de la empresa o el riesgo de sus inversiones no son controlados por el Consejo, puede comprometerse la viabilidad futura de la empresa. Si la Comisión de Auditoría y Control no es capaz de poner freno a las políticas de intereses creados en una dirección u otra, estas acaban yendo contra el interés general de la empresa. Como las consecuencias no suelen ocurrir a corto plazo, la profesionalidad del Consejo se medirá por su capacidad de ir más allá de la inmediatez de los resultados económicos.

Los minoritarios y el crecimiento insostenible

Una de las características de las empresas españolas cotizadas es la concentración de la propiedad, la existencia de uno o varios accionistas con participación significativa que dominan el Consejo y tienen la capacidad de imponer los gestores, que a su vez participaran en el Consejo como internos. Los accionistas minoritarios quedan infra-representados en el Consejo a menos que haya un mecanismo activo para procurar representación al accionariado disperso.

Una de las funciones de los consejeros independientes consiste en representar a los minoritarios. Pero de hecho, lo que suele ocurrir es justo lo contrario: los gestores tienen la capacidad de solicitar de forma explícita la delegación de voto para la Junta de Accionistas, y con ella la capacidad de nombrar a los consejeros independientes, alineados con los accionistas mayoritarios y con la propia dirección. Para contrarrestar esta concentración de poder está apareciendo cada vez con más fuerza el accionista activista: por el momento su actividad fundamental es acudir a las juntas de accionistas y reclamar bien el pago de dividendos porque existe caja que consideran ociosa, o bien la limitación de la remuneración de los directivos. El movimiento está tomando fuerza y empezando a buscar posiciones en los consejos para defender los intereses de los minoritarios y controlar a la dirección.

Los gestores tienen frecuentemente una gran inclinación por el crecimiento: es mejor gestionar una empresa grande que una pequeña. Cuando el objetivo de crecimiento lo comparten los directivos con los accionistas mayoritarios y conjuntamente dominan el Consejo, ello se puede convertir en un peligro. El crecimiento per se no está mal; el problema son los riesgos de sobrevivencia a largo plazo para la empresa, sobre todo si el crecimiento viene financiado con deuda. Es el caso del crecimiento en la producción de muchas empresas de construcción en los años del boom español, o del mismo crecimiento del nivel de actividad de la banca. Cuando los problemas llegan, la tentación de ocultar las pérdidas y el exceso de endeudamiento es grande. Enron, Parmalat, Astroc o recientemente Pescanova, son ejemplos del éxito aparente de empresas que en realidad están precipitándose al vacío, y manipulando los libros para esconder sus resultados negativos.

El problema es múltiple en estos casos: políticas de crecimiento arriesgadas y con negocios no siempre transparentes, financiación de ese crecimiento con operaciones que incrementan el riesgo, y manipulación de la información.

¿Dónde estaba el Consejo en este proceso? El problema de los minoritarios no es tanto la participación en el crecimiento, al que muchos se apuntaron alegremente cuando las empresas subían en bolsa, sino la incapacidad del Consejo para detectar la información falseada. En muchos casos el proceso de ocultación y falsificación de la información ha durado largo tiempo. ¿Qué hacía el Consejo? Es cierto que en algún caso esto se hizo en connivencia con los auditores. Pero, ¿tenían los miembros del Consejo una visión tan parcial de la empresa como para no detectar la contabilidad falseada?

Se pone de manifiesto aquí el papel fundamental de la Comisión de Auditoría y Control, y su implicación a fondo para contrastar las políticas que objetivamente se observan y las inconsistencias que puedan surgir con los documentos presentados. La labor conjunta de la auditoría externa y el Consejo ha de trabajarse profundamente. Son los miembros de la Comisión de Auditoría quienes debieran dar explicaciones en la Junta de Accionistas de las salvedades de la auditoría externa. Esto exige algo más que la mera inspección superficial de las cuentas presentadas por la dirección.

En otros casos, cuando los resultados se tuercen el Consejo puede decidir vender los activos extra-funcionales y pagarlos como dividendos, descapitalizando así a la empresa. El consejero ha de informarlo, si es preciso votar en contra, y ello ha de quedar registrado en acta para no ser responsable cuando la compañía entre en concurso de acreedores por una conducta contraria al interés de la empresa tomando en cuenta los intereses de todos los stakeholders, del que debe cuidar finalmente el Consejo.

Un claro ataque a los intereses del accionista minoritario puede ocurrir en la empresa pequeña, cuando las cosas van mal y el accionista mayoritario decide dejar de pagar dividendos para compensar con la caja sus problemas en otras empresas a través de préstamos intra-grupo. El socio minoritario no puede sino esperar al concurso de acreedores.

Está comprobado que las empresas que cuentan en sus consejos con accionistas puramente financieros tienden a tomar posiciones más arriesgadas. En las pequeñas empresas hay ejemplos múltiples de posiciones financieras y estrategias arriesgadas; de ellas solo nos enteramos cuando van muy mal. Es el caso de las empresas de reciente creación que necesitan fondos y se alinean con un inversor financiero. Las ampliaciones de capital necesarias para el desarrollo

de los productos llevan aparejada la pérdida de poder de quienes desarrollan la empresa. En el Consejo puede aprobarse que el socio que aporta el conocimiento tenga acceso a acciones liberadas para seguir manteniendo el control.

Otro caso: en una start-up, empresa de reciente creación, donde el 80% de la participación la tengan los gestores que desarrollan el proyecto de empresa, y el 20% quien proporciona la financiación para desarrollar ese proyecto, aparece un conflicto de intereses por representación. Por pura votación los gestores disponen de todo el poder. La forma de compensar este poder es establecer en estatutos que para determinadas decisiones estratégicas la aprobación necesita del 81% de los votos. Si esta flexibilidad no fuese posible, se estrangularían muchos proyectos y el más fuerte tendría más fácil el abuso de poder.

Con el enemigo en casa

En el mercado bursátil se da repetidamente el conflicto de intereses en aquellos consejos donde participan competidores, un conflicto que parece servido en bandeja de plata. Es el caso del conflicto de intereses que lleva a que Sacyr y Pemex adquieran una participación significativa de Repsol en 2011. Tras la caída de Sacyr en bolsa, esa participación pretende un incremento en los dividendos de Repsol en contra de la propia empresa. O es el caso de Entrecanales que trata de hacer valer su 15% en FCC para conseguir más consejeros y acaban en tribunales por conflicto de intereses. Tener los mismos consejeros en varias empresas que compiten entre sí, pone en duda la independencia de los mismos. ¿Cumplen los consejeros su función cuando van en contra de los intereses de la empresa? Difícil afirmar, cuando se sirve a dos competidores, a quién se le debe más lealtad.

Independientes o rentistas

El consejero independiente representa a los accionistas minoritarios, y percibe una retribución por participar en los consejos. Puede ser un técnico de reconocida valía que aporta visión estratégica; por ello se le considera muy valioso. El reverso de la moneda es el especialista en la participación en consejos, para quien la retribución del Consejo es su ingreso. El problema ético que se plantea aquí es la propia independencia de ese consejero, el que no llegue a actuar servilmente con los ejecutivos de la empresa. Resulta cuando menos

interesante la visión que cuadros medios y directivos tienen de la función del consejero independiente: el más dependiente de los consejeros porque vive de la retribución de los consejos.

El problema se hace más evidente si cabe cuando el consejero es una persona pública, un político retirado. El consejero independiente procedente de la política constituye una figura ampliamente extendida; la lista de políticos españoles que acaban en los consejos de empresas resulta muy significativa. 'Casualmente' las empresas procedentes de antiguos monopolios, ahora muy reguladas, es donde más recalan los políticos. Son una puerta abierta al clientelismo político, y en último extremo a la corrupción, lo que se conoce como 'puertas giratorias' entre la política y los negocios. Esa puerta giratoria, que ha dado entrada a los políticos en los consejos de las grandes empresas españolas, se justifica por los contactos que estos antiguos políticos proveen, no importa su partido de origen. Los consejos de administración de las empresas acogen a presidentes, vicepresidentes y directores generales en especial en el área de economía. Es cierto que aportan conocimiento técnico; es cierto que aportan relaciones con la Administración. La pregunta es si se trata de una forma de pago de favores y por tanto si es ético que estén allí.

Algunos consejos de las Cajas de Ahorro españolas constituyeron ejemplos muy graves de clientelismo político. Estas dependían en su mayor parte de las comunidades autónomas y se llenaron con consejeros impuestos por los partidos políticos, en muchos casos sin ninguna capacidad técnica que aportar, sin ningún tipo de control sobre los presupuestos, sin el más mínimo sentido común. Son los consejos que permitieron el crecimiento desmesurado del negocio y la megalomanía de los políticos a los que servían con gastos suntuosos y desproporcionados, y por ello fueron compensados generosamente. Algunos de estos consejos y sus ejecutivos han llegado a los tribunales.

11.4. La retribución

En una publicación reciente, Krugman (2014) pone de manifiesto que la retribución de los gestores y directivos americanos que están en el 0,1% más alto se ha incrementado del 1.71% del producto neto de los Estados Unidos en 1979, al 4.87% en 2005. Aquí tenemos un buen puñado de gestores y

miembros de los consejos. En una época en que el incremento de la desigualdad social es tan palpable, cabe preguntarse si los gestores y los consejeros de las grandes empresas contribuyen tanto al desarrollo y crecimiento de la economía como para justificar los salarios y compensaciones que reciben.

Hay empresas pequeñas que con la crisis han dejado de repartir dividendos y han reducido el salario de sus directivos antes que los de sus trabajadores. Pero no es la regla de las altas direcciones. Los bonus para consejeros de empresas en quiebra han sido millonarios. Los casos conocidos de Cajas de Ahorro donde los consejeros utilizaron el dinero público para su enriquecimiento, son de escándalo.

La transparencia exigida por los códigos de buen gobierno es muy loable, pero queda la duda de si el desempeño de los consejos justifica las cuantías percibidas por los consejeros, especialmente en una época de crisis donde se ha puesto de manifiesto la falta de control real de la viabilidad de las estrategias implementadas por las empresas. El descontrol en las compensaciones de los consejeros y altos directivos nos hace considerar en qué medida las comisiones de Contratación y Retribución pueden cumplir bien su función al ser jueces y parte.

11.5. Responsabilidad del Consejo

Las elecciones a las que se enfrenta un consejero no son por lo general entre bueno y malo, sino entre bueno y mejor, o malo y peor. Un correcto funcionamiento del Consejo requiere que los consejeros externos, tanto los dominicales que actúan en representación de grandes accionistas como los independientes, tengan la autoridad necesaria. En algunas empresas pequeñas el consejero dominical es un representante de la familia con intereses en la empresa, no necesariamente con interés en el trabajo que ser consejero representa. Pero la dejación de funciones en favor de los directivos de la empresa no le exime de la responsabilidad de su voto. En las empresas grandes los consejeros externos han de estar comprometidos con la empresa; no es de recibo el consejero florero.

La función del Consejo consiste en velar por la empresa y los intereses de los accionistas, pero no puede obviar la repercusión de las acciones de la empresa

en la sociedad y el hecho de que la organización está formada por personas. Por ejemplo, el consejero de una empresa de armamentos tiene la obligación de que la empresa salga adelante. Deberá plantearse preguntas como: ¿es ético vender armas a un país en guerra?, ¿a qué bando?, ¿hay buenos y malos en los dos bandos?, ¿qué posición tomar en el tráfico ilegal de armas? Mucho menos dramático, el consejero de una empresa de comida rápida habrá de responderse, digamos, sobre la epidemia de obesidad que afecta tanto a adultos como a niños: ¿tiene la empresa que ver con ello, o es la pura elección del individuo?, ¿tiene sentido si el individuo en cuestión tiene cinco años de edad y mi empresa hace una campaña de publicidad regalando muñequitos a los niños? La implicación moral de los consejeros en la estrategia, más allá de los beneficios inmediatos, tiene todavía un largo camino por recorrer.

11.6. Conclusión

El Consejo de Administración de una empresa es quien marca las pautas de actuación y controla la labor ejecutiva de los directivos. El Consejo es el órgano donde se dirimen los conflictos de más envergadura de la empresa, sus estrategias, sus políticas de financiación; y donde al mismo tiempo se ha de controlar la función ejecutiva.

En las grandes empresas cotizadas las reglamentaciones y recomendaciones para el buen gobierno están pensadas en aras de la protección del accionista minoritario y la transparencia debida al mercado. Por ello se requiere a las grandes empresas un informe de buen gobierno, y transparencia sobre la remuneración de los consejeros. En las empresas medianas y pequeñas la propiedad suele ser familiar y normalmente el Consejo es más controlado por el accionista principal, sin olvidar las luchas de poder que pueden surgir cuando la propiedad dentro de la familia está muy fragmentada.

En las grandes empresas el control del Consejo es el elemento clave para los accionistas mayoritarios o los grupos de poder. El accionista mayoritario dentro de la empresa puede monopolizar el Consejo, y con él la dirección, dejando al margen a los minoritarios. La dirección puede hacerse con el Consejo si no existe un mecanismo de representación clara de los accionistas.

Los escándalos que surgen cuando las empresas quiebran suelen ser resultado de unas largas políticas de ocultación de endeudamiento o políticas de crecimiento mal planteadas, o más burdamente del desvío de fondos de la empresa al accionista fundamental. Ponen de manifiesto la pasividad de los consejos cuando la empresa crece y todo va aparentemente bien.

Unos consejeros que no se implican en las decisiones tomadas, que a través de las comisiones de Auditoría y Control no detectan las inconsistencias entre la realidad empresarial y las cuentas presentadas; o que a través de las comisiones de Retribución se ocupan de satisfacer a los miembros del Consejo y no de la viabilidad de la empresa, son consejeros que no cumplen su función. Encontramos ahí un déficit ético fundamental.

La responsabilidad de los consejeros, y sobre todo del Consejero Delegado encargado de la gestión, en muchos casos no llega a ser penal. Y lo que es más, a sabiendas de la nefasta gestión que han hecho en algunas empresas, son invitados a entrar en los consejos de otras. Sin embargo, la responsabilidad moral permanece. Sería bueno (recomendable para la sanidad de las empresas y de los mercados, ciertamente) que esa responsabilidad fuera reconocida por la ley y por la costumbre social; pero incluso cuando no lo es, sigue habiendo responsabilidad ética.

El clientelismo y el corporativismo del mercado de consejeros son hechos en algunas de las grandes empresas españolas y en las relacionadas con el Estado. Los consejeros rotan de una empresa a otra, y la política constituye una buena vía de entrada en los consejos de administración. Las recomendaciones de buen gobierno parecen tener efectos más burocráticos de presentación de documentación sobre las prácticas de buen gobierno, que de regeneración de los consejos para incrementar la amplitud de miras de la empresa. Quizá ello sea solo un signo de cuán obedientes resultan los consejeros a quienes de hecho los nombran.

Para pensar y discutir

1. Eres el Consejero Delegado de una empresa cotizada. Cuando vas a la Junta General sabes que si no hay delegación de votos muchos pequeños

inversores no usarán sus votos. Para evitarlo decides mandar cartas a los inversores minoristas para pedir la delegación de voto, lo que te permitirá acumular el poder suficiente para nombrar un consejero independiente. ¿A quién elegirás? ¿Con qué criterios?

2. Eres un consejero independiente en una empresa de productos químicos. Tu especialidad es la transformación de petróleo en un tipo de plástico especial, un nuevo producto en el mercado. Al Consejo llega la propuesta del tratamiento de los residuos. La dirección propone continuar con su estrategia para el resto de productos, enviarlos al río. Tú sabes que el nuevo producto resulta especialmente contaminante, que morirá todo en el río poco a poco. Si propones que el tratamiento de residuos debería ser distinto, implicando nuevas inversiones, es posible que no lleguen a desarrollar tu nuevo producto. Eres el especialista en el Consejo sobre la parte química. ¿Expones tu opinión técnica? Cuando el químico de la empresa lo plantea, y los números dicen que si hay un gasto adicional en tratamiento de residuos no se comienza el proceso de producción, ¿qué votas?
3. Eres concejal en un pueblo pequeño. Siempre te ha interesado el bien común y crees que puedes prestar un servicio a la comunidad, y a ello dedicas unas horas a la semana por un salario pequeño. Te ofrecen entrar en el Consejo de la empresa de aguas de la comarca, donde se dilucidan los precios, las canalizaciones, los contratos con los ayuntamientos, etc. La oferta te llega a ti porque has hecho una racionalización de las canalizaciones en el pueblo, y por tanto conoces la operativa de la empresa. Vas como independiente. Las dietas por acudir al Consejo son bastante más sustanciosas que tu salario como concejal. ¿Aceptarás? ¿A qué dilemas te vas a enfrentar?
4. Estás en el Consejo de una empresa en pleno proceso de reestructuración de plantilla. En este momento se está planteando despedir a 50 trabajadores de los 500 que hay en plantilla. Los resultados no han sido buenos en los últimos años en términos de beneficios, pero hay caja porque se ha dejado de invertir. En el Consejo se plantea que los tiempos están siendo muy duros, y que de seguir así la empresa llegará a la disolución. Puesto que los consejeros deberán trabajar más, habría que incrementar la compensación por la asistencia a los consejos y la frecuencia de los mismos. ¿Cuál es tu voto a la propuesta?

1. Adicionalmente el informe Aldama considera las comisiones de Estrategia e Inversiones. Todo ello sin perjuicio de que se puedan establecer otras comisiones en función de las necesidades que determine la empresa.

Capítulo 12

Banqueros y otros intermediarios

12.1. Introducción

La Banca, hoy por hoy, describe un conjunto de instituciones que operan como intermediarios financieros. Los dilemas financieros a los que se enfrentan las distintas instituciones que operan como bancos y sus trabajadores, van a depender en gran medida de sus funciones y de su poder económico relativo frente a los otros agentes económicos con los que operan. Por ello revisamos quién es quién y qué hace en el mercado, para valorar posteriormente los problemas éticos a los que se enfrenta.

El concepto tradicional de banca incluye dos tipos básicos: la comercial y la de inversión. La banca comercial intermedia entre ahorradores e inversores, con la función de dar crédito. Su cliente suele tener mucha menos información y poder de negociación que el banco, lo que hace a la relación normalmente muy desigual.

La banca de inversión es la banca mayorista que intermedia entre las grandes empresas, y entre estas y los mercados financieros. En el área de finanzas corporativas, la banca de inversión se encarga de asesorar en las fusiones y adquisiciones, y buscar los instrumentos de financiación más adecuados para cada operación. En el área de mercados se encarga de la colocación de acciones y bonos, las ofertas públicas de venta, y las grandes operaciones corporativas en el mercado, como las adquisiciones de bloques grandes de acciones. El poder relativo aquí se encuentra más igualado, pero no siempre lo está la información con que cuentan los distintos agentes para operar.

Tanto la banca de inversión como la banca comercial participan de forma activa en el mercado. A través de sus departamentos de tesorería operan en los mercados de tipos de interés, divisas, acciones, bonos, derivados, etc. Actúan por cuenta ajena y propia. Muchos bancos tienen departamentos de gestión de activos: fondos de inversión, planes de pensiones, SICAV y banca privada diseñada para atender a grandes patrimonios. Estas funciones que comparten los

bancos con otros operadores especializados del mercado las consideraremos en los capítulos 14 y 15. En este capítulo nos centramos en las funciones de concesión de crédito y otros activos más específicamente bancarios.

La banca comercial y la de inversión se diferencian en la estructura de sus fuentes de financiación básica. La banca de comercial recibe depósitos, a los que remunera y que junto a los fondos propios utiliza para financiar los créditos que concede. En los últimos años ha recurrido al endeudamiento en los mercados financieros de forma masiva. La banca de inversión tradicionalmente no ha tenido acceso a la financiación con depósitos; ha utilizado más bien fondos propios y endeudamiento en el mercado. De nuevo David frente a Goliat en un caso y titanes negociando en el otro.

El cambio de regulación, y sobre todo la ola de fusiones que siguieron a la crisis financiera de 2007, desdibujaron la separación entre banca de inversión y banca comercial. No quedó banca de inversión en sentido estricto, ya que su posición arriesgada la llevó a ser adquirida por otros bancos o formar parte de otros grupos. El papel del supervisor se centró en la regulación de las operaciones de estos bancos en los mercados organizados, no en su relación con los clientes en el área corporativa. Pero a efectos de la exposición de los retos que se plantean en la banca nos interesa mantener la diferenciación, ya que permite una mayor claridad del análisis.

12.2. La banca de inversión

La banca de inversión desempeña funciones diferentes en su área corporativa y de mercados. En el área corporativa su papel es de intermediario, consultor e implementador de las operaciones en el mercado de las grandes empresas. En el área de mercados realiza operaciones de intermediación y toma posiciones propias (propietary trading) en los mercados organizados de bonos, acciones y derivados. Los beneficios de la banca de inversión provienen de las comisiones de asesoramiento y colocación de activos en los mercados, de las comisiones por operaciones como intermediarios en los mercados organizados, y de sus posiciones propias en activos financieros.

Uno de los conflictos de intereses en la banca de inversión procede de su doble

función de asesor en las operaciones corporativas y participante directo en el mercado. Como asesores en fusiones y adquisiciones de empresas, y colocadores de acciones y bonos en el mercado, tienen acceso a información privilegiada que pueden aprovechar en beneficio de sus operaciones en los mercados de capitales. Y las aprovechan, tanto a nivel corporativo como a nivel individual. Es muy difícil participar en el diseño de una operación de fusiones y adquisiciones, y no sucumbir a la tentación de comprar acciones de la compañía adquirida. O participar en el diseño de la refinanciación de la deuda de una empresa en dificultades y no especular con las acciones de la empresa. Este comportamiento es contrario a la ética y a la legalidad, pero puede ser fácilmente camuflado ante la ley usando testaferros.

Entraremos en detalle en las operaciones de mercado de la banca en el capítulo 15.

12.3. La banca comercial

En la transformación de depósitos en créditos o préstamos la banca cumple dos funciones muy importantes: 1) transforma los depósitos a corto plazo en créditos normalmente a largo plazo para las empresas y los particulares; y 2) analiza el riesgo de crédito y asigna un precio al crédito. Además el banco proporciona servicios a sus clientes por los que cobra comisiones, desde las domiciliaciones bancarias hasta las tarjetas de crédito. Su beneficio proviene pues de las comisiones que cobra más los intereses cobrados por los créditos menos los costes de gestión y los intereses pagados por los depósitos.

Una buena gestión bancaria está basada en un buen análisis del riesgo, que permita poner el precio adecuado a los créditos concedidos. Se trata de otorgar créditos que arrojen una buena rentabilidad ajustada por el riesgo. Los demandantes de crédito harán competir a los bancos intentando conseguir para su riesgo el tipo de interés más bajo.

La relación banco-cliente

El cliente puede ser tanto el depositante como quien pide un préstamo. En general, las relaciones del banco con su cliente, sobre todo cuando este es

pequeño, han sido tradicionalmente relaciones continuadas y basadas en la confianza. En ellas hay una evidente diferencia entre la capacidad de negociación de ambos, y también una gran asimetría de información que puede llevar a abusos por las dos partes.

Por ejemplo, quien obtiene un crédito puede mostrar un comportamiento oportunista respecto al banco, no haciendo todo lo posible porque su empresa esté en capacidad de devolver el préstamo. El reverso de la moneda es la relación asimétrica del banco con el cliente: en la negociación de un crédito el cliente suele centrarse en el precio que el banco le va a cobrar, de manera que las condiciones del contrato que no son de aplicación inmediata suelen pasarle más desapercibidas. En muchos casos no conoce el alcance y los riesgos de la letra pequeña. Así suele ocurrir en las hipotecas con suelo o tipo de interés mínimo; en muchos casos el cliente no tiene capacidad de analizar las posibles consecuencias futuras, por no hablar de que entienda el tecnicismo de que es una opción put vendida. Cuando es consciente de que sus tipos de interés no bajan por el efecto de la aplicación del suelo, ya es demasiado tarde y no suele quedarle espacio para una reclamación efectiva.

Otra manifestación de la superioridad de la banca en la negociación se dio en España en los años 2004 y 2005. Muchos créditos a empresas se concedieron con la condición de que a la vez contrataran un swap, lo que de hecho convierte el tipo de interés variable en fijo. Al comienzo las liquidaciones salían favorables para los clientes; solo cuando los tipos de interés bajaron y las liquidaciones pasaron a ser negativas entendieron los clientes qué era realmente un swap.

En el caso español hay una circunstancia de conocida mala fe por parte de la banca, la colocación de "preferentes" al comienzo de la crisis de 2007. Las preferentes escondieron desde el principio la palabra clave: "acciones" preferentes. Los bancos con necesidades de capital propio las vendieron a los pequeños depositantes como si fueran un depósito a largo plazo, que podrían recuperar cuando quisieran porque el banco les facilitaba liquidez. Cuando los depositantes se enteraron de que esas acciones lo eran de empresas en quiebra fue demasiado tarde. El problema, como siempre, no es el producto financiero, sino a quién se vende y con qué criterio. Cuando la colocación de preferentes se hace a un inversor especializado, este se puede equivocar en la decisión pero a priori sabe los riesgos que corre. El problema fue la colocación a muchos

pequeños ahorradores, presionados por el director de la oficina, sin capacidad para informarse y calibrar el riesgo adecuadamente. Descubrir que las acciones preferentes que habían comprado no valían nada, fue identificar una estafa aparentemente legal.

Diseño de productos

La asimetría de información con los depositantes se ha manifestado durante años al venderles productos estructurados, productos mixtos de renta fija y derivados. Se colocaban ofreciendo al ahorrador incrementar su rentabilidad o darle entrada a determinados mercados hasta entonces cerrados para él. Ese área de desarrollo de productos ha proporcionado una gran rentabilidad a la banca.

Por ejemplo, al cliente se le ofrece un depósito garantizado, que le garantiza el 100% de su inversión con la condición de que también adquiera una participación del 40% en la revalorización de un índice bursátil. La mayor parte de clientes de un banco no son conscientes de que están comprando una opción call ni de cuál es la prima que el banco les está cargando por esta garantía del 100% del capital. El cliente no sabe lo que es una opción call, y mucho menos tiene la capacidad de juzgar si el 40% de revalorización es poco o mucho; dadas las condiciones de mercado el banco tal vez podría ofrecer el 60% de revalorización en vez del 40%, y todavía ganar una comisión sustanciosa.

Lo mismo ocurre cuando a un depositante le ofrecen una rentabilidad del 8% a dos años, muy superior a la de mercado. El producto está ligado a una acción que viene subiendo en los últimos años. Dentro de dos años, si la acción está por debajo del 90% de su valor actual el cliente recibirá el número de acciones que corresponden. Si la campaña de venta está centrada en la rentabilidad superior del producto, es muy difícil para el cliente ver los riesgos ocultos, que solo sufre cuando el precio futuro de la acción es bajo. El cliente difícilmente será capaz de valorar que el riesgo que corre corresponde a la venta de una opción put, y lo que es más: si está dispuesto a correr ese riesgo el banco debería ofrecerle una rentabilidad, por ejemplo, del 10% y no del 8%.

El banco coloca los productos básicos de crédito o depósito unidos a activos derivados porque su opacidad le permite obtener mayores beneficios. El objetivo final de los nuevos productos financieros parece ser el incremento de la rentabilidad del propio banco más que la satisfacción de las necesidades de

inversión del cliente. El depositante no es consciente del precio que se le está cargando o los riesgos ocultos detrás de un producto que no entiende.

También es cierto que los clientes no ven lo que no quieren ver. Estos productos parecen ofrecerles una manera de participar en la euforia del sistema financiero, el cual sin embargo les deja en principio sin capacidad propia de operar en los mercados, porque son demasiado pequeños. Como en muchos timos, la avaricia del timado constituye el factor clave para hacerlo picar. El comportamiento ético falla por ambas partes.

La dilución de responsabilidades

¿Quién es el responsable de estos abusos en la institución financiera? Como diría Galbraith (2004) no es culpa de nadie, y es culpa de todos. Resulta de las reglas del juego asociadas a la prevalencia de las grandes corporaciones. Un sistema de valores que prima el resultado económico a corto plazo y el sistema de incentivos de la alta dirección, llevan a esta situación. A la dirección del banco le interesa maximizar los beneficios, lo que se consigue vendiendo productos que dejen margen de ganancia. Los incentivos al último trabajador en una oficina están alineados para que el trabajador venda estos productos. La responsabilidad individual queda diluida en aras del beneficio de los gestores, que es el de la organización a corto plazo (pero por el problema de agencia que vimos, puede no serlo a largo).

En muchos casos, el trabajador en una oficina no sabe qué está vendiendo exactamente. Sus superiores en el banco le dan la consigna, los argumentos de venta. Difícilmente podrá transmitir al cliente los riesgos de un determinado producto cuando él mismo no los conoce bien. Pero sabe que su complemento salarial y la estabilidad en su puesto de trabajo depende de los resultados que obtenga vendiendo estos productos opacos. Para algunos trabajadores es mejor tener la duda de qué venden que la consciencia de que están engañando a clientes que confían en ellos. La banca cuenta además con un mecanismo para proteger a sus trabajadores: el cambio de oficina. Cuando el cliente viene a reclamar, la persona que tiene delante ha cambiado; se enfrenta a la gran burocracia del banco, donde nadie da la cara, nadie es responsable. El sistema está organizado de forma que el trabajador individual tenga poca consciencia de la ética global de la operación: ¿quien le vendió preferentes a su padre era

consciente del producto que vendía? Evidentemente algunos no, porque después han reclamado ante tribunales a su propia entidad por haberles utilizado para la colocación del producto.

12.4. La transformación del negocio bancario: originar para distribuir

Uno de los créditos tradicionales de la banca a particulares son las hipotecas. En condiciones normales de mercado la hipoteca es un crédito relativamente seguro: quien vive en una casa hipotecada difícilmente dejará de pagar el crédito; para el banco la propia casa actúa como garantía. Es más, en el mercado español uno responde con todos sus activos de por vida cuando entra en una hipoteca (no es lo mismo en el mercado americano, donde la entrega de la casa cancela el crédito hipotecario). La propiedad de la vivienda da la seguridad de la posesión del activo, la sensación de riqueza emocionalmente significativa al momento de comprar. En el caso español este valor sentimental vino reforzado por la desgravación fiscal de la inversión en vivienda más una escasez real en ese mercado. El razonamiento durante muchos años fue que salía igual pagar un alquiler que un préstamo hipotecario. La semilla para que el activo inmobiliario se convirtiera en un vehículo de inversión financiera se había sembrado.

Cuando el precio de los pisos sube y la inversión en vivienda adquiere la consideración de activo financiero especulativo, puede aparecer una burbuja inmobiliaria, con características semejantes a las explicadas en el capítulo 5. Si los tipos de interés son bajos y los plazos de repago del crédito se amplían, la cuota mensual de la vivienda resulta asequible para un sueldo medio. La concesión de préstamos para la compra de vivienda azuza todavía más el calentamiento del mercado inmobiliario.

La contribución del sistema bancario a la burbuja inmobiliaria tanto en España como en Estados Unidos derivó de dos elementos que transformaron el negocio bancario: el acceso al endeudamiento de la propia banca en el mercado y la titulización. Si los depósitos son los únicos recursos de los que puede disponer la banca, los préstamos hipotecarios y los demás créditos que puede conceder son limitados. Para ampliar el número de hipotecas y otros créditos, la primera decisión que tomó la banca fue su propio endeudamiento en el mercado. La globalización y los tipos de interés bajos a nivel mundial le permitieron acceso a

los mercados de capitales internacionales a coste bajo, emitiendo bonos y obteniendo dinero para prestar en el mercado nacional. A través de los bancos, las economías domésticas y las empresas consiguieron acceso fácil al crédito.

La segunda medida que tomó la banca para expandir su capacidad de conceder créditos fue la titulización (securitization). La titulización es el término genérico utilizado para la emisión de bonos con la garantía de créditos concedidos por la banca (Asset Backed Securities, ABS). Esta práctica se disparó en los años anteriores a la crisis, permitiendo a los bancos revender en el mercado la cartera de créditos que habían concedido, y liberando así fondos para seguir otorgando créditos.

Un ejemplo de titulización son los Mortgage Backed Securities (MBS): los créditos hipotecarios que ha concedido un banco se empaquetan y se venden en forma de bonos en el mercado. Se utiliza un mecanismo de venta a una institución especial (Special Purpose Vehicles, SPV) que compra las hipotecas y emite unos bonos cuyo pago queda garantizado por tales hipotecas. Además de las hipotecas, se titulizaron todo tipo de créditos a empresas en los denominados CDO (Collateralized Debt Obligations). Las hipotecas y los créditos salieron del balance de los bancos, dejando lugar para nuevas hipotecas y nuevos préstamos. La banca pasó de ser quien concede los créditos y toma el riesgo a una mera intermediaria: originar para distribuir se convirtió en el nuevo negocio.

Al mismo tiempo que ocurría la emisión de bonos sobre activos cada vez más opacos, se desarrolló un mercado de seguros sobre los bonos, los Credit Default Swap (CDS), que a cambio de una prima garantizan que se cobrara el principal del bono si el emisor no pagaba. La complejidad de todos estos activos desarrollados por la banca con la connivencia de las agencias de rating quedó en entredicho después de la crisis financiera y la quiebra de entidades sobre-endeudadas o con activos complejos.

Cuando la burbuja inmobiliaria estalló, provocó una crisis económica que implicó destrucción de empleo e imposibilidad de pagar cada vez más deudas en una economía sobre-endeudada. Muchos compradores de viviendas se quedaron con el compromiso del pago de hipoteca y sin un salario que les permitiera mantenerse; comenzaron los desahucios masivos. Los promotores de viviendas se quedaron con los créditos y la imposibilidad de vender sus construcciones. Algunos bancos se convirtieron en inmobiliarias quebradas. Al mismo tiempo

muchos bonos procedentes de titulizaciones quedaron impagados, y las entidades que los tenían en cartera pasaron grandes dificultades económicas.

Las consecuencias del cambio de política de financiación indican no solo la comisión de errores técnicos sino también graves fallos éticos en el sistema bancario. Fomentar el sobre-endeudamiento hace pensar en una imprudencia masiva; las asimetrías de información y de poder hacen posibles injusticias hacia las partes más débiles. Pero además, en muchos sujetos se puede detectar una relación problemática con la riqueza.

La burbuja de crédito coincidió con crecimiento económico mundial. En ese periodo muchos agentes se hicieron ricos: los bancos con la concesión de hipotecas y créditos; los promotores inmobiliarios vendiendo a precios muy superiores a los costes; los intermediarios inmobiliarios cobrando sustanciosas comisiones en el proceso de compraventa; algunas empresas, acometiendo decisiones de inversión cuando todo se vendía, o permitiendo el reparto de dividendos a costa del sobre-endeudamiento. En el proceso de una burbuja todos los beneficiados tienden a negarla, los medios de comunicación la ensalzan, la opinión pública se convierte en experta en el activo. El público en general tiende a no considerar la irracionalidad de los precios que suben. Cuando estalla la burbuja aparecen los grandes perdedores, pero es demasiado tarde para reaccionar. Es muy difícil asignar responsabilidades a los partícipes en el proceso.

¿Fue ético contribuir al calentamiento de la burbuja dando hipotecas? ¿Lo fue incrementar el periodo de las hipotecas a 40 años y otorgar el 110% del valor de la vivienda trucando las valoraciones reales? ¿Es el trabajador del banco que concede la hipoteca quien tiene un comportamiento no ético? ¿Es el departamento de riesgos del banco, que aprueba la hipoteca, el que con su laxitud en la medición del riesgo causa la catástrofe que se avecina? La organización dio incentivos a los comportamientos de beneficio cortoplacista a todos los niveles del banco: cuanto más negocio mejor. Entramos así en la megalomanía del crecimiento y la pérdida de perspectiva del riesgo en que incurre la entidad a largo plazo. Hay cierta soberbia en la actuación de los agentes especializados dentro de las burbujas: pensar que la inteligencia de la organización sabrá cuando salir. Pero es una soberbia colectiva, de la que resulta difícil aislarse.

En el caso de los créditos y las operaciones a largo plazo, el sistema de incentivos tiene un efecto perverso adicional a través de la medición de resultados: ¿cuánto gana el banco con un crédito hipotecario? Los trabajadores del banco serán compensados en una u otra manera en función de su contribución al beneficio. En las operaciones financieras, el beneficio se mide por el valor actual neto de las operaciones, el VAN. Cuando los tipos a los que se descuentan las cuotas del préstamo no consideran apropiadamente el riesgo de las operaciones, los resultados estarán mal medidos, serán superiores a los que corresponden realmente a la operación. Como ya vimos en el capítulo 5, cuando el mercado es muy optimista acerca del futuro, la medición del riesgo de las operaciones de crédito se vuelve laxa, los spreads que el banco carga a los créditos son muy bajos, y el VAN calculado de las operaciones de crédito será alto. Con estas premisas lo importante es dar muchos créditos, incrementar el beneficio del banco. Desde el punto de vista de las oficinas bancarias cuantas más operaciones se realicen mejor. Las consecuencias de las malas decisiones se verán en el futuro, a lo largo de toda la vida del préstamo, cuando la morosidad aumente. Por lo pronto el beneficio del banco ha aumentado.

La responsabilidad en la concesión de crédito va en cascada, desde la cúpula que mide los resultados de forma sesgada hasta un sistema de incentivos que conduce a la falta de prudencia en la gestión. Una falta de prudencia que pagan en último extremo los contribuyentes al rescatar a la entidad con dinero público.

12.5. Too Big to Fail

A lo largo de los últimos treinta años se ha producido la concentración bancaria en los países desarrollados, y sobre todo la concentración de los productos financieros más sofisticados en los grandes bancos[1]. Una de las razones para esa concentración es ganar capacidad de influir en la regulación, que favorece a los que tienen más poder. En Estados Unidos es el caso de los derivados de negociación bilateral, que tienen preferencia sobre cualquier otro tipo de deuda. El Estado ha de pagar por la transferencia del derivado financiero en caso de que una institución financiera entre en quiebra, lo que de hecho supone una garantía pública para un instrumento privado.

El tamaño de la banca y la resistencia de las autoridades a permitir que los bancos quiebren, too big to fail, provoca un comportamiento oportunista por parte de la banca, ya que el mecanismo disciplinador de la quiebra desaparece. La quiebra disciplina en la medida en que previene la toma de riesgos excesivos, y hace a los accionistas del banco vigilantes de las decisiones de sus gestores. Cuando una empresa, un banco, sabe que en caso de quiebra el Estado la rescatará, tiene incentivos a tomar riesgos excesivos, un ejemplo del llamado "riesgo moral".

Para Zingales (2012) el concepto de too big to fail está alimentado por el lobby bancario, para preservar a través del miedo el subsidio a sus actividades. ¿Qué pasaría si un banco quebrara?, ¿cuán grande sería el desastre? En realidad no se sabe, pero si haces creer a todo el mundo que la quiebra de un banco es una catástrofe, ningún gobierno se arriesgará a sufrir tamaño problema. Por otra parte este seguro de rescate por parte de los gobiernos implica un subsidio implícito a los grandes bancos, que juegan con ventaja frente a los pequeños. Si me van a rescatar, puedo gestionar mis propios créditos a tipos de interés más bajos a los que correspondería por su riesgo. Este hecho daña la competencia bancaria y contribuye todavía más a la concentración. Es muy difícil no dejarse llevar por los cantos de sirena y renunciar al crecimiento del banco cuando es fácil crecer.

Además, en la medida que este subsidio del rescate existe, se perjudica al mercado en otros aspectos. La gran banca es capaz de atraer a los mejores, pagando salarios superiores. ¿Es socialmente bueno que los mejores se vayan a la banca? ¿Lo mejor que podemos hacer con los estudiantes de Física es mandarlos a la banca? Y además aparece un círculo vicioso, uno de los aspectos de la "puerta giratoria" entre el sector privado y el público: los trabajadores de la banca acaban trabajando en el gobierno, y por tanto influenciando las decisiones. Aunque tendemos a pensar que lo más importante es lo que mejor conocemos, en realidad lo que es bueno para la industria bancaria no tiene por qué ser bueno para la sociedad en general.

Otro de los problemas del gran tamaño de los bancos es que se convierten en difíciles de gestionar: se trata del mismo problema que para el resto de las empresas grandes, pero más acuciante en el caso de la banca por la posibilidad de fraude y de toma de riesgos no controlados. Hemos visto casos de grandes

pérdidas incontroladas a cargo de trabajadores en puestos intermedios en el banco, como en Barings Bank o en Société Générale, que hubieran sido imposibles desde posiciones semejantes en otras grandes empresas.

12.6. Regulación de Basilea

La línea divisoria entre la banca comercial y la banca de inversión se ha desdibujado a lo largo del tiempo. Incluso en Estados Unidos tras la derogación en 1999 de la ley Glass-Steagall, todos los bancos pueden operar en activos de crédito propiamente dichos y en activos de mercado. Lo que diferencia a los bancos es el peso relativo de cada actividad. Los activos de un banco pueden estar constituidos por valores tan diversos como inversiones en créditos con o sin garantías, bonos de deuda pública y privada, bolsa, inversiones de control en empresas, préstamos y depósitos con otros bancos, productos derivados negociados en mercados organizados y OTC, e incluso silos u otros activos inmobiliarios. Valorar este popurrí de activos no es tarea fácil; medir su riesgo es todavía más laborioso. El departamento de riesgo de los bancos es clave en la gestión. El banco ha de saber a qué posibilidades de pérdida se enfrenta y con qué recursos cuenta.

Dos bancos con el mismo volumen de activo pueden tener riesgos muy diferentes. El capital que debería exigir el regulador ha de ser función del riesgo inherente al banco, no del tamaño de su activo. En la aplicación de esa lógica, y dada la dificultad en la medición de los riesgos, se constituyó el Comité de Basilea con la finalidad de homogeneizar criterios. Es un foro en el que participan los reguladores y los propios bancos. No constituye un comité regulador por sí mismo, pero establece las pautas de medición del riesgo del activo y el capital propio mínimo que ha de sustentar ese activo.

El sistema está bien pensado para arbitrar el conflicto de intereses entre el regulador (al que interesa la seguridad) y el banco (al que interesa la rentabilidad). Es un sistema de consenso pero tiene puntos débiles. Por una parte, todo el mecanismo de medición de riesgos de activos es cuando menos frágil, miope y complaciente: frágil por estar basado en modelos; miope porque exige ratios de capital tan bajos que inducen a toda la economía al endeudamiento si la banca tiene fácil acceso al crédito; y complaciente por

presumir la estabilidad del status quo, y no reconocer al supervisor su función de valedor de los intereses económicos de la sociedad a largo plazo. El peso de los bancos a la hora de implementar la reglamentación aplicable al capital bancario pone de manifiesto el poder de la banca para autorregularse, limitando el poder del regulador y supervisor para garantizar el bien público.

12.7. Las medidas de riesgo

El incremento de actividad en las mesas de tesorería y la negociación por cuenta propia, hacen necesario para los bancos tener una medición del riesgo, algo que les permita agregar los que tienen en las distintas mesas, en los distintos mercados en que operan. Los departamentos de riesgos de los bancos se llenan de matemáticos y físicos que desarrollan modelos para medir el riesgo de todas las innovaciones del mercado, la academia también contribuye a la fiebre de la "modelitis" Son complejos modelos matemáticos que requieren datos de mercado, disponibles desde los años 80 en el mejor de los casos. La historia no está de moda. En palabras de Galbraith (2004), lo que prevalece en la vida real no es la realidad, sino la moda al uso y el interés pecuniario. Es el triunfo de los quants, cuando los departamentos de riesgo de los bancos se llenan del mejor talento, doctores en físicas y matemáticos capaces de especificar y estimar modelos complejos pero a quienes les falta la experiencia del negocio y la visión cualitativa de la realidad económica. Los modelos justifican hacer crecer el negocio sin tanto capital propio. Se incrementa el riesgo. Surgen voces de alarma desde la academia y desde el propio mercado, pero el apetito por el riesgo de todos los agentes, y especialmente de la banca, parece ilimitado. El problema no son los modelos, que son buenos modelos; el problema es no reconocer sus limitaciones para tratarlos con la prudencia necesaria.

Detrás de la asepsia de los modelos de riesgo se esconden decisiones financieras de dudosa ética. Un ejemplo es la medición de riesgo de las titulizaciones: como por arte de birlibirloque el riesgo desaparece en el proceso de transformación de los créditos concedidos a bonos. El banco concede hipotecas por las que carga un interés del 5% y las vende en forma de bonos que pagan una rentabilidad del 3%. El sustancioso 2% es beneficio limpio para el banco en el proceso de intermediación, y sustanciosa compensación para los artífices de la magia.

12.8. Conclusión: Significados éticos de la crisis del sistema bancario

La crisis oficialmente declarada con la caída de Lehman Brothers puso de manifiesto el apalancamiento global y la sobredimensión del mercado. Se reveló el riesgo acumulado en los bancos y la falta de capital para afrontarlo. Se produjo la quiebra de muchas entidades. ¿Se puede dejar caer a los bancos? No, se paralizaría la economía. Hay que rescatarlos. Hay que garantizar los depósitos del pequeño ahorrador, y también devolver la deuda que han contraído los bancos con otros bancos externos. ¿Cómo? Los Estados nacionales los rescatan. ¿Con qué dinero? Con el que toman ellos mismos prestado. ¿Y cómo van a devolver los Estados el dinero? Aumentando los impuestos. ¿Y…? La historia cambia en función de la riqueza del país, de su capacidad de generar impuestos sin dañar a la población, del daño proporcional de la quiebra bancaria en el conjunto de la riqueza del país.

Un episodio de crisis bancaria puede llevar, o no, aparejada la retirada de depósitos de los bancos de forma masiva, el pánico bancario. La constante es la quiebra de un grupo de instituciones bancarias, y la adquisición o rescate que lleva a cabo el Estado u otra entidad financiera. El proceso no es nuevo: Reinhart y Rogoff (2009) describen cómo ocurre una y otra vez en diversas crisis financieras en el mundo. Hay una constante que se repite: el exceso de endeudamiento.

Tal como apunta Gorton (2007), el pánico bancario de la crisis del 2007 no afecta al pequeño ahorrador sino a los grandes operadores del mercado: Hedge Funds, fondos de inversión, planes de pensiones. De estos operadores los bancos obtienen depósitos con el mecanismo de REPO: el banco recibe un préstamo a corto plazo y ofrece como garantía títulos que tiene en su cartera. Cuando los títulos son el resultado de una titulización la garantía pierde valor y los depósitos se retiran. El mecanismo es similar también para las posiciones en los mercados de derivados: las garantías pierden valor por lo que se exigen más. Entonces hay que liquidar posiciones, las ventas originan caídas en todos los mercados, y finalmente se desencadena un mecanismo de dominó.

La crisis de 2007 nos hace conscientes de la fragilidad del sistema bancario. Por qué se produce la crisis es relativamente claro; asignar responsabilidades no lo es tanto. Como en todo sistema complejo, no se puede regular cada aspecto. El

sistema funciona en la medida en que prácticamente todos los agentes sigan el pacto implícito de las reglas de juego, esto es, en la medida en que se pueda confiar en la honestidad de los partícipes en el sistema.

Las líneas de la ilegalidad y la falta de escrúpulos para los trabajadores en la banca a veces son muy finas, y los incentivos los empujan a situarse en ellas. La manipulación de los mercados, la venta de productos de alto riesgo a clientes que no los entienden, la mentira o la ocultación en el proceso de venta, las realizan individuos que en el fragor de la venta ciegan su conciencia ética.

Las penalizaciones a las entidades financieras y a contados traders ponen de manifiesto que las líneas legales se traspasan y que la penalización no es mucha. Como decía un comentario del Financial Times ante la multa de 2.6 billones de dólares impuesta a JP Morgan por cubrir a Madoff: es como cuando el sacerdote te pone de penitencia doce Ave Marías por haber cometido un crimen. ¿Cuántas veces la ilegalidad no llega a descubrirse?, ¿cuánta es la operativa que queda al borde de la ilegalidad?, ¿cuál es la frecuencia y la cuantía de comportamientos de explotación de las ventajas de información y capacidad operativa del operario del banco frente al cliente? Es difícil medirlo.

Sabemos que el sistema formado por el conjunto de las instituciones y las relaciones financieras ha llevado a una burbuja especulativa a nivel global. El desencadenante es la burbuja inmobiliaria americana, pero el sistema ha alimentado burbujas en todos los activos financieros. Y los bancos han estado detrás de estas burbujas. El diseño de incentivos dentro de las instituciones ha conducido a la toma de posiciones que buscan el beneficio a corto plazo; la riqueza creada es extraída rápidamente por la cúpula, pero ¿dónde acaba la irracionalidad del sistema y sus mecanismos de control, y empieza el comportamiento deshonesto de los trabajadores de la industria? O al revés: el comportamiento individual honesto es posible en la banca, pero en los años de crecimiento no ha sido recompensado porque el éxito se medía en las instituciones por el volumen de negocio, sin preguntar cómo se obtuvo.

Para pensar y discutir

1. Trabajas en la oficina bancaria de un pequeño pueblo del interior de Galicia.

Todo el mundo está muy nervioso, se rumorea que la entidad tiene problemas, que las hipotecas que habéis estado concediendo en los últimos años han ido demasiado lejos. Tú sabes que la gente está empezando a no pagar los créditos concedidos, ya os habéis encontrado tres casos en la oficina de créditos "gordos" impagados. El jefe acaba de volver de una reunión importante. La solución para que la entidad no se vaya al garete es vender preferentes. Esto permitiría incrementar el capital de la entidad. La orden que tienes es venderlas como depósitos garantizados: la entidad responderá de la recompra en su momento. ¿Le vendes el producto a tu madre?, ¿al vecino de la calle de debajo de tu casa? ¿Lo tuyo es falta de ética o ignorancia? ¿Qué haces cuando te das cuenta de que el Sr. Menganito quiere retirar el dinero y solo le dan el 30% del valor invertido?

2. Trabajas en el departamento de trading de un gran banco de inversión. Tu hermano está trabajando en una mediana empresa que va a ser absorbida por una gran multinacional. De hecho tu banco es el consultor de la multinacional, por eso tienes la información. Tu hermano es ingeniero y no se ha enterado de nada. ¿Qué haces? ¿Le dices a tu hermano que están en negociaciones y que compre acciones de la multinacional? Después de todo, hay muchas posibilidades de que tras la compra a tu hermano lo despidan.
3. Después de licenciarte en Físicas hiciste un máster en Finanzas y conseguiste un trabajo muy bien pagado en la City, en Londres. Tras un año de formación y colaboración con los del departamento más rentable del banco, estás encargado de valorar las titulizaciones de la cartera de créditos de una caja de ahorros española. Los modelos que manejas son complejos y están basados en los ratings que te dan las agencias de rating. Casualmente, la caja de ahorros es del pueblo donde has nacido, y sabes que han concedido muchos créditos para la compra de vivienda nueva. Sin ir más lejos, tu hermano consiguió un crédito en la entidad. ¿Aplicas tu modelo a ciegas? ¿Cuántos criterios de valoración de los activos tienes? ¿Aceptaría tu jefe que dieras un precio bajo del producto justificándolo porque sabes que los créditos concedidos son de mala calidad?
4. Eres el presidente del gobierno, recién nombrado, y buscas ministro de economía. ¿Qué ventajas e inconvenientes le ves a un académico frente a un socio de un gran banco de inversión?

5. Investiga en internet los casos de Nick Leeson y Jérôme Kerviel. ¿Cómo pudieron generar tales pérdidas a sus entidades? ¿Hubiera sido eso posible en empresas no financieras? ¿Cómo ocurrió el caso de Kerviel, sabiéndose que una década antes había sucedido el de Leeson?

1. En 2009 según el BCE los cinco mayores bancos concentraban el 50% de la negociación de credit default swaps, y los 10 mayores el 72%.

Capítulo 13

Aseguradores

13.1. Introducción

La función social de las empresas de seguros consiste en distribuir el riesgo. Mientras los bancos distribuyen el dinero en el tiempo, las aseguradoras hacen lo propio con el riesgo. Desde una perspectiva muy simple, una empresa de seguros cubre las consecuencias financieras negativas de un evento fortuito, el siniestro, a cambio de una prima. Si tengo un accidente de coche, o un incendio, o muero, la empresa de seguros pagará la reparación de mi coche, la rehabilitación de mi vivienda o una renta a mi familia. Al asumir los riesgos de individuos distintos e independientes, la aseguradora hace que su propio riesgo se diversifique y que con las primas cobradas pueda pagar los siniestros que ocurren. La buena gestión de una empresa de seguros garantiza que las primas cobradas son suficientes para pagar las consecuencias de los siniestros, están bien ajustadas para competir con otras aseguradoras, y dejan finalmente un beneficio, el beneficio técnico.

Una actividad fundamental de una empresa de seguros es fijar sus precios, que son las primas. Ello implica estimar probabilidades de siniestro, calcular las indemnizaciones si este se produce y sumar cuánto se espera pagar por indemnizaciones. Esto hacen las provisiones técnicas o reservas matemáticas, que son la previsión de sus futuras deudas. Dentro del mundo financiero, el asegurador destaca por su perfil técnico. Además hay que gestionar las primas cobradas y obtener una rentabilidad de ellas, los beneficios financieros. La inversión de las primas en los mercados financieros hace a las aseguradoras inversores institucionales muy importantes.

Hay dos tipos de seguros fundamentales: de no vida y de vida. Los de no vida como los de coche, incendio, robo, etc., se renuevan periódicamente: cada año se paga la prima y la cobertura que proporciona la aseguradora tiene una duración temporal finita. El seguro de vida puede ser de prevención (el seguro paga si se produce el evento de muerte) o de previsión (se paga para la

jubilación y la aseguradora garantiza un tipo de interés o una capitalización mínimos). Si el plan de jubilación es de capitalización la aseguradora opera como una gestora de activos. Desde el punto de vista de la aseguradora los seguros de vida son más complicados de gestionar puesto que implican un mayor plazo. También existen los riesgos por catástrofe natural, frente a los cuales las aseguradoras se aseguran entre sí, en los reaseguros.

Las primas han de garantizar el pago en caso de siniestro, permitir un margen de beneficio para la aseguradora, y eventualmente obtener rentabilidad financiera. La gestión de la aseguradora incorpora así las funciones técnica y financiera.

Tradicionalmente las empresas aseguradoras han sido conservadoras en la gestión, porque la buena gestión de las primas más sus fondos propios han de garantizar las obligaciones con los asegurados. Han sido relativamente pocas las aseguradoras que han quebrado a lo largo de la historia. En los últimos años y con la crisis, las aseguradoras que han entrado en operaciones de riesgo de crédito han sufrido más, porque aseguraron con CDS activos de titulización como los MBS, ABS, LBS y CDO. La aseguradora cobraba la prima y garantizaba que en caso de impago de un bono se haría cargo de los pagos. El precio de las primas estaba en consonancia con los ratings de los bonos. Estos eran muy optimistas, como posteriormente se ha demostrado, y por tanto arrojaban primas muy bajas. El caso paradigmático en estas operaciones es la aseguradora americana AIG, que aumentó su rentabilidad por primas durante el tiempo de la euforia, lo que empleó para competir bajando las primas; y cuando llegó la crisis hubo de ser rescatada.

13.2. Mediadores

El seguro es un producto especializado que vende un mediador. En la relación entre mediador y asegurado hay una clara diferencia de información sobre los seguros disponibles, los más adecuados para el asegurado y el precio al que se ofrecen. Los costes de agencia entre la aseguradora y el asegurado van a depender de cómo se comercializan los seguros.

En la comercialización de los seguros podemos diferenciar la aseguradora independiente y la que es propiedad de una entidad financiera, o tiene acuerdos

especiales con ella. En general si la empresa es independiente realizará la comercialización a través de corredores o agentes de seguros, que establecen una relación directa con el cliente, representando a una a varias aseguradoras. Si la aseguradora comercializa a través de una entidad financiera, la red de oficinas de la entidad le servirá de canal para ofrecer los productos. En España alrededor de un 75% de los seguros de vida se comercializan a través de entidades financieras, mientras que los de no vida se comercializan en su mayoría través de agentes o corredores.

Cuando la comercialización se realiza a través de un corredor o agente su relación con el cliente es muy personal, de confianza. Los problemas de agencia se reducen porque las relaciones son a largo plazo. Al agente de seguros le interesa ofrecer lo mejor al cliente, de forma que la relación se mantenga y siga contratando los seguros a través de él.

Cuando los seguros o los planes de pensiones y ahorro se contratan a través de las oficinas de una entidad de crédito, la relación no es tan personal. Hay un riesgo de que el seguro ofrecido, a través de su propia aseguradora o de una aseguradora externa a la que ha subcontratado los servicios, sea el que interesa a la entidad financiera. En general los seguros comercializados a través de entidades financieras en vez de directamente con un agente, van a estar ligados a productos bancarios, como negociar el seguro de la casa junto con la hipoteca. En la medida en que la clientela se puede considerar cautiva por ese vínculo, los términos del contrato son menos ventajosos para el cliente.

Existe de hecho una queja generalizada de los agentes de seguros sobre la comercialización a través de las entidades de crédito, como competencia desleal. El agente de seguros ha de buscarse los clientes mientras que la entidad financiera tiene la clientela cautiva, y por ello puede cargar unas primas mayores.

En las relaciones entre los agentes y las empresas aseguradoras, y también entre estas últimas y los asegurados, son posibles los fraudes y, con más frecuencia, los problemas de riesgo moral.

Por ejemplo, cuando la prima se cobra o la indemnización por siniestro se paga en efectivo, un fraude posible ocurre si el agente no ingresa las cuotas y deja al asegurado sin cobertura, o si cuando llega el pago por el siniestro no entrega lo que debería. Ese fraude se produce por la falta de mecanismos de control de la empresa aseguradora; con la informatización y la posibilidad de domiciliación,

estos pequeños pillajes se reducen considerablemente.

El riesgo moral consiste en que la persona toma menos precauciones si sabe que está asegurada, porque no paga todos los costes de su descuido o imprudencia. Parte considerable de esos costes recaen sobre el asegurador. En el extremo, el riesgo moral puede volverse fraude si el mismo asegurado provoca el siniestro para cobrar la indemnización. En todos estos casos la asimetría de información juega a favor del asegurado: la empresa de seguros debe verificar que el siniestro no es provocado, por comisión o por omisión de medidas cautelares obvias. Ello le lleva, en el caso de grandes activos asegurados, a emplear técnicos especialistas que controlan las medidas de seguridad en el activo. Recordemos el incendio del Edificio Windsor en Madrid y los cuantiosos pagos que tuvieron que realizar las empresas de seguros; detrás de estas grandes catástrofes siempre queda una sospecha de intencionalidad.

13.3. Gestión de la empresa de seguros

La determinación de las primas en función del riesgo debería ser única para todos los asegurados, porque en eso consiste precisamente un seguro: en que riesgos distintos e independientes se amalgaman para resultar menos arriesgados en su conjunto que cada uno de ellos individualmente. Cobrar distintas primas a distintos asegurados por el mismo aseguramiento envuelve problemas éticos.

Uno de ellos se plantea cuando la razón para mantener la prima a un nivel pasado más alto que el actualmente posible, es la confianza y la ignorancia de los asegurados desde antiguo. Los nuevos clientes reciben precios más bajos para el mismo servicio. Pensemos, por ejemplo, que en los accidentes de tráfico el riesgo de deceso ha descendido de forma significativa en los últimos años, y con ello debería hacerlo la prima incluso de los seguros contratados por primera vez hace años.

Otro problema más frecuente ocurre cuando el asegurador selecciona a sus clientes excluyendo, por ejemplo, a los grupos con ciertas enfermedades o estilos de vida de la cobertura general de sus seguros de salud. En este caso se plantea el problema moral del seguro como negocio más que como elemento de aseguramiento social.

De hecho, el riesgo moral también existe entre el negocio asegurador y la sociedad en general. Cuando el Estado del Bienestar decae en Europa, es el tiempo para las empresas de seguros de entrar en los seguros de salud y en los destinados a la jubilación. Si en este momento de transición las empresas de seguros pueden discriminar a las enfermedades más complejas y las jubilaciones más onerosas, los servicios públicos corren el riesgo de quedarse con las operaciones costosas y los enfermos crónicos de larga duración.

También los seguros de vida, los destinados a jubilación o planes de ahorro son una oportunidad de negocio para las empresas de seguro. El plan de pensiones privado aparece como la alternativa adonde la Seguridad Social no llegará. El problema ético no se plantea tanto con las empresas de seguro que gestionen el ahorro privado hasta la jubilación, sino en la dicotomía entre quien puede ahorrar y quien no, entre aquellos para los que la Seguridad Social será un mínimo y aquellos para quienes será su totalidad.

Gestión de las primas

Una vez cobradas las primas, la empresa aseguradora las gestiona en función del tipo de seguro. Un elemento determinante de esta gestión es el cálculo de las provisiones técnicas. Si bien es cierto que su determinación podría parecer muy aséptica, siempre hay un margen de maniobra para que las provisiones puedan influir en los beneficios, y a través de ellos en la cotización de las acciones.

Las decisiones de inversión financiera de las aseguradoras no están exentas del problema de herding behavior, el seguir a la mayoría, que aparece en otros inversores. Pero la aseguradora es responsable de largo plazo por el dinero que maneja, porque la madurez de las primas depende de siniestros, no del mercado. Ello puede implicar actitudes como la renuncia a resultados extraordinarios a corto plazo en una época en que se premia ir con el mercado, incluso ser más exuberante que él, porque cuando las cosas se tuerzan las consecuencias las sufrirá la empresa, y en último extremo quien ha pagado las primas con el fin de asegurarse. No dejarse llevar por los cantos de sirena es éticamente encomiable para un profesional, aunque quizá sea más fácil en una plaza financiera pequeña que en Zurich o Londres, donde la presión por los resultados afecta al bonus e incluso al puesto de trabajo.

Reaseguro

Asegurar los barcos que circulan por los mares o las catástrofes naturales tiene características distintas a los seguros de coche, por ejemplo. Son siniestros de baja frecuencia, pero cuando ocurren la cuantía asegurada es muy alta. Para hacer frente a las consecuencias de estos sucesos las empresas de seguros se reaseguran entre sí.

El primer contrato de reaseguro se realizó en el siglo XIV, y ha seguido habiéndolos desde entonces, cada vez más sofisticados. La complejidad de la gestión de los grandes riesgos proviene de la falta de información estadística y de las enormes desviaciones de los daños una vez que el siniestro ocurre. El reaseguro permite que las primas no sean tan elevadas y que el capital de la empresa de seguros sea menor que la incertidumbre cubierta.

Como negocio realizado entre profesionales, el problema del cálculo de las primas del reaseguro se encuentra más en la dificultad de la medición y en los riesgos no uniformes en el tiempo, que en la diferencia de información entre las empresas. Los grandes riesgos como las catástrofes naturales o los de entidades singulares como una refinería o un petrolero, resultan difíciles de evaluar, lo que hace complejo el cálculo de los daños cubiertos, sobre todo cuando las pérdidas asociadas con los hechos asegurados presentan externalidades: ¿las pagan todas las empresas de seguros? En el caso de un huracán o un volcán, los gobiernos van a cubrir una parte de las pérdidas asociadas. Las empresas de seguros pueden hacer de free rider, aprovecharse de la cobertura genérica ofrecida por los gobiernos y no contribuir en lo pactado. En este caso el asegurado individual no tendrá la cobertura reducida, pero es la sociedad en general la que ha pagado lo que debería correr a cargo de una aseguradora. La medición de las consecuencias de siniestros no repetitivos y con doble seguro (privado y público) puede ser muy difícil.

Fannie Mae y Freddie Mac

Las agencias gubernamentales americanas Fannie Mae y Freddie Mac, creadas por Roosevelt en 1934 para ayudar a los americanos a conseguir hipotecas a largo plazo, pueden ser consideradas empresas de seguros especializadas en hipotecas. Constituyen un claro ejemplo del conflicto de intereses entre lo público y lo privado. Comenzaron como empresas puramente gubernamentales; para evitar consolidar sus deudas con las del gobierno se convirtieron en 1968 en empresas

privadas garantizadas por el gobierno. En realidad compartían lo mejor de los dos mundos: ni se les exigía la transparencia de un organismo público ni la disciplina de mercado de una empresa privada.

Como aseguradoras de créditos hipotecarios y reaseguradoras, se beneficiaron de su condición de empresas semi-públicas, que les permitía obtener préstamos a tipo de interés más bajo que el de mercado. Bajo el manto del bien social que era permitir el acceso de todos los americanos al mercado hipotecario, contribuyeron de forma notable al crecimiento de la burbuja en el mercado de las subprime americanas.

Fannie Mae tenía acceso al pool de hipotecas, y revendía las de más riesgo haciendo uso de su información superior. El mercado pedía un tipo mayor sabiendo esta selección. Además participaba en la concesión de créditos y en asegurar el pago del principal en el proceso de titulización. Cuando la crisis estalló, el gobierno americano hubo de salir a su rescate.

Los seguros, como los bancos, tienen un efecto multiplicador en el público general. Cuando la catástrofe ocurre, el gobierno no puede dejar desamparados a los ciudadanos. Al mismo tiempo las empresas de seguros pueden actuar de forma ventajista rehuyendo sus obligaciones para cargarlas sobre el gobierno en el momento del siniestro. O, de forma más premeditada, determinando unas primas inferiores a las que corresponderían si no contara con la cobertura del gobierno. El sentido ético de las empresas de seguros no es fácil de medir en las grandes catástrofes: siempre surgirá la duda entre si las coberturas no eran tan amplias como gustaría una vez que la desgracia ocurre, o es que la aseguradora no cumple.

13.4. Conclusión

Dentro de la organización de los seguros, como en toda empresa financiera, puede haber asimetría de información sobre los productos negociados, y una capacidad de negociación superior. El negocio de seguros tradicional ha tratado de minimizar el coste de agencia y el riesgo moral comercializando los seguros a través de mediadores o agentes especializados. La relación a largo plazo del asegurado con el agente hace que los costes de agencia bajen y que la

posibilidad de comportamientos ventajistas del asegurado se reduzca por el conocimiento personal. Por eso es más fácil negociar seguros a través de entidades bancarias, sin la mediación personalizada de un agente fijo, cuando el comportamiento del asegurado no tiene incidencia: en los seguros de vida, sobre todo los seguros de ahorro y jubilación.

La relación del agente con la empresa de seguros es una relación profesional a largo plazo, que minimiza el riesgo moral y la asimetría de información. Aun así siempre pueden darse comportamientos reprobables en los dos lados. El agente se puede aprovechar del cobro en efectivo o del pago de la indemnización. La empresa de seguros puede permitir que se produzca la discriminación de precios entre los asegurados si el agente no adapta las primas a las nuevas tarifas.

Una vez cobradas las primas, la empresa de seguros ha de conseguir que su gestión permita cumplir con las obligaciones con los asegurados. La gestión de seguros a corto plazo con siniestros de pequeña cuantía y muy frecuentes, es la más simple. La estadística constituye ahí un instrumento de gestión fiable. Entran en esta categoría el seguro de automóviles o el de salud. La competencia puede cobrar gran fuerza, incluso la que ocurre a través de internet, afectando a los precios a la baja. Las virtudes morales de un mercado competitivo se dan entonces.

Pero la competencia en los precios no sirve para todo tipo de seguros: ocurre mucho menos donde el servicio después del evento es necesario, las consecuencias son más heterogéneas, y por ende lo es el tipo de contrato. Pongamos por ejemplo los seguros de incendios para empresas.

Las empresas de reaseguros son las aseguradoras de las aseguradoras. Cuando los riesgos no son frecuentes y los pagos resultan muy costosos, los aseguradores necesitan compartir los gastos. Aquí puede producirse una externalidad del negocio del seguro con el bien público, si el ciudadano que paga impuestos responde antes que la empresa de seguros y esta queda para un papel subsidiario.

La nueva homologación y regulación de las garantías que ofrecen las empresas de seguros (Solvencia II) tiene el riesgo implícito de que los lobistas, las propias aseguradoras, reduzcan el grado de cobertura de sus obligaciones por la armonización europea. Un riesgo parecido al que se ha visto en la banca, donde la regulación ha permitido distorsionar el riesgo del negocio tras cuantificaciones

de riesgo sofisticadas. El correspondiente riesgo moral se expresaría como un incentivo a correr más riesgos financieros si las empresas piensan que van a ser rescatadas.

Para pensar y discutir

1. Vas a contratar el seguro de tu hogar. El agente de seguros te pregunta si quieres asegurar solo continente, o continente y contenido. Obviamente, los dos. Ahora llega el momento de declarar el contenido. ¿Dirás toda la verdad? ¿Cuántas joyas declararás que hay en casa?
2. Busca en los websites de las principales aseguradoras de tu zona sus políticas de responsabilidad social y sus compromisos éticos. ¿Cuáles de sus iniciativas están relacionadas con el negocio de los seguros y cuáles son básicamente ajenas a ese negocio? ¿Cuáles afectan la manera en que la empresa gana el dinero y cuáles afectan únicamente la manera en que lo gasta?
3. Como empleado en el banco tienes una compensación por la venta de un unit linked, un seguro de vida ligado a una colocación en fondos de inversión. El incentivo para el cliente consiste en una desgravación fiscal por el hecho del seguro. Aparece por la puerta un cliente que lleva treinta años con la entidad, dispuesto a invertir 100.000 euros. ¿Se lo venderás?
4. Como gestor de una empresa de seguros te están planteado que la retribución de los altos directivos dependa en un mayor grado de los resultados de la compañía. ¿Te parece un sistema de retribución adecuado? ¿Cuáles son las ventajas y desventajas que le encuentras?

Capítulo 14

Analistas de mercado

14.1. Introducción

Como señalábamos en el capítulo 4, las decisiones económicas se toman en un entorno de incertidumbre: invertir significa renunciar a un dinero seguro hoy por un valor incierto en el futuro.

La formación de expectativas y la medición del riesgo corresponde a los analistas de mercado, cuyo objetivo es reducir la incertidumbre con la que se toman las decisiones de inversión, observando y pronosticando la evolución de las distintas magnitudes económicas para al fin estimar la rentabilidad y riesgo de los distintos instrumentos financieros. El analista no tiene una bola de cristal, no sabe lo que pasará en el futuro; se basa en la información disponible hoy, cuantitativa y cualitativa, en herramientas de análisis y en su propia capacidad profesional, para establecer los posibles precios futuros y delimitar la incertidumbre.

Podemos diferenciar varios tipos de analistas:

- El analista macroeconómico ofrece al mercado informes con una estimación de la evolución de variables como el PIB, el tipo de interés o la inflación, el precio de las materias primas, la evolución del comercio mundial, etc. Forman parte de este análisis también los estudios sectoriales y los sociológicos.
- El analista bursátil estima el precio futuro de las acciones en la bolsa. Realiza los Equity Report, donde se predice la posible evolución de esos precios y se concluye normalmente con una recomendación de comprar, vender o mantener las acciones. El análisis de las acciones se basa en un análisis previo de evolución de la bolsa en general, que depende a su vez del análisis macroeconómico.
- Los analistas de acciones no cotizadas, o sujetas a operaciones corporativas, estudian el valor que debería tener una empresa dadas las condiciones de

oferta y demanda en el mercado. Son relevantes en las transacciones fuera del mercado bursátil, como la compraventa de empresas en fusiones y adquisiciones o en Private Equity.

- Los analistas del precio de las materias primas y los derivados determinan la posible evolución de los precios y el valor de los contratos basados en las condiciones macroeconómicas y las más específicas de oferta y demanda para cada activo, que a su vez están interrelacionadas.
- Los analistas de riesgo de crédito estudian la probabilidad de repago de un instrumento de deuda, y si este no ocurre, qué cuantía puede ser recuperada. Los analistas de riesgo internos de los bancos estudian, por ejemplo, la concesión de crédito a los clientes. Las agencias de rating estudian el riesgo de las emisiones de deuda en el mercado, o en general de las empresas o los gobiernos que emiten deuda.

Los analistas son muy importantes dentro de la dinámica de los mercados, porque marcan precios de referencia que luego serán utilizados por otros agentes económicos. La labor del analista nunca es aséptica, no es una información procesada de forma inocua; hay una gran carga de selección de información cualitativa y por tanto de subjetividad. Un dicho entre los analistas empíricos reza: "cualquier modelo apropiadamente torturado acaba confesando". En la medida en que los resultados de los análisis van a ser utilizados por otros para tomar decisiones, el análisis es susceptible de terminar en manipulación del mercado según los intereses a los que sirve. El nivel de independencia y profesionalidad con que realizan su función va a marcar la dimensión ética de los analistas y su entorno.

14.2. El analista macroeconómico

Los analistas macroeconómicos más generalistas son los institucionales, ligados a organismos internacionales o al gobierno: FMI, Banco Mundial, OCDE, IFO, Banco de España, etc. Estudian los procesos del pasado y hacen proyecciones a futuro. Por su propia naturaleza estos análisis están ligados a las políticas macroeconómicas o a las políticas regulatorias de los gobiernos.

La manipulación de las políticas a través de las estimaciones del analista puede

resultar indirectamente de grupos de presión, eventualmente con daño para el conjunto de la sociedad. En general, muchas políticas distintas pueden encontrar fundamentos. Pero la evolución de la crisis hace sospechar tendenciosidad en los informes macroeconómicos, conforme varios temas se proyectaron sucesivamente a la opinión pública: salvar a la banca era prioritario; la austeridad era la única receta; el crecimiento de la pobreza y la desigualdad eran consecuencias colaterales de salvar la economía; luego pasaron a ser relevantes por el riesgo de deflación y la posterior contracción económica asociada con la reducción del consumo...

Además, para los análisis los impuestos son nominalmente genéricos, y se habla de volverlos más progresivos; en la práctica resultan selectivos, solo se aplican a los asalariados. El arbitraje regulatorio relacionado con los impuestos, que también podría denominarse fraude de ley a nivel global, se aborda de forma marginal en los mismos análisis macroeconómicos.

La visión parcial y sesgada de muchos informes económicos pone de manifiesto el conflicto de intereses entre la sociedad en general y los gestores políticos de turno, que resulta en la falta de independencia de los analistas. Los informes pueden llegar a ser más una justificación de la política económica en curso que un estudio de las posibilidades futuras. Por supuesto, nunca se identifica el grupo económico o social hacia el que se sesgan las medidas recomendadas. En esta sutil ocultación de la visión global, la ética del analista queda secuestrada y se manipula la opinión pública afirmando el conocimiento superior de la institución que respalda el análisis.

Un gran proveedor de análisis macroeconómico son los grandes bancos o fundaciones dependientes de ellos, y también hay analistas independientes. En ambos casos, quien hace el análisis promueve su interés, aunque trate de vestirlo de independiente. El análisis no está tan apuntado a políticas económicas, que también, como a la previsión de las variables macroeconómicas clave: tipos de interés, PIB, evoluciones sectoriales. Normalmente sirve de base para las recomendaciones de inversión entre las grandes categorías de activos: renta fija, renta variable, divisas.

Tradicionalmente la investigación se proporciona a los clientes de la entidad de forma gratuita, como parte del servicio de gestión de la inversión. La dinámica está cambiando, sin embargo, en cuanto los resultados de investigación de todos

los bancos pueden encontrarse ahora a través de bases de datos especializadas.

14.3. Analistas de renta variable

La toma de decisiones en la inversión en mercados de renta variable, sean bursátiles, de materias primas, derivados, divisas, etc., se realiza en condiciones de incertidumbre que se trata de reducir buscando la máxima información. Para el inversor no profesional los periódicos salmón son la fuente de esa información; para el inversor profesional son los analistas de renta variable quienes informan sobre las perspectivas futuras del activo considerado.

El Equity Research o análisis de empresas hace previsiones sobre los beneficios futuros de las empresas y su precio en el mercado. Se basa en el análisis fundamental porque utiliza información sobre las perspectivas macroeconómicas, de mercado, de sector, las políticas de la empresa...; y en el análisis técnico o chartista de los precios de la empresa en bolsa. Para el analista profesional el contacto con las empresas es básico: desde la presentación de resultados en el caso más genérico, hasta las entrevistas especializadas con los altos directivos. Basándose en toda esa información, utilizando distintas técnicas y modelos, al final la recomendación es comprar, vender o mantener la empresa estudiada.

Estudiar una empresa requiere muchos recursos y no está al alcance del no profesional. Todas las grandes gestoras de fondos, y en especial las gestoras de fondos alternativos, tienen su departamento de investigación. En la banca de inversión esa tarea se realiza normalmente en el departamento de investigación de la división de negociación (trading). Hay una parte de la investigación destinada a venderse, los conocidos research reports que se proporcionan también a los clientes; y otra parte de la investigación que es para consumo interno, para sus propios gestores y para la negociación en mercado por cuenta propia.

Por su posición, los analistas cuentan con información privilegiada de las operaciones del propio banco y de otras empresas con las que tienen relación directa. Realizan visitas periódicas a estas, tienen encuentros con sus directivos, y obtienen información de primera mano sobre sus perspectivas futuras. Aunque técnicamente han de reportar sus posiciones y no pueden beneficiarse de esta

información privilegiada, es común que las filtraciones de información se produzcan: ¿No le dirías a tu pareja que comprara acciones de una empresa que sabes que subirá en el mercado en breve? ¿No le prestarías el dinero para que lo hiciera?

El conflicto de intereses en la institución surge cuando el análisis se comparte con otros agentes, al mismo tiempo que se mantienen intereses en la evolución del precio de los activos. La manipulación del mercado resultado de ese conflicto de intereses, se da con más frecuencia en la banca de inversión por la multiplicidad de sus funciones dentro de los mercados financieros: análisis, gestión de inversiones por cuenta propia y ajena, salidas a bolsa, asesoramiento en fusiones y adquisiciones, etc. Vemos algunos ejemplos a continuación:

Está documentado que la mayor parte de las recomendaciones de analistas son comprar o mantener; vender parece una alternativa exótica. La investigación de empresas y su deuda produce un sinfín de conflictos de interés entre quien analiza y el analizado, cuando este es cliente en otro tipo de negocios. Una empresa cliente de un banco puede presionar para que la recomendación dada a su acción sea «comprar» con la amenaza de llevarse el negocio a otro banco.

Por otra parte, es fácil utilizar la información del departamento de investigación para manipular los mercados en interés de la entidad que hace el análisis. Si el análisis da como resultado que el precio de la acción bajará en el mercado, los gestores de la cartera interna venderán antes de que ocurra, mientras la gestión de la cartera por cuenta ajena quedará relegada a la bajada efectiva. Los mercados de derivados son especialmente sensibles. En determinadas ocasiones puedes manipular el mercado de contado para que el cierre de los contratos juegue a favor de la entidad. El conflicto principal-agente es continuo en los mercados.

En la salida inicial a bolsa, el banco colocador mide el éxito de la colocación por el nivel de sobre-suscripción. Tiene incentivo pues para fijar un precio de salida por debajo del justiprecio, conseguir que los inversores compren y garantizarles una rentabilidad positiva inmediata, aun a expensas de los vendedores de la acción. Esta es una práctica usual en todos los mercados. Un conflicto obvio de intereses, en sentido contrario, surge cuando la entidad que hace el análisis recomendando la compra de las acciones con un sobrevalor, es la misma que vende las acciones, como ocurrió en el caso de la salida a bolsa de Facebook.

Otro conflicto de intereses típico ocurre entre el analista y la función de consultor de la misma entidad en las operaciones de fusión y adquisición (M&A). Si el mismo banco que hace la valoración de una empresa está asesorándola para una operación de M&A, puede dar recomendaciones de «comprar» para que su cliente quede satisfecho.

La investigación de materias primas resulta cada vez más importante. A través de la negociación en el mercado de derivados, las materias primas se han convertido en un activo financiero al que la globalización ha dado impulso abriéndolo a todos los inversores. La información sobre ellas recogida por los departamentos de investigación es lanzada al mundo entero. Por ello es un gran riesgo la posible colusión de intereses entre el departamento de trading del banco, los brokers y los analistas para manipular el mercado. Se pueden emitir informes favorables a las posiciones de la institución en los mercados, realizando una manipulación difícil de probar.

En 2003 se tomaron medidas para que los departamentos de investigación de los bancos estuvieran separados de las divisiones de banca de inversión. Se instalaron Chinese Walls, las murallas chinas. Se debe tener el departamento de investigación físicamente separado de la banca de inversión y sus presupuestos han de ser independientes. La compensación de los investigadores ha de ser independiente de las operaciones de mercado y de la consultoría con las empresas. También se hicieron esfuerzos para que la información relevante sobre las empresas se proporcionara a estos últimos a través del mercado y no de los analistas.

El conflicto de intereses entre los distintos actores en la misma institución, es pues reconocido en la industria. Todas estas medidas regulatorias sirven, pero al final resultan insuficientes para evitar la manipulación del mercado, porque las relaciones humanas no se pueden acotar en todos los ámbitos. Se trata de un mundo pequeño donde todos se conocen. No hacer uso de la información privilegiada para el interés personal o de la entidad, es una tarea realmente compleja para los seres humanos, que tendemos a actuar usando toda la información que conocemos. Y más cuando estamos expuestos a la presión del beneficio, las remuneraciones, el éxito... De ahí la importancia ética de la moderación, y la búsqueda de la satisfacción en equilibrar más que en maximizar.

14.4. Agencias de rating

Las agencias de rating miden la calidad crediticia de las emisiones y los emisores de deuda presentes en el mercado. No toman ninguna posición de riesgos, no hacen ninguna inversión, son meros proveedores de servicios de calificación de deuda. El rating puede calificar al emisor de la deuda o a una determinada emisión suya. Mide la probabilidad de que la deuda se devuelva en los términos pactados de cantidad y plazos, y en caso de que no se cumplan las condiciones, estima cuánto se podría recuperar y cuándo. En la terminología de Standard & Poors, AAA es la calidad crediticia más alta, con poco riesgo de impago. Cuando la capacidad crediticia es muy baja, CCC, hay una alta probabilidad de impago y los correspondientes activos se consideran muy especulativos (bonos basura, junk bonds).

Las emisiones de deuda en los mercados son muy heterogéneas, incluso las realizadas por la misma empresa. Las diferencias en vencimiento, cupones, y sobre todo las garantías para cubrir el pago de una determinada emisión, hacen que su calidad crediticia pueda ser distinta. La complejidad del análisis de deuda requiere de agentes especializados, que den información a los inversores; de ahí la relevancia de las agencias de rating. Por otra parte, como los inversores son múltiples para cada emisor, es mucho más fácil que el análisis para la clasificación sea pagado por el emisor de la deuda: el conflicto de intereses está servido.

El rating es muy importante para los inversores. Algunos fondos de inversión tienen limitado el rating en el que pueden invertir. La relevancia del rating se ha incrementado en los últimos años, en parte por el crecimiento del mercado de deuda y por el proceso de globalización, y en parte por las titulizaciones de todo tipo de activos que van desde las hipotecas hasta las tarjetas de crédito, y que requieren un rating para poder ser colocados en el mercado.

Hay tres grandes empresas de medición del riesgo de crédito: Standard & Poors, Moody's y Fitch. Las tres agencias han constituido durante años un oligopolio. Al emisor, que paga a alguna de estas agencias la calificación de su emisión, le interesa que le den un buen rating: cuanto mayor sea la calificación, menor será el coste de la deuda para él. El emisor siempre puede amenazar con cambiar de agencia de rating. En este contexto el juego de equilibrios es delicado y el analista ha de conservar la independencia para realizar bien su trabajo.

A las agencias de rating se les ha acusado reiteradamente de reaccionar tarde a los hechos, siendo lentas en la reducción de la calificación crediticia. Los equipos de personas que emiten el rating resultan susceptibles de presión por las empresas emisoras: surge entonces la duda de si responden a los intereses de la sociedad en su conjunto o a los intereses de quien paga.

Las agencias de rating contribuyeron al cambio de negocio bancario, a originar para distribuir. Inicialmente se titulizaron carteras de hipotecas: en la medida en que eran estándar, el conjunto podía ser considerado menos arriesgado que los riesgos individuales, y los bonos recibían el correspondiente rating. El mercado se extendió a titulizar créditos a empresas y a tarjetas de crédito. Y posteriormente a titulizar carteras ya titulizadas, los CDO, con su correspondiente rating. En el proceso de transformación, re-empaquetamiento y reventa de los bonos, el riesgo desaparecía misteriosamente. En este proceso, quien cobra por el riesgo es el primer emisor de un crédito y quien soporta el riesgo es un lejano inversor; eso sí, su bono tiene una magnifica calificación de riesgo. La laxitud en la medición y distribución del riesgo al que contribuyeron las empresas de rating influyó de forma significativa en la burbuja de las hipotecas subprime. Cada vez se concedían hipotecas con más riesgo, un riesgo que se diluía al pasar por los modelos de las agencias de rating.

Cuando la crisis estalló se puso de manifiesto que los bonos considerados como poco arriesgados no lo eran, puesto que las hipotecas de base no se pagaban y ello producía una cascada de impagos. Las agencias de rating no supieron calibrar el desastre que se avecinaba y al que ellas mismas contribuyeron. ¿Exceso de avaricia?, ¿miopía?, ¿falta de responsabilidad?, ¿comisiones cobradas en función del volumen de negocio y no de la calidad del producto final? ¿Eran los directivos de las agencias de rating conscientes de la bola de nieve que estaban montando? ¿Eran los evaluadores de riesgos conscientes y responsables de la medición individual de riesgos que estaban haciendo?

14.5. Departamentos de riesgos en la banca

El departamento de riesgos de un banco se encarga de analizar la viabilidad de una operación de crédito. Estudia si quien pide un crédito podrá devolverlo en el futuro, si responde a las políticas del banco y tiene las suficientes garantías. En

función de cuál sea la incertidumbre calculada decidirá si lo concede o no, y en caso afirmativo determinará qué tipo de interés se debe pagar por él. Es un departamento básico en un banco, que determina la viabilidad futura de la entidad puesto que analiza cada crédito individual y el conjunto de créditos del banco. Por ejemplo, en el caso español se concedieron hipotecas basadas en un análisis de riesgos erróneo, pero además hay algunos bancos que concentraron más hipotecas que otros, haciéndose así más vulnerables a los errores de sus propios analistas.

La información que el banco pide al cliente se estandariza. Los bancos tienen modelos estadísticos que, dadas las características del cliente, permiten medir su calidad de crédito y asignar un rating interno, una calificación que determina cuán arriesgado es el crédito. La concesión de un crédito, sin embargo, no deriva meramente de una regla matemática; la información cualitativa y las personas que toman la decisión son relevantes. Aquí es donde aparecen los conflictos de intereses entre la entidad y los distintos agentes implicados en la concesión del crédito: ¿le concedes el crédito a tu hermano?, ¿a tu amigo?, ¿a quién te viene recomendado por un compañero de trabajo? La relación de quien tiene contacto directo con el cliente es básica; en muchos casos puede valorar la información cualitativa a primera vista, viendo la actitud de los que están pidiendo el crédito. Ya sabemos: si vas a pedir un crédito vístete con tu mejor traje para dar la imagen de seriedad requerida por la banca.

En muchos casos el problema de la banca con la concesión de créditos no deriva del mal funcionamiento del departamento de riesgos sino de ignorar su análisis a la hora de conceder préstamos. En los créditos a particulares y empresas por amiguismo o favor, ignorando la medición de los riesgos, la opinión del departamento de riesgos es deliberadamente desconocida.

La llegada de la crisis ha producido un efecto curioso en las entidades de crédito: la negación de crédito a los clientes casi por sistema, con un serio impacto tanto sobre la producción como sobre el consumo. Hemos pasado de la época en que todo el crédito era poco y se concedía sin mirar, a otorgar los créditos de forma restringida y no negociar el precio. ¿Se ha desvirtuado la función fundamental de la banca que era canalizar el crédito? ¿Qué implica ello en términos sociales?

14.6. Conclusión

La labor del analista es reducir la incertidumbre de las decisiones económicas. Hacen pues previsiones sobre el futuro de la economía, el precio de los activos o los riesgos asociados a ellos. El analista genera información relevante para ayudar en el proceso de toma de decisiones, cubriendo todos los ámbitos de la economía donde hay incertidumbre, es decir, todo, desde lo macroeconómico al detalle personal de evaluar el riesgo cuando pides un crédito.

El principal de los problemas éticos del analista consiste en algún conflicto de intereses, que en cada caso va a depender de la posición relativa del analista en la toma de decisiones. Por ejemplo, en el análisis macroeconómico el conflicto de intereses surge por la interrelación entre las previsiones macroeconómicas y las políticas a las que van asociadas. La independencia del analista queda en entredicho, y en muchos casos su contribución social.

Cuando se analizan acciones, el conflicto puede surgir por la existencia de información privilegiada. Si el análisis es pagado por una de las partes, aparece el conflicto entre quien paga y el resultado del análisis. Así ocurre si el analista de acciones o de deuda se ve presionado para no publicar resultados negativos.

Cuando el cliente de un banco tiene actividad en varios negocios en el mercado financiero, el conflicto surge entre las distintas áreas del banco. Los analistas tenderán a hacer informes positivos para las empresas que tienen negocios con otras áreas del banco.

Si el analista está integrado en una organización que opera en los mercados, no solo su independencia está en juego, sino que la intervención en los mercados puede llegar a la manipulación del precio.

Para pensar y discutir

1. Eres un analista junior, acabas de entrar en el departamento de Research de un gran banco de inversión. El CEO de una gran empresa os ha comentado en una entrevista que probablemente le otorguen la concesión de explotación de una mina. Si esto fuese así sus beneficios subirían exponencialmente y el valor de sus acciones también. ¿Compras las acciones

antes de que el dato salga en tu informe? ¿Lo harás saber a los gestores de carteras de la entidad para que tomen posiciones antes de que el hecho se haga público?

2. Como analista del mercado de materias primas tienes estimaciones de que el cobre va a bajar de precio. Tu banco mantiene posiciones largas en derivados. Si el precio del cobre baja, el banco perderá mucho dinero. ¿Hará uso el banco de tu informe antes de que salga a la luz para todos sus clientes?
3. ¿En qué medida es injusto culpar a las agencias de rating de haber hecho mal su trabajo cuando llegó la crisis económica? ¿No se trata simplemente de un exceso de confianza de los inversores en el rating y un exceso de dependencia de unas empresas que en el fondo son un oligopolio? ¿Quién es en última instancia el responsable de creer en los análisis que hace otro?
4. ¿Cuál es la razón por la que los analistas tienden a recomendar comprar acciones? ¿Qué crees que te pasaría si, siendo analista bursátil, tendieras a ser pesimista sobre la evolución futura de la bolsa en vez de optimista? ¿Qué te ocurriría si la recomendación fuese «vender» para uno de los principales clientes del banco para el que trabajas?
5. Supongamos que eres un analista del FMI, especialista en la previsión del PIB. ¿En qué medida tu previsión está basada en unos modelos aceptados cuyo fundamento se encuentra en el status quo de los agentes sociales? ¿Cuánta independencia esperarías para hacer las previsiones? ¿De quién temerías que te dictara limites?

Capítulo 15

Gestores de fondos, brokers y otros operadores por cuenta ajena en los mercados

15.1. Introducción

Para un inversor individual no es tan sencillo ir al mercado financiero: ¿en qué invierto?, ¿cómo lo hago?, ¿comisiones?, ¿cuánto he de pagar de impuestos? Los inversores individuales, con mayor o menor riqueza, normalmente delegan la inversión en profesionales o instituciones cuyo fin es asesorar e invertir en los mercados financieros por cuenta de otros. Los fondos de inversión, abiertos al público o restringidos, los fondos de pensiones y las aseguradoras son los grandes inversores en los mercados de capitales.

Gestor de fondos o gestor de activos es el término genérico para el conjunto de instituciones cuya función es canalizar el ahorro hacia los mercados financieros, con objetivos y restricciones de inversión muy diversas. Un fondo de inversión de renta fija solo puede invertir el dinero que aportan los partícipes comprando bonos; su público objetivo son los pequeños inversores. Un Hedge Fund tiene libertad para invertir en cualquier tipo de activo, incluso puede endeudarse; la cantidad mínima para participar en ellos llega a veces a 25 millones de dólares.

Una gestora puede gestionar y comercializar varios vehículos de inversión: fondo de renta fija, de renta variable, mixta, etc.; o bien planes de pensiones. A su vez, en función de los objetivos declarados por cada fondo, este podrá invertir en unos activos u otros. El inversor elige el vehículo de inversión, dándole a la gestora de forma implícita un mandato para gestionarlo.

En muchos casos la gestora del fondo y quienes toman las decisiones en ella, están integrados en un banco; si se trata de un plan de pensiones pueden estarlo en una empresa de seguros. Los beneficios de las gestoras provienen de las comisiones de gestión en función del volumen de activos negociados y, en el

caso de inversiones alternativas como los Hedge Funds y los Private Equity, las gestoras, además de la comisión de gestión de aproximadamente el 2% tienen una participación en beneficios en torno al 20%.

15.2. Fondos de inversión y planes de pensiones

Desde el punto de vista del pequeño inversor las instituciones de inversión más populares son los fondos de inversión y los planes de pensiones. El fondo de inversión pretende obtener rentabilidad con un riesgo predeterminado, y el partícipe o inversor puede retirar el dinero cuando quiera. Cuando el fondo se inscribe en la CNMV lo hace bajo un cierto tipo: renta fija, renta variable, mixta, etc. Dado el tipo la CNMV determina las proporciones mínima y máxima de renta fija y renta variable que ha de tener el fondo. El mandato de gestión, o libertad de acción del gestor, viene determinado de antemano. En los planes de pensiones la tipología también está regulada, pero el dinero únicamente puede retirarse cuando uno se jubila o ante situaciones especiales. En ambos casos, el partícipe paga los impuestos por las plusvalías obtenidas solo al retirar el dinero del fondo. Además, el fondo tiene un tratamiento fiscal ventajoso: en vez de pagar el 25% de impuesto de sociedades paga solo el 1%, lo que incentiva el ahorro y la inversión en los mercados financieros.

En la medida en que el mandato de gestión de cada gestora viene así estandarizado y sus clientes son el gran público, se trata de instituciones muy reguladas. La regulación de los fondos de inversión o los planes de pensiones tiene como objetivo proteger a los inversores que aportan fondos, evitar que el gestor se apropie el dinero y salvaguardar la inversión.

El riesgo de un fondo de inversión viene, al menos teóricamente, predeterminado en función del tipo de fondo que es. Un fondo de activos monetarios invierte en renta fija a corto plazo y tiene menos riesgo que un fondo de renta variable internacional que invierte en acciones de todo el mundo. Se espera que las rentabilidades estén acordes con el riesgo. Cada día se puede calcular el valor liquidativo del fondo por el valor de mercado de los activos en que está invertido. Si un participe decide retirar su dinero, el fondo le dará lo que valen sus activos en ese momento. A cambio de este servicio la gestora cobra una comisión de gestión.

El pequeño inversor que deposita su dinero en un fondo de inversión tiene en general muy poca información sobre lo que ocurre. Una vez que realiza su inversión todo el proceso sigue de forma automática, y el inversor no posee mayor control sobre la actuación de los gestores. La regulación europea MIFID (Markets in Financial Instruments Directive) da las pautas para que los inversores minoristas estén protegidos y los productos en los que invierten se adecúen a sus necesidades y a su capacidad de entender los riesgos, en un intento regulatorio de mitigar la asimetría de información y el problema de agencia entre el inversor y el gestor.

La asimetría de información entre el cliente y la entidad financiera que coloca los productos, hace que en determinadas ocasiones el conflicto de intereses lleve a la entidad a sesgar la información hacia el tipo de producto que le interesa a ella. Como hemos visto en el capítulo 12, los productos complejos, fundamentalmente diseñados a partir de derivados, no siempre son justificables cuando van destinados al gran público. La posición del trabajador de la entidad financiera es compleja: por un lado tiene incentivos para colocar productos que le interesan al banco y que pudieran no responder a las necesidades del cliente; por otro lado, es su deber profesional servir prioritariamente a este último. La actitud y honestidad del vendedor se encuentra así en una situación comprometida, entre la obediencia hacia los superiores y el servicio al cliente.

Un claro problema de agencia surge cuando el objetivo de la gestora es generar comisiones de compraventa para la entidad de la que depende, lo que consigue rotando las carteras más de lo necesario. Rotar la cartera significa realizar ventas para luego comprar de nuevo acciones de ese emisor. Cada operación de venta o de compra genera comisiones para el intermediario, normalmente propiedad de la misma entidad financiera.

Otro de los problemas de agencia se produce cuando se asignan los precios a los distintos fondos. Cuando una gestora compra títulos de Telefónica lo hace a lo largo del día, y por ende a distintos precios. Cuando hay que asignar los distintos precios de compra a los varios fondos de inversión que gestiona y a su propia cartera, puede hacerlo de la forma más desfavorable para los clientes más indefensos.

En muchos casos la entidad gestora compensa a los gestores de fondos en función de la rentabilidad que obtienen. Cuando la rentabilidad del fondo no está

siendo lo suficientemente alta en relación al mercado, el gestor puede tener incentivos para tomar un riesgo excesivo, de forma que si sale bien se consigue la rentabilidad, y si sale mal… es el fondo quien pierde valor liquidativo. No se trata de un comportamiento ilegal en absoluto, pero es un comportamiento que intenta camuflar la mala gestión a la vista de los resultados, con la toma de posiciones en acciones muy residuales o con mucho riesgo.

Un problema adicional ocurre cuando los intereses del banco bajo el que opera la gestora priman sobre los intereses de los ahorradores. Cuando la CNMV exige que se pague a los clientes minoritarios de la banca el mismo precio que a los institucionales por las preferentes, en algún banco la gestora del banco marcó el precio que se había de pagar a los minoritarios. El banco compró las preferentes a su gestora a un precio pactado, convirtiéndola en el 'cliente institucional' a partir del cual se determinaba la remuneración de los minoritarios.

SICAV

Las Sociedades de Inversión con Capital Variable (SICAV) son sociedades anónimas cuyo mandato de gestión depende de los accionistas. La rentabilidad y el riesgo vienen determinados por las directrices de los accionistas principales. No están pensadas para el pequeño ahorrador: por el ahorro fiscal que permiten, han sido muy utilizadas para canalizar la inversión financiera de los grandes inversores: necesitan una inversión inicial de 2,4 millones de euros. Si compras y vendes activos financieros dentro de una SICAV, los beneficios pagan un 1% de impuestos. El inversor solo paga impuestos cuando recibe dividendos o vende sus participaciones. De hecho, a pesar de necesitar 100 accionistas como mínimo, con frecuencia el accionista es en realidad uno que ha repartido 99 acciones a otros grandes inversores, los denominados "mariachis". Normalmente estas sociedades están gestionadas como si de un solo inversor se tratara, y dado el mandato de gestión y la capacidad de control de los gestores de la SICAV, los problemas de agencia se reducen si las comparamos con los fondos de inversión. Los activos en los que pueden invertir son más amplios que para los fondos de inversión: además de invertir en activos financieros o fondos inmobiliarios pueden colocar el dinero en activos alternativos como fondos de Private Equity, Hedge Funds o fondos de arte, operando así de manera más flexible.

15.3. Banca Privada

La Banca Privada o Wealth Management juega en una división aparte. Se trata de la gestión de patrimonios cuando el volumen de riqueza gestionado es muy alto, lo que incluye el servicio de asesoramiento y la propia gestión de las grandes fortunas. En conjunto supone una parte muy importante del negocio de la gestión de activos, 46 billones de dólares según Wealth Management (2013).

Los grandes bancos de inversión son los mayores gestores de riqueza: UBS, Credit Suisse, JPMorgan, HSBC, Citi, Deutsche, Merrill Lynch, Santander, BNP Paribas o Goldman Sachs por citar solo a los 10 más grandes en 2013. La organización de Banca Privada está basada en la relación individual entre el gestor/asesor y el cliente. El gestor de una cuenta tiene gran interés en que su cliente esté satisfecho, ya que le garantiza la fuente de ingresos y le puede traer futuros clientes. Es un mercado basado en la confianza, cuenta mucho más mantener al cliente que aprovechar pequeñas oportunidades de beneficio derivadas de las asimetrías de información o de poder de decisión. El gran cliente puede traer aparejadas otro tipo de operaciones de mercado y su volumen de negociación garantiza una fuente de ingresos estable. La competencia entre los grandes gestores garantiza la minimización del problema de agencia. El problema ético del gestor se puede presentar en un exceso de celo para defender los intereses de su cliente, llegando a la colaboración en asuntos como la evasión de impuestos o el blanqueo de dinero.

La banca privada utiliza los distintos instrumentos de inversión, y con frecuencia también los paraísos fiscales, donde la opacidad reinante los hacen utilizables para el blanqueo de dinero. Cuando el origen de los fondos no está claro, la banca privada ha de denunciarlo. Este es el origen de la multa millonaria a JPMorgan por no haber denunciado antes a Madoff, organizador de una pirámide de Ponzi. Los cursos de formación de los trabajadores incluyen advertencias del riesgo para ellos y para el banco de no denunciar estas prácticas, y también sobre cuán fácil es sobornar para los traficantes de drogas o de armas. UBS pagó una multa de 1.920 millones de dólares en julio de 2013 por permitir el blanqueo de dinero entre México y USA. También han recibido sanciones Credit Suisse, Barclays, Lloyds e ING por el mismo concepto. En estos casos hay una asimetría de información entre el cliente del banco y el regulador; el banco actúa ocultando la información al regulador a través de los canales de shadow banking, o banca

en la sombra, bien por el tipo de activos e instituciones que gestiona, bien por su localización. La amenaza para los bancos que incumplen es retirarles la licencia, pero los acuerdos extrajudiciales han sido hasta ahora la solución habitual.

El desarrollo de los mercados y la concentración de riqueza crean la necesidad de que esta se invierta en mercados financieros. Al concentrarse la gestión de la riqueza en muy pocas manos, cuando una gestora de grandes patrimonios decide invertir en un país o en otro normalmente el volumen de dinero que mueve es de tal magnitud que cambia el mercado, lo que origina una gran volatilidad de los precios y la subida de muchos activos financieros. La gestión de estos grandes patrimonios ha contribuido al desarrollo de las formas de inversión alternativa como los Hedge Funds o los Private Equity.

15.4. Hedge Funds y Private Equity

Los Hedge Funds comienzan en los años 50 y se desarrollan en los 70 en las tesorerías de los bancos de inversión. Su función inicial es explotar las ineficiencias de los mercados diseñando estrategias de arbitraje: por ejemplo, comprar acciones infravaloradas y vender las sobrevaloradas. Una de las teorías vigentes de los mercados financieros afirma que estos son bastante completos, se puede negociar con total liquidez cualquier combinación de rentabilidad y riesgo, y la competencia es cercana a perfecta. Entonces, cuando dos activos no están bien valorados en términos relativos, por ejemplo una acción y el futuro sobre esa acción, los agentes económicos realizarán una operación de arbitraje, de manera que los dos activos pasen a estar en consonancia. Los mercados financieros se suponen así eficientes (en promedio).

La realidad nos dice que el proceso de ajuste a la eficiencia dista de ser inmediato y en el camino hay vías de obtención de rentabilidad extraordinaria. Todos los activos no son igual de líquidos y las operaciones de arbitraje no están exentas de riesgo, bien por la liquidez o por la organización de los mercados. Por ejemplo cuando hablamos de acciones, las hay cotizadas en los mercados de capitales pero con poca liquidez si son de pequeñas empresas. También las hay de "colocación privada", es decir acciones dirigidas a inversores institucionales, cuya cotización no es pública. Además, la evolución de los tipos de interés y del precio de las acciones depende de la evolución macroeconómica, que puede ser

prevista de manera distinta por diferentes gestores de activos financieros. Todos los agentes no tienen igual acceso a la información, y su poder relativo de mercado depende de cuánto dinero mueven. Estas lagunas son las que explotan los Hedge Funds.

Los primeros Hedge Funds ganaban a partir de la diferencia de valor entre acciones o deudas en distintos mercados, comprando en un mercado y vendiendo en el otro, es decir hacían operaciones de arbitraje, de ahí su nombre. Su actividad creció de forma importante después de los años 80.

Su estilo de gestión es el definido por el propio gestor del fondo. Este tiene libertad total de gestión, puede comprar y vender en cualquier mercado. Los fondos pueden ser abiertos o cerrados a los inversores en general, siendo su gestión opaca incluso para los propios inversores. No están regulados y suelen ser registrados en paraísos fiscales.

Normalmente los partícipes de estos Hedge Funds no son conocidos, y los fondos mismos se basan en la confianza de los inversores en la gestión. Aquí el potencial problema de agencia es grande: te has de fiar del gestor. El gestor es un inversor mayoritario dentro del propio fondo, lo que garantiza a priori que las inversiones pueden ser muy arriesgadas pero que el riesgo afectará a todos por igual. Es una forma de minimizar el problema de agencia. Así ocurre con Warren Buffett o George Soros, en quienes los inversores confían o han confiado por las extraordinarias rentabilidades obtenidas. La confianza es así la base de la supervivencia de un Hedge Fund.

El atractivo de un Hedge Fund estriba en obtener mucha más rentabilidad que el resto de las opciones de colocación del dinero, sin comparar con ningún índice en particular: es lo que se conoce como total return. Si la confianza se pierde, el inversor no volverá a depositar su dinero y el fondo desaparecerá. El problema aparece cuando se llega demasiado tarde a la pérdida de confianza porque las rentabilidades extraordinarias que ofrecía el fondo estaban basadas en una pirámide de Ponzi, como sucedió en el caso Madoff en USA o en Forum Filatélico en España. Entonces, una falsa rentabilidad es producida a partir de la aportación de los nuevos partícipes. Cuando la pirámide cae, ya no hay nada que hacer.

La magnitud de los recursos que mueven los Hedge Funds puede originar distorsión en los mercados. Pensemos en la caída de la libra que provocó el fondo Quantum gestionado por Soros en 1992. Fue resultado de una posición

especulativa de gran fuerza por el volumen de dinero que manejaba, que consiguió grandes beneficios enfrentándose al Banco de Inglaterra. O, al contrario, pensemos en Long Term Capital Management (LTCM), que tomó posiciones de compra de deuda en el mercado ruso y de venta en el mercado americano. Cuando en 1998 los rusos suspendieron pagos, la inversión de LTCM perdió valor y hubo de ser rescatado por JPMorgan a instancias de la Reserva Federal. El grado de confianza parecía justificado para LTCM porque tenían a dos premios Nobel en su directiva, y técnicamente solo hacían operaciones de arbitraje: los tipos de interés tenían que converger entre Rusia y America. No convergieron y hubo que rescatarlos.

Private Equity y Capital Riesgo

Los fondos de Private Equity y de capital riesgo también están basados en la confianza. Invierten en empresas en funcionamiento, compran acciones y entran en la gestión. Están pensados como una inversión temporal, para invertir durante un tiempo y liquidar posteriormente, en tres o cinco años, bien vendiendo la empresa a otros inversores o sacándola a bolsa.

Riesgo sistémico

El problema de agencia de los Hedge Funds o los Private Equity no es tanto la relación entre inversores y gestores como el riesgo sistémico que inducen en la economía. Un riesgo sistémico que puede obligar al rescate de alguna de estas instituciones.[1]

La toma de posiciones cortas de los grandes gestores hace que su sistema sea vulnerable a los acontecimientos imprevistos, lo que puede inducir riesgo sistémico. También lo hacen las altas tasas de apalancamiento que eventualmente utilizan. Cuando sus posiciones de inversión pierden valor han de vender todo tipo de activos para reponer las garantías exigidas en aquellos activos en los que se han endeudado. Al vender en grandes cantidades expanden la ola de bajada de los mercados mucho más rápidamente que la subida de los mismos mercados. Si fuesen una empresa cualquiera, teóricamente no hay ningún problema: los inversores perderían el valor de su inversión, y quien prestó podría perder una parte al liquidar los activos. Al tratarse de entidades financieras, en caso de quiebra y para evitar el contagio a otras entidades, los

poderes públicos salen al rescate. Ello implica la existencia de un riesgo moral que incentiva perversamente a los fondos a tomar un endeudamiento excesivo y un riesgo excesivo en sus inversiones. Es la triste historia de los fondos de Bear Stearns que acabaron llevando el banco al hundimiento en 2008.

Una gestión arriesgada es legal, pero ¿es ético perseguir la rentabilidad sin consideración de los riesgos sociales? La concentración de estos vehículos de inversión y el efecto contagio, hace que también entidades de este tipo acaben siendo demasiado grandes, too big to fail, aunque no reciban los depósitos directos del gran público.

15.5. Operadores de mercado: Brokers y Dealers

Los gestores toman las decisiones de inversión y los operadores del mercado las ejecutan. Los operadores pueden hacerlo por cuenta ajena únicamente, brokers, o por cuenta propia y ajena, dealers. Los operadores de mercado también pueden constituir instituciones independientes o estar englobados en un banco. El departamento de tesorería de los grandes bancos ha sido tradicionalmente un dealer, tomando posiciones propias en los mercados y actuando como proveedores de liquidez.

Los operadores tienen una posición privilegiada en el mercado: son conscientes de las corrientes de compras y ventas que se están produciendo, de dónde viene la información y de cuáles son las perspectivas futuras de los precios. Los dealers son los grandes especuladores en el mercado. Su puesto privilegiado puede llevarles a tomar posiciones en contra del interés de quien ordena la compraventa. Y lo que es más, puede llevarles a acciones fraudulentas de manipulación del mercado, por ejemplo, con operaciones en las que ellos toman posiciones de compra para "calentar" la acción, o dan información falsa o cuasi falsa de que la acción subirá, para inducir al resto del mercado a comprar; en ese momento, ellos venden haciendo que la acción se desplome y ganando un beneficio en el proceso. O, al contrario, pueden ponerse cortos en la acción[2] y después provocar la caída de su cotización. Otra forma de manipulación puede ejemplificarse con Salomon Brothers, que hizo ofertas de compra de bonos del Tesoro americano por encima de lo permitido utilizando el nombre de clientes,

hasta que fueron descubiertos en 1991 y multados. Esto llevó a la firma a perder su independencia.

En su calidad de intermediarios en las operaciones, los brokers solamente ganan una comisión, pero pueden tomar posturas arriesgadas como especuladores con dinero de otros. Las posiciones de los operadores de mercado pueden resultar muy peligrosas para la propia entidad financiera para la que trabajan. Pensemos por ejemplo en Nick Leeson que con su posición en derivados en 1995 hizo que el Banco Barings quebrara, o Jérôme Kerviel que dejó pérdidas de 4.900 millones de euros en Société Générale en 2008. Estos casos son la punta de un iceberg: cuando el operador gana, la dirección se declara consciente de las posiciones que ha tomado; pero no se puede ganar tanto dinero si no tomas posiciones arriesgadas, más allá de lo razonable para la propia entidad. En los dos casos anteriores, antes de que se produjera la debacle los operadores habían conseguido beneficios extraordinarios para sus entidades, y a partir de ellos jugosos complementos salariales. Cuando sus posiciones en derivados explotaron por su alto apalancamiento, se descubrió el tamaño de la exposición, y también la falta de control de riesgos de la entidad. El trabajo de los operadores es especular, pero la función del departamento de riesgos consiste en limitar el volumen de esa especulación.

Los operadores tienen capacidad de manipular los mercados, especialmente en las tesorerías de los grandes bancos y los Hedge Funds, debido al volumen de fondos que manejan. Y en este momento, con la negociación electrónica, incluso más. Muchas operaciones son llevadas a cabo por ordenadores: un trading que pasa por delante de todas las órdenes dadas por humanos y que tiene acceso a la información de forma más rápida que las personas. Los ordenadores no pueden ser acusados de comportamiento anti-ético, son los reguladores, que permiten las ventajas de unos operadores sobre otros, quienes están definiendo las reglas del juego.

Muchos de los casos que consideramos en este capítulo han resultado en penas judiciales o reconocimientos de la culpabilidad de los operadores, que han pagado multas millonarias. Cabe preguntarse en qué medida estos no son sino los episodios esporádicos que han sido descubiertos y nos dan luz sobre comportamientos habituales, contrarios al espíritu y la función social de las empresas financieras.

La colusión de los operadores

El negocio bancario define un mercado de naturaleza oligopolista, por las ventajas financieras de ser grande que hemos mencionado. También la operativa en el mercado, especialmente en el internacional, constituye una situación de privilegio a la que es difícil renunciar. La posibilidad de manipulación de esos mercados ha quedado judicialmente patente en los escándalos de manipulación del Euribor y el Libor que se destaparon en 2013. Deutsche Bank, Societé Générale, Royal Bank of Scotland (RBS), J.P. Morgan, Citigroup y el broker R.P. Martin recibieron fuertes multas, mientras UBS y Barclays fueron exonerados por colaborar con las autoridades.

Los pocos operadores en el mercado de tipos de interés tienen el incentivo y la capacidad para establecer un tipo que les resulte conveniente a sus intereses. La repercusión para el conjunto de la sociedad de esta manipulación en los precios es incalculable: afecta la liquidación de productos derivados y los tipos que se pagan por préstamos e hipotecas. Pero estas prácticas fraudulentas se han estado realizado en los mercados desde hace tiempo. En el mercado del Libor parece que se remontan a mediados de los 90. En el mercado español de la misma época, era conocida la manipulación del precio de los bonos para la liquidación de los contratos de futuros.

En un mercado oligopolístico es fácil para los agentes que operan llegar a acuerdos sobre los precios. En el supuesto extraordinario de que se descubra la actividad fraudulenta, la penalización es ridícula comparada con los beneficios obtenidos; parece más un incentivo para seguir manipulando los mercados que un castigo. Las consecuencias a nivel individual son mínimas. Hay que ser un gran estafador como Bernard Madoff para llegar a una pena de prisión. Quien lo encubrió durante años, J.P. Morgan, simplemente pagó una multa de 1.700 millones de dólares.

Otra situación ocurre en el mercado de materias primas, donde la banca de inversión ha sido la gran protagonista y ha conseguido grandes beneficios. Los mercados de derivados, cuya función original era la cobertura de riesgos, han pasado a tener una dimensión muy superior a las posiciones de contado. Como en cualquier mercado, aquí la especulación proporciona liquidez al mercado: la mesa de tesorería de la banca ha sido la gran proveedora de liquidez para los mercados de petróleo, oro y trigo entre otros. La inmersión de la banca en los

mercados de materias primas ha sido tal que ha acabado en posesión de activos físicos: almacenes de barriles de petróleo y silos de trigo, por ejemplo. De nuevo se abren oportunidades para comportamientos deshonestos sobre los precios, e interrogantes sobre los riesgos. La concentración de poder en manos de los financieros va más allá de los tipos de interés o las bolsas, ha llegado a la comida. ¿Tiene sentido para la economía en general que el abastecimiento de productos básicos quede al albur de jugadores que no han sido honestos en otros mercados?

15.6. Conclusión

En este capítulo hemos abordado dos importantes agentes en los mercados financieros: el conjunto de instituciones que determinan las órdenes de compraventa, los gestores de fondos, y sus ejecutores, los operadores de mercado.

Los gestores de fondos y los inversores, partícipes en fondos de inversión y planes de pensiones, afrontan el conflicto de intereses entre el principal –inversor– y su agente –el gestor–. En la medida en que el gestor actúa por delegación, puede haber conflicto de intereses, desde el exceso de rotación de las carteras con el fin de generar caja para el operador en el mercado, al exceso de riesgos para intentar salvar los resultados y cobrar el bonus. Estos problemas son más palpables cuanto más pequeño es el inversor.

Para los grandes inversores los problemas de agencia se mitigan en la medida en que son clientes del banco en muchas áreas de negocio. Al banco le interesa mantener la confianza del cliente, y puede llegar a la colaboración con el cliente al límite de la legalidad, cuando no saliendo de ella. El gestor de banca privada puede ayudar a los clientes a poner el patrimonio a salvo de la Hacienda, o a blanquear capitales.

Los grandes gestores de fondos que actúan al margen de la regulación estricta y que manejan cantidades considerables, actúan en línea con los intereses de los inversores, a cambio de una sustanciosa comisión de gestión y de la participación en los beneficios. Su dimensión los ha convertido en potenciales generadores de riesgo sistémico para toda la economía. Su actuación sin cortapisas se hace en

muchos casos a expensas de un posible rescate en el caso de que las cosas salgan mal. Por otra parte, muchos de ellos están localizados en paraísos fiscales, que permiten la opacidad de las operaciones y de los inversores. Parece que las reglas del juego no son las mismas para todos, y que la ventaja de las islas Caiman o Jersey es suficiente para cuestionarse si todos los inversores son iguales.

Los operadores directos de mercado tienen una posición de privilegio en relación a otros inversores. Esta situación de privilegio puede llevarles a la manipulación de los mercados de múltiples formas. En algunos casos la sobre-exposición de los operadores al riesgo conduce a la muerte de las instituciones en las que trabajan. ¿Tiene sentido la especulación desmedida? La situación de privilegio es muy evidente en la negociación electrónica; constituye un ejemplo de la inequidad del sistema para los jugadores, no solo en relación con los particulares, sino también con las instituciones financieras.

Para pensar y discutir

1. Eres un gestor de un fondo de inversión de renta variable, que compra y vende acciones. Tu gestora depende de un banco, que a su vez es propietario de un operador de mercado. Cada vez que tu fondo compra o vende una acción se le paga una comisión al área de negocio del operador de mercado. Tu compensación variable depende de los resultados globales del banco. La orden es rotar la cartera tres veces durante el año para generar las comisiones necesarias de la gestora. ¿Te opondrías a esta orden para salvaguardar los intereses de los inversores en tu fondo de inversión? ¿Qué resistencias tendrías que vencer?
2. Eres el gestor de un fondo de renta variable. Es septiembre y los resultados hasta el momento son bastante malos. Te estás jugando el bonus y quizá también el trabajo en la ola de despidos que hay últimamente en el mercado. Tienes una posibilidad de salvar el ejercicio: comprar futuros con vencimiento en diciembre. Si la bolsa sube, será perfecto, habrás salvado el resultado de tu fondo y tu puesto de trabajo. Si sale mal, de perdidos al río. Con tal de que la posición esté liquidada en diciembre difícilmente alguien se dará cuenta. ¿Adelante? ¿Qué riesgo asumes tú y qué riesgo asume tu inversor?

3. ¿Has visto la película El lobo de Wall Street? Al margen de sus excesos en la vida personal, en ella se ilustra cómo el corredor de bolsa Jordan Belfort consigue una fortuna basada en la manipulación del mercado. ¿Qué opinas de la imagen de héroes que tienen algunos agentes en bolsa independientemente de cómo han llegado a su fortuna?
4. Si eres un gestor de grandes fortunas y uno de tus clientes te pregunta cómo evadir impuestos, una respuesta fácil es ir a un paraíso fiscal. Si le dices que no sabes, irá a otro gestor. Si le ayudas sabes que tendrás el mecanismo indirecto de soporte para conseguirlo. ¿Qué haces?
5. Eres el gestor de tesorería de un gran banco y acabas de saber por tu amigo en el departamento de fusiones y adquisiciones que la empresa A va a adquirir a la empresa B. ¿Te quedarías de brazos cruzados viendo a B subir de precio?

1. En finanzas el riesgo sistemático es el riesgo no diversificable de las inversiones financieras, que es la base de la formulación de Markowitz y del modelo CAPM. En el contexto que nos ocupa, el riesgo sistémico se refiere al riesgo para el conjunto del sistema y sus instituciones debido al efecto contagio.

2. Ponerse corto en la acción es vender una acción que no tienes. Se pide prestada la acción, se vende en el mercado y en un momento futuro habrá de entregarse la acción de nuevo a quien la prestó. Hay que depositar garantías por el préstamo de la acción y quien la presta cobra una comisión.

Capítulo 16

Reguladores y supervisores públicos

16.1. Introducción

A lo largo del siglo XX y lo que llevamos del XXI ha habido diferentes "modas" respecto al nivel deseable de intervención pública en la economía, desde épocas en las que se ha defendido que el Estado asuma un gran protagonismo hasta otras en las que se ha propugnado una menor intervención. Una forma en la que las autoridades se hacen presentes en la vida económica es mediante la creación de un marco legal (más o menos extenso) y la vigilancia de su cumplimiento. Concretamente nos referiremos en este capítulo a la regulación y supervisión del sistema financiero por parte de las autoridades públicas.

Siempre habrá partidarios de una regulación financiera más estricta, pensando, por ejemplo, en la protección de los consumidores (que no les vendan productos inadecuados o que no les engañen), en tener unos mercados con limpia competencia (evitando monopolios, manipulaciones de precios o el uso de información privilegiada), en la necesidad de contar con unas instituciones solventes, etc. Pero también se puede sostener lo contrario diciendo que las regulaciones existentes son un corsé demasiado estrecho que limita la iniciativa, la innovación, la agilidad…, y que al adaptarse lentamente a las cambiantes necesidades de los mercados constituyen una rémora que lastra el crecimiento económico. En esta línea se manifiestan economistas muy reputados como el Nobel de economía de 2013 Eugene Fama (véase Cassidy, 2010).

Pero tras la crisis que comenzó en 2007 y que, a la hora de escribir estas líneas, seguimos padeciendo, no nos parece sensato defender una menor regulación. En nuestra opinión, una de las causas de la crisis estuvo en los fallos de la regulación y de la supervisión. En el caso español, todos somos conscientes de que muchas entidades financieras se expusieron a niveles de riesgo muy superiores a lo deseable o que se comercializaron productos entre el público sin la suficiente información y conocimiento. Esto se podría haber evitado en buena medida con una correcta regulación y supervisión.

Otra forma de enfocar el problema, con resultados semejantes, consiste en preguntarse por la eficiencia de la regulación pública en finanzas. Un exceso de reglas que acaban siendo inútiles para proteger, hechas más bien para esquivar la realidad, nos alejan de una regulación eficiente y flexible, capaz de cubrir lo que realmente interesa sin hacer de las finanzas una carrera por superar obstáculos ineficientes.

Sin duda, unos altos niveles de exigencia ética y de transparencia hacen la regulación y la supervisión menos necesarias. Pero dado que siempre puede haber "aprovechados", o "iluminados", estaremos todos más tranquilos si las autoridades públicas realizan con esmero esas tareas.

El problema es que, llevadas las cosas hasta el extremo, podemos caer en la tentación de regularlo y supervisarlo todo, creando una presión agobiante y desincentivadora sobre los agentes que además entorpezca mucho los mercados, a la vez que resulte un peso inasumible por su propio coste. Como dice el proverbio: lo mejor es enemigo de lo bueno; o aquel otro: in medio stat virtus.

Sin duda la ética tiene bastante que decir respecto a la necesidad y el trabajo de reguladores y supervisores del sistema financiero, por lo que en el siguiente punto nos plantearemos el sistema existente en España, para ver a continuación algunas dificultades que presenta su puesta en práctica.

16.2. La regulación del sistema financiero

Quienes son reacios a la regulación pública del sistema financiero (los economistas más liberales) argumentan que, con menos regulación, los mercados asignan más eficientemente los recursos a la vez que tienden a la autorregulación, y así se evitan gastos innecesarios de supervisión. Entre los defensores de esta postura, es frecuente sostener que estructuras muy pesadas en las administraciones públicas (donde se incluyen reguladores y supervisores) dan lugar a mayores niveles de comportamientos inadecuados y faltos de ética entre sus funcionarios. Y no cabe duda de que algo de esto también puede suceder, como veremos más adelante.

Si la autorregulación bastara en el sistema bancario, todas aquellas entidades con problemas financieros graves deberían quebrar; el Estado no tendría por qué

rescatarlas, y este mecanismo haría que los riesgos asumidos por la entidad fuesen responsabilidad de sus accionistas y directivos. Pero la teoría de la autorregulación de los mercados y de que estos son capaces de controlar el comportamiento de los agentes (premiando a los que actúan correctamente y castigando a los que no lo hacen), ha sufrido un duro revés con la crisis de 2007, al comprobarse que directivos de grandes bancos o compañías de seguros incurrieron en riesgos desmedidos en los años anteriores, mientras el mercado parecía no enterarse.

Si queremos un sistema financiero al servicio del desarrollo económico, son precisos los dos elementos: los mercados como evaluadores positivos de las actuaciones que crean riqueza (aumentando el valor de las acciones de las empresas que lo hacen bien, y las retribuciones de los más valiosos); y la supervisión pública para prevenir comportamientos de riesgo elevado, no prudencial, como los que acabamos de mencionar, o castigarlos si ocurren.

En el sistema financiero suele haber tres grandes reguladores-supervisores, que en España son: el Banco de España (para la banca), la Comisión Nacional del Mercado de Valores –CNMV– (para los mercados de valores) y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones –DGS– (para los seguros), con diferente grado de independencia. Un sistema similar funciona en otros países. También tenemos otros organismos como el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas –ICAC–, pero nos centraremos en los dos más conocidos: el Banco de España y la CNMV. Sus funciones respecto a lo que aquí nos interesa, pueden resumirse:

Para el Banco de España:

- Cuidar del buen funcionamiento y estabilidad del sistema financiero.
- Elaborar su propia normativa y asesorar al Gobierno en la suya.
- Controlar, inspeccionar, y sancionar cuando sea el caso, a las entidades de crédito.
- Atender reclamaciones de los clientes.

Para la CNMV:

- Velar por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios.
- Elaborar su propia normativa y asesorar al Gobierno en la suya.

- Controlar, inspeccionar, y sancionar cuando sea el caso, en los mercados de valores.
- Atender reclamaciones de los inversores.

Por otro lado, diferentes regulaciones y sistemas de supervisión se van coordinando e incluso centralizando a nivel europeo, como está sucediendo, a la hora de escribir estas líneas, con la supervisión de la banca en el Banco Central Europeo (BCE).

Respecto a la regulación y supervisión en Europa podemos citar los informes de Lamfalussy y Larosière (Martín y Téllez, 2009); de este último tomamos dos conceptos que se han popularizado ampliamente entre los profesionales:

- Ámbito macroprudencial: analiza el sistema en su conjunto y busca su estabilidad.
- Ámbito microprudencial: analiza cada entidad.

Aunque ambos están muy relacionados, la idea es que el primero se ocupará de evitar el riesgo sistémico o del conjunto del sistema, mientras el segundo se centra en el riesgo de cada entidad.

En definitiva, nos encontramos con un sistema regulatorio español que, progresivamente, va convergiendo con el europeo, e incluso se va centralizando en las instituciones europeas. Creemos que este proceso, con sus dificultades, sus pasos atrás y adelante, sus no pocas inconsistencias…, es positivo en un mundo financiero cada vez más globalizado; pero de esto hablaremos más adelante.

16.3. Algunos problemas

Partiendo de que la regulación es necesaria, aparecen enseguida diferentes dilemas que se ha de plantear el regulador si busca el bien de los diferentes agentes y del conjunto de los ciudadanos; son dilemas, en consecuencia, con un importante contenido ético.

La transparencia, en principio, es buena, tanto para que los agentes decidan con la mejor información y en condiciones de igualdad, como para la eficiencia del

sistema. Además estimula la autorregulación: es más difícil obrar de forma no ética o meterse en aventuras peligrosas si muy pronto se va a saber. Pero en banca, comunicar un exceso de información a personas poco formadas, puede ocasionar pánicos. Recordamos cómo la simple noticia de la intervención de Banesto por el Banco de España el 28 de diciembre de 1993, provocó largas colas en las oficinas del banco sin ningún motivo; ¿se imagina el lector lo que sucedería si se anuncia que un banco no tiene dinero suficiente para pagar a sus cuentacorrentistas? También puede quedar dañada la imagen exterior del sistema por una interpretación sesgada de los resultados de unos tests de estrés. La pregunta es muchas veces: ¿qué información y cuánta debemos dar?

Un exceso de transparencia puede llegar, incluso, a estimular a los gestores a asumir grandes riesgos. Cuando todo el mundo conoce los problemas de un banco, si las autoridades lo permiten, es fácil que sus directivos se embarquen en operaciones de alto riesgo: si sale bien nos salvamos todos, pensarán, y si sale mal nos hundimos (lo mismo que si no hacemos nada). Esto puede ser elegantemente explicado por la teoría de opciones, tal como propusieron Black y Scholes (1973). De hecho, en una situación cercana a la quiebra, los propios accionistas pueden pedir que se invierta con el máximo riesgo. Tal vez, con menos transparencia, no conociéndose la situación del banco, los directivos fueran más prudentes para no asustar a los mercados.

El exceso de información, vemos, puede ser tan malo como su escasez: algunos folletos informativos sobre fondos de inversión, o sobre otros productos financieros, contienen información que muchos clientes no entienden. A veces se obliga a un nivel de detalle que solamente es útil, si acaso, para un especialista. No es fácil encontrar el término medio, pero nosotros seríamos partidarios de una información breve, clara y veraz, mejor no demasiado técnica, dejando los tecnicismos para el que desee acudir a la web de la institución, donde sí se puede informar exhaustivamente.

Otro problema al que hemos asistido en España ha sido la tendencia a la concentración del sistema financiero, impulsada por nuestras autoridades económicas. Tiene ventajas como la posibilidad de diversificar riesgos, cuando las carteras de inversión no están muy correlacionadas, o de que una entidad grande y sana absorba a una pequeña en dificultades. Pero no siempre ha sido así: podemos recordar el caso de Bankia, donde los grandes eran los primeros que

tenían problemas; o las fusiones de cajas con mercados muy parecidos, por motivos políticos.

Como vimos en el capítulo 12, las entidades muy grandes provocan un alto riesgo sistémico, que al mismo tiempo las hace capaces de limitar la competencia. Entre otras estrategias poco claras de negociación, en algunas adquisiciones se han utilizado los "Esquemas de Protección de Activos", por los que el Estado garantiza un valor mínimo para los activos adquiridos, de manera que el comprador traslada la parte mala del riesgo (el riesgo de pérdida) a la sociedad. En nuestra opinión hay ventajas en algunas concentraciones, además del aumento de la eficiencia debido a las economías de escala, pero se encuentran también serios inconvenientes que fuerzan a estudiar caso por caso, planteándose entre otras cosas si el riesgo sistémico no se incrementa por el proceso de concentración.

Un problema largamente aludido cuando se ha tratado de rescates bancarios o de garantizar depósitos, es el "riesgo moral": si los bancos creen que si llegan a tener problemas de solvencia las autoridades acudirán en su rescate, pueden estar incentivados a desarrollar políticas muy arriesgadas, o incluso a esmerarse poco en la gestión de los recursos. También puede haber riesgo moral con los particulares que, al tener 100.000 euros garantizados en sus depósitos, busquen la entidad que les proporciona una mayor tasa de interés, sin preocuparse del riesgo que la entidad está corriendo.

Muchas veces, una legislación o unas ideas bienintencionadas pueden tener consecuencias negativas, e incluso calamitosas. Así, por ejemplo, bastantes personas, animadas por altos ideales, han propuesto la «dación en pago» en caso de fallo al pagar la hipoteca. De esta forma se ayuda al más débil y se castiga al banco que concedió un préstamo desproporcionado, a veces sin estudiar suficientemente las posibilidades de devolución por parte del prestatario. Pero si se permite esto, estamos cambiando, a posteriori y unilateralmente, las condiciones del contrato, lo que presenta grandes dificultades éticas. Podríamos hacer tambalearse al sistema financiero al encontrarse los bancos con muchas viviendas de escaso valor, e incluso al mercado de la vivienda, si todas esas viviendas se sacan a la venta.

Esto llevaría a los bancos a otorgar menores créditos hipotecarios en el futuro y a encarecer la financiación, lo que puede entenderse en términos de mayor

dificultad para acceder a la vivienda en propiedad, pero también de mayor prudencia por parte de la banca y sus clientes. En todas estas iniciativas hay que sopesar pros y contras cuidadosamente. Nosotros creemos que, en general, tenemos una legislación bienintencionada, lo que no quiere decir que siempre acierte. En los años previos a la crisis de 2007, nuestras autoridades bancarias, por ejemplo, permitieron excesivas facilidades en la concesión de créditos, muchos de los cuales, después, no se han podido devolver; pero en aquellos momentos, para mucha gente, esas facilidades eran una política acertada que permitía a muchas personas humildes acceder a una vivienda propia. Otras personas lo vieron, acertadamente según se comprobó después, como un estímulo por razones políticas a la imprudencia en el gasto.

Por otra parte, las autoridades deben vigilar que los particulares no se "escapen" actuando fuera de la ley. En un mundo tan dinámico como el financiero hay que estar muy atento para que no aparezcan actividades al margen de la legislación, o en fraude de ley, o en contra de la ley. Un buen ejemplo es cómo hubo que cambiar la legislación para evitar en el futuro lo ocurrido con los primeros pagarés de Rumasa.

Sin duda, cabría comentar otros problemas, pero creemos que los aquí vistos pueden servir para que el lector se dé cuenta de lo problemático de este campo. Como ocurre otras veces en economía, no siempre lo que parece más obvio o mejor intencionado resulta ser al final lo mejor para la sociedad y para cada uno de sus integrantes (Gómez-Bezares, 2000). Tenemos que sopesar las consecuencias a corto y a largo plazo de cada una de las posibles actuaciones, y esto no siempre es fácil. Comentaremos en el siguiente punto algunos conflictos de interés.

16.4. Conflictos de interés

En el punto anterior ya aparecen conflictos de interés, pero vamos a desarrollar ahora algunos que son típicos del regulador. Así, por ejemplo, la regulación, en ocasiones, se ajusta a los intereses del país (al menos a corto plazo) y en contra de la transparencia. Esto sucedió en 2011 cuando bajó la calificación de la deuda pública española y no se consideraron las correspondientes minusvalías en el capital de los bancos españoles. Los bancos españoles tienen deuda pública

española entre sus activos; si baja su calificación, vale menos, y se deberían haber contabilizado las correspondientes minusvalías. Pero el hacerlo hubiera deteriorado la solvencia contable de nuestro sistema financiero a la vez que hubiera desestimulado la compra por nuestros bancos de más deuda pública española (en un momento en que era poco apreciada por el mercado), por lo que el regulador actuó como actuó. Pero también es cierto que la "foto" que se transmitía de la solvencia de nuestro sistema financiero, por esta y por otras causas, resultaba discutible. Vemos aquí un caso en que el regulador tiene que decidir entre unos intereses y otros.

Algo parecido pasa cuando Alemania ha dificultado que se supervisen desde los organismos europeos sus entidades financieras de menor tamaño, para evitar que no quedaran muy bien.

En ocasiones puede entenderse que es aconsejable no decir toda la verdad sobre los problemas de una entidad financiera, para evitar que el pánico entre los clientes la lleve definitivamente a la quiebra. Pero esto priva de información relevante a diferentes partícipes sociales o stakeholders: clientes, inversores, trabajadores… que de conocer tal situación obrarían en consecuencia. Para un utilitarista tal actuación puede, en ocasiones, parecer conveniente, cuando los beneficios superan a las pérdidas para el conjunto de la sociedad. Pero alguien más atento a derechos y deberes no estará de acuerdo, pues hay personas que son privadas de información relevante a la que tienen derecho para tomar sus decisiones.

Relacionados con lo anterior, tenemos casos en los que la defensa del minorista puede ir en contra de la estabilidad financiera de determinadas entidades o del conjunto del sistema. Pensemos en productos como las participaciones preferentes o los CoCos (bonos convertibles contingentes: deuda que se convierte en capital en determinadas condiciones, como, por ejemplo, cuando el capital baja de un mínimo). Estos productos, sobre todo los segundos, son muy interesantes para la solvencia de las entidades financieras, y, desde este punto de vista, los reguladores tienden a apoyar su comercialización, pero, simultáneamente, son productos muy "peligrosos". Así hemos comprobado en España los problemas que ha habido con las preferentes, y es fácil imaginar lo que pensará el propietario de un CoCo al ver que su bono se ha convertido en capital porque el banco va muy mal. Desde este punto de vista, los reguladores

deben vigilar atentamente la comercialización de estos productos.

Podemos buscar también ejemplos de conflictos entre la defensa del minorista y lo que parece mejor para el sistema en los mercados de valores. Así, la CNMV permite operaciones "fuera de hora" con ciertos requisitos, lo que agiliza el mercado, pero el minorista que no tiene acceso a ellas puede sentirse defraudado al no poder comprar o vender al precio que en ellas se acuerda.

Otra fuente no desdeñable de conflictos viene de las relaciones personales entre los miembros del organismo supervisor y los supervisados. Muchas veces es inevitable que los especialistas de la CNMV sostengan relaciones personales con los emisores de títulos (son personas con perfiles profesionales similares), o que peritos judiciales (como los inspectores del Banco de España que examinaron la situación de Bankia) tengan que opinar sobre lo que han dado por bueno otros colegas inspectores en el pasado. Sin olvidar el tema siempre discutido sobre el trasvase entre lo público y lo privado: ¿es correcto que un profesional que trabaja como supervisor deje su puesto de trabajo y, sin solución de continuidad, pase a trabajar para su antiguo supervisado?, o ¿puede aceptarse que un alto empleado de una entidad supervisada pase a trabajar para el supervisor y controle a su antigua entidad? Son temas muy complejos en los que ni la prohibición general es buena (se limita la libertad, se prohíbe una movilidad que puede ser enriquecedora, se castiga a una determinada profesión...), ni puede ser un "aquí todo vale". La verdad es que resultan muchas veces sorprendentes las fuertes limitaciones que se dan en algunos casos y la laxitud existente en otros.

En estas y en otras ocasiones, al profesional supervisor se le pueden plantear importantes conflictos de interés que le dificulten actuar con la necesaria independencia y objetividad.

16.5. Conclusión

Pensamos que la regulación y supervisión del sistema financiero es absolutamente necesaria, pudiendo haber mayor discusión en cuanto a su intensidad. Con frecuencia asistimos a importantes confrontaciones entre los que proponen disminuirla y los partidarios de lo contrario, entre posturas más liberales y más intervencionistas. Los primeros priorizan la asignación de los

recursos (función fundamental de la economía), mientras los segundos focalizan su interés en evitar los abusos y los fraudes, así como en preservar la salud del sistema (eludiendo riesgos innecesarios). Los liberales alegan, no sin razón, que un mercado intervenido asigna peor los recursos, pero los intervencionistas pueden tener muy a mano el recuerdo de la crisis del 2007, donde los excesos de muchos agentes en la asunción de riesgos, los engaños o las decisiones descabelladas nos llevaron a donde ahora estamos; es razonable suponer que una correcta regulación y supervisión hubiera podido prevenir muchos de estos problemas. Sin duda hay que encontrar un punto medio, pero creemos que este será siempre objeto de discusión y, mejor que hablar del tema en general, creemos que es adecuado bajar a la arena y estudiar problemas concretos: viendo en cada caso hasta dónde se debe intervenir y en qué sentido.

A este respecto debemos ser conscientes de que será difícil encontrar soluciones ideales, y que, normalmente, deberemos conformarnos con la mejor de las posibles, o con la menos mala. Y aquí la Ética, con sus diferentes formas de pensar que enfatizan, sin embargo, el bien universal, va a desempeñar un papel fundamental. Como hemos ido comentando en el capítulo: ¿se puede hurtar a los ciudadanos información a la que tienen derecho para preservar la salud del sistema financiero?, ¿cómo debemos reaccionar a un conflicto de intereses construido en la descripción de nuestro puesto?, ¿hasta dónde debemos constreñir la libertad individual para pasar de trabajar en un organismo público a hacerlo para una empresa privada?, etc.

Asumida la necesidad de reguladores y supervisores, estos deberán velar por el eficiente funcionamiento del sistema financiero, estableciendo unas reglas de juego limpio que protejan a cada participante en el mercado (sobre todo a los más indefensos). Para ello, deberán perseguir los abusos y los fraudes, vigilar la asunción de riesgos, y garantizar ciertos mínimos en las líneas generales de funcionamiento de los diferentes agentes implicados.

La labor de los reguladores y supervisores públicos puede ser muy complicada: deben mantener su independencia, para evitar que presiones provenientes de otros niveles (como el poder político o el económico) condicionen su trabajo. Pero también pueden verse sometidos a confusos conflictos de interés y, en ocasiones, no sabrán "aun con la mejor voluntad del mundo" qué es lo mejor para el interés general.

Para terminar queremos hacer una breve reflexión sobre algo que está también presente en otros muchos temas tratados en este libro, y es la necesidad de asumir que nos movemos en un mundo globalizado. De poco sirve que vigilemos la solvencia de los bancos de un país si en otros países no se hace, y una gran crisis bancaria mundial acaba arrastrando a todos; o que seamos estrictos en las condiciones que imponemos a los fondos de inversión que se comercializan en nuestro territorio si los ciudadanos pueden también comprar fondos en otros países sin conocer los riesgos que corren. Ha habido por eso diferentes iniciativas a nivel internacional como las regulaciones bancarias de Balisea (I, II y III) o las correspondientes a los seguros (Solvencia I y II). En Europa estamos avanzando en la supervisión bancaria única del BCE, que en el momento de escribir estas líneas se está organizando, viendo cómo se articula con la actividad supervisora de los bancos centrales nacionales. Para algunos cuanto más lejos esté el supervisor, mejor, pues así tendrá menos presiones y menos conflictos de interés. Pensamos que esto no es tan claro, pues el conocimiento de la cultura del país, la cercanía, o el idioma, también ayudan para la regulación y la supervisión. Pero, en todo caso, nuestra opinión es claramente favorable a una convergencia en la regulación financiera internacional; más opinable resulta si su implementación debe ser más o menos cercana.

A pesar de estos progresos, sigue habiendo numerosos paraísos regulatorios, donde existe mucha más libertad para determinadas operaciones financieras. Nuestra opinión es claramente contraria a su existencia, que poderosos intereses mantienen, y que la comunidad internacional sigue permitiendo. Normalmente suponen un privilegio para los pocos que pueden utilizarlos, que suelen ser los más poderosos.

Para pensar y discutir

1. Busca en internet noticias de prensa anteriores a la crisis de 2007 donde se aprecie cómo se apoyó el comportamiento de muchos directivos que luego vieron a sus empresas arrastradas por la crisis a causa de tales comportamientos. ¿Es lógico pensar que los mercados pueden autorregularse?
2. Busca noticias de cómo los inspectores del Banco de España denunciaron,

antes de la crisis, cómo muchas entidades financieras españolas estaban asumiendo demasiados riesgos, sin que se tomaran las medidas pertinentes. ¿Hubo incompetencia entre las máximas autoridades del Banco? ¿Pudo haber falta de ética? ¿Cuáles pudieron ser las motivaciones? ¿Cabe explicar el comportamiento excesivamente tolerante de esos años en base a la argumentación de que una política muy estricta hubiera encorsetado el crecimiento español en una época de bonanza y nadie podía prever que la crisis fuera a ser tan dura?

3. Muchas soluciones bienintencionadas a los problemas económicos tienen luego consecuencias no deseadas, y, al final, acaban por perjudicar al colectivo que querían beneficiar. En el texto del capítulo hemos hablado de la dación en pago o de las facilidades crediticias que se dieron, antes de la crisis, a personas con escasos recursos. Discute ventajas e inconvenientes, a corto y a largo plazo, de estas medidas sobre la economía en general y sobre las personas más desfavorecidas. Si es posible, a la vista de todo, decídete sobre si son o no convenientes. Busca algún otro ejemplo donde lo que parece más "bondadoso" a primera vista, puede tener también consecuencias no deseadas.
4. Hablando de conflictos de interés, piensa en los trasvases entre "la política" y los organismos reguladores y supervisores. ¿Crees que una persona destacada de un partido político debe ocupar un cargo de la máxima responsabilidad en un organismo público de regulación y supervisión? ¿Qué problemas le ves? Sin embargo esto ocurre frecuentemente. Por otro lado los políticos, con el respaldo democrático de las urnas, tienen legitimidad para dirigir el país, ¿crees que es mejor que los organismos reguladores y supervisores sean dirigidos por personas ajenas a la política?
5. Imagínate, en un país hipotético, que estás al frente del organismo que controla las ofertas de nuevos títulos en Bolsa. Tú sabes que los bancos de tu país están pasando una grave crisis, que necesitan urgentemente recapitalizarse, y que si no consiguen más capital las perspectivas son muy malas. Estas pasan o por la quiebra de una parte importante del sistema financiero, con consecuencias calamitosas para el país, o por la intervención del Fondo Monetario Internacional, que impondría unas condiciones durísimas, lo que llevaría a la pobreza a una parte importante de la población. Varios bancos van a hacer una emisión importante de acciones,

que podría solucionar muchos de los problemas, y tu organismo tiene que autorizar las condiciones de la emisión. Tú, a pesar de la situación, no estás dispuesto a mentir, ni a aceptar que se mienta en la información que los emisores van a comunicar al mercado, pero ¿obligarías a poner en la publicidad de la emisión: "las autoridades advierten a los inversores que estas acciones tienen un riesgo especialmente elevado"?, ¿obligarías a traducir esa frase a varios idiomas para advertir también a los inversores extranjeros?, ¿tratarías de proteger especialmente a algún tipo de inversor?, o prescindiendo un poco de lo anterior, ¿trabajarías para que la comercialización de la emisión fuera un éxito, sobre todo en el extranjero?

Cuarta parte

Capítulo 17

Los fallos éticos y políticos del sistema

17.1. Introducción

Los economistas tendemos a sentirnos fascinados por elegantes modelos donde todo funciona armónicamente: tal es el mundo de la competencia perfecta donde multitud de agentes económicos se encuentran en el mercado operando sobre un producto homogéneo con igual información, nadie es suficientemente grande como para alterar el precio, y las transacciones se efectúan con total libertad. A partir de aquí se crean modelos de todo tipo, y por lo que nos afecta a los financieros se desarrollan teorías sobre las finanzas corporativas como las propuestas por Franco Modigliani y Merton Miller, o modelos de valoración de activos como el Capital Asset Pricing Model (CAPM) o la Arbitrage Pricing Theory (APT). Además, la competencia perfecta nos lleva a un óptimo de Pareto (donde nadie puede ser beneficiado si algún otro no es perjudicado), lo que sin situarnos en el mejor de los mundos, nos da sensación de optimización.

Pero la realidad es bastante diferente, hay monopolios y oligopolios (en España pensemos en el sector eléctrico, el de las telecomunicaciones o cada vez más el bancario con el proceso de concentración que se ha producido); la información es costosa y está desigualmente repartida; y muchos mercados presentan numerosas trabas para entrar, salir u operar en ellos. En definitiva, en muchas ocasiones estamos lejos del mercado perfecto.

A pesar de todo muchos economistas piensan que los modelos son suficientemente "robustos", y que aunque no se den las condiciones ideales que pide la teoría, podemos seguir utilizando los modelos, pues sus predicciones son válidas.

No podemos descalificar totalmente esta postura, y menos en algunos mercados financieros, que por su propia organización se parecen bastante a los mercados perfectos de los libros de texto. Ello ocurre por ejemplo con muchos mercados bursátiles. Pero también hay otros que se alejan mucho del modelo teórico, de manera que no es posible seguir a este ciegamente. La crisis que comenzó el

2007, y que seguimos padeciendo al escribir estas líneas, ha puesto de manifiesto (igual que ocurrió con la crisis de 1929) fallos importantes en el sistema económico y financiero que nos deben llevar a replantearnos muchas cosas.

En efecto, ha habido abusos, falsedades, comportamientos irracionales... Y el sistema no ha podido o no ha querido detectarlos. Sin duda comportamientos más éticos por parte de los agentes económicos hubieran ayudado a prevenir o solucionar muchos problemas, pero dada la naturaleza humana pensamos que es preciso que el sistema se dote de los mecanismos adecuados para que si alguno actúa en contra del interés general y de la ética económica, lo detecte, le impida seguir actuando así y lo castigue.

Nuestra tesis es sencilla: resultan precisas unas reglas de funcionamiento de la economía efectivas para llevar tal actividad hacia el bien común, y hace falta simultáneamente que los individuos, al menos en su mayoría, tengan valores éticos para actuar bien dentro de las reglas y no tratar de burlarlas continuamente. Si falla lo primero proliferarán los "aprovechados", que utilizarán las imperfecciones del sistema en beneficio propio; si lo hace lo segundo será casi imposible regularlo y controlarlo todo. Las autoridades se verían rebasadas por el número de los infractores. Podemos vivir en sociedad porque hay unas reglas razonables de convivencia y la mayoría de nuestros conciudadanos son personas honestas. Por eso trataremos en este capítulo sobre cómo es y cómo debería ser el sistema y sobre cómo somos y cómo deberíamos ser las personas que actuamos en él.

En el siguiente punto, para entrar en materia, veremos brevemente una historia de las Finanzas como disciplina académica, para luego detectar los fallos que el sistema financiero presenta y sus posibles soluciones.

17.2. Las Finanzas como disciplina académica

Comenzamos con una muy breve historia de las Finanzas, fijándonos en su evolución desde que hacen su aparición a nivel académico a caballo entre los siglos XIX y XX, hasta nuestros días.

Los seres humanos han realizado operaciones financieras desde tiempos muy

antiguos; así, por ejemplo, puede considerarse el Templo Rojo de Uruk, en Mesopotamia, como el primer edificio bancario del mundo, hace más de 5.000 años (Pérez Ramírez, 2011). También se ha teorizado sobre cuestiones financieras, sobre todo desde el punto de vista moral; en ello entraron las tres grandes religiones monoteístas (cristianos, judíos y musulmanes[1]). Pero hay que esperar hasta principios del siglo XX para que empiece a desarrollarse lo que podemos entender como teoría financiera (Gómez-Bezares, 1995).

Es importante situarnos alrededor del año 1900 en Estados Unidos, que es cuando y donde nacen las Finanzas tal como hoy las conocemos. El país se está desarrollando y ya es una potencia. Los conocimientos de finanzas y las instituciones financieras (banca, bolsa, seguros...) van a ayudar en este desarrollo. La teoría financiera nace allí impregnada de cultura anglosajona, asentada sobre sus instituciones y sus valores. El individualismo, la búsqueda del beneficio del propietario, o el cortoplacismo, que han caracterizado a las Finanzas durante sus, más o menos, 100 años de historia, pueden muy bien tener que ver con el ambiente cultural que las ha dominado desde su nacimiento. A la vista de este, no nos debe extrañar que el primer centro financiero de Europa sea Londres: las finanzas están dominadas por los primos anglosajones.

Arthur Stone Dewing, de la Universidad de Harvard, publica en 1920 The financial policy of corporations, que es un libro de referencia durante bastantes años. Dewing estudia aquí el funcionamiento de las instituciones e instrumentos financieros, y realiza interesantes consideraciones sobre las finanzas corporativas.

La crisis de 1929 afecta claramente a las Finanzas como disciplina: mayor interés por el análisis financiero, miedo al endeudamiento..., pero, sobre todo, se desarrolla la regulación: Pérez Ramírez (2011) documenta cómo en los años treinta, a causa de la crisis de 1929, se hace una profunda reforma del sistema bancario y bursátil de USA, y se normaliza la contabilidad para mejorar la información.

En los años cincuenta del pasado siglo ya está asentado el objetivo financiero: maximizar el valor de la empresa (véase, por ejemplo, Modigliani y Miller, 1958).

Desde principios de la década de los cincuenta se desarrolla un paradigma que se completa en los setenta. Este paradigma tiene dos pilares fundamentales: eficiencia de los mercados y modelos de valoración. Las empresas toman sus decisiones para aumentar su valor en base a modelos de valoración (p. ej. el

CAPM), confiando en que el mercado reconocerá ese valor (eficiencia). Según la Hipótesis de los Mercados Eficientes (HME) los mercados valoran los títulos utilizando correctamente la información disponible; en consecuencia, reconocerán el aumento de valor de las empresas que lo hacen bien, y viceversa. De esta manera se convierten en una guía fiable para la correcta asignación de los recursos, que es un objetivo fundamental de la economía.

Este paradigma, que podemos denominar "paradigma de los setenta", y que abarca todos los importantísimos avances que se dan en las finanzas académicas entre principios de los cincuenta y finales de los setenta del pasado siglo, ha dominado y domina las Finanzas que se explican en las facultades y escuelas de negocios de todo el mundo, tal como puede comprobarse con los manuales que en ellas se utilizan (por ejemplo las sucesivas ediciones de los libros de Brealey y Myers). Además del objetivo financiero, la eficiencia de los mercados o los modelos de valoración de activos, se tratan las proposiciones de Modigliani y Miller, el problema de agencia, la valoración de opciones...; importantes avances que los investigadores en la materia desarrollaron en las tres décadas citadas, y que suponen también la base fundamental para la nueva investigación.

Desde entonces, a nivel práctico, ha habido un enorme desarrollo de mercados e instrumentos, de aplicaciones a las finanzas corporativas o a la banca, muy apoyado por las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TICs) y los métodos cuantitativos en general, dentro de un contexto cada vez más globalizado. Con todo, el sustento teórico-financiero ha avanzado menos.

Después de cien años de estudio e investigación las Finanzas, tanto a nivel académico como en la práctica, siguen bajo la influencia de la cultura anglosajona, claramente dominante en la disciplina. Para comprobar esto basta con hacer un repaso a la nacionalidad y el lugar de trabajo de los premios Nobel de Economía dedicados a las Finanzas, de los autores de los manuales más conocidos, o de la ubicación de los grandes centros financieros del mundo y la cultura que en ellos impera. Además ha surgido, entre los últimos años del siglo XX y los primeros del XXI, un importante movimiento que podemos denominar "Ley y Finanzas", cuyos promotores, asentados en universidades norteamericanas, estudian las diferencias legales (y también culturales e institucionales) entre países, para ver cómo afectan a las finanzas y a la eficiencia de cada sistema. Tienden a decantarse por el sistema anglosajón, que posee sin

duda muchas virtudes, pero también unos defectos que no debemos ignorar: en él, el objetivo fundamental de las finanzas es la creación de valor para el accionista, lo que no es necesariamente malo, tal como comentábamos en el capítulo 8; pero sí es un error fijarse excesivamente en la creación de valor a corto plazo o no ocuparse de las aspiraciones de los demás partícipes sociales o stakeholders.

Lo curioso es que la crisis de 2007 estalló en Estados Unidos (hipotecas subprime) y allí se consolidó (caída de Lehman Brothers, en septiembre 2008), a pesar de la teórica buena protección de la regulación anglosajona hacia los derechos de propiedad. Esto nos debería hacer reflexionar sobre las debilidades de nuestro sistema financiero (y económico en general) y las necesarias reformas que hay que ir acometiendo. Eso será objeto de los próximos dos apartados.

17.3. Algunos fallos del sistema

La crisis que comenzó en 2007 ha sido mala en muchos sentidos, pues ha empobrecido a muchas personas y a muchos países. De ello tenemos una triste experiencia en España con aumentos espectaculares del desempleo, rebajas de salarios, desahucios, familias abocadas a la miseria, crisis de la deuda, recortes de las prestaciones sociales, subidas de impuestos... Pero si la crisis puede tener algo de bueno es que nos sirva para aprender de los errores que sin duda cometimos en los años previos: ambición desmedida, alejamiento de la realidad y de la lógica económica (el crecimiento se seguiría produciendo inevitablemente), preterir muchas normas éticas, adaptar la regulación para obtener beneficios puramente coyunturales, etc.

Sin duda había y hay importantes desequilibrios subyacentes en la economía mundial: países y particulares muy endeudados, déficits comerciales enormes y persistentes, pérdidas de competitividad nacional (como pasó en España), burbujas como la inmobiliaria, cambios demográficos con importantísimas consecuencias económicas (inviabilidad de muchos sistemas de pensiones tal como estaban planteados), y relacionado con esto el necesario replanteamiento del Estado del Bienestar, crecimiento espectacular de algunas economías mientras las hasta ahora más poderosas crecen menos o se estancan y otras parecen perpetuarse en la miseria, excesivas desigualdades de renta, insostenibilidad

medioambiental, reubicación geográfica de los centros de poder económico... Pero no nos toca ahora estudiar todo esto, que sin duda tiene mucho que ver con el desarrollo de la crisis, sino centrarnos en los fallos del sistema, sobre todo a nivel financiero, que impiden que todas las personas logren el nivel de bienestar que deberían alcanzar, hecho que todavía se ha visto más acentuado por la crisis.

Si distinguimos entre virtudes ejecutivas y morales (Hinman, 2008: 271) las primeras hacen referencia a fortalezas de la voluntad (perseverancia, valentía) y pueden usarse para el bien o para el mal, las segundas, como las primeras, son fortalezas del carácter, pero están ligadas a la bondad (como sería la compasión).

Pues bien, la crisis ha puesto sobre el tapete que nuestros agentes económicos fallan en ambos tipos de virtudes: no han sido previsores (lo que podemos catalogar como una virtud ejecutiva, una variante de lo que llamamos "prudencia" en el capítulo 3) y se han dejado cegar por el cortoplacismo; tampoco han sido moderados en sus aspiraciones económicas (lo que sería una virtud moral) dejándose guiar por la ambición desmedida, la avaricia y el egoísmo. Pensemos por ejemplo en la burbuja inmobiliaria española de los primeros años de este siglo: los precios de los solares subían, los precios de los pisos también, más y más solares se edificaban, más y más pisos salían a la venta, más y más créditos se concedían para su compra..., parecía un círculo virtuoso que creaba empleo y enriquecía a todos los que participaban en el juego. Sin embargo una persona previsora, que hubiera sabido abstraerse de la locura colectiva, hubiera comprendido que no nos podríamos seguir endeudando eternamente para comprar más y más pisos, y que en el momento en que se cortara el grifo de la financiación, se detendría la actividad y, en un efecto dominó, todo se caería. Y este cortoplacismo se unió a una ambición desmedida de enriquecimiento rápido, que llevó a nuestros agentes económicos (y a sus prestamistas extranjeros) a aventuras temerarias. Los bloques de edificios sin acabar perdidos por los campos españoles son un triste monumento a nuestra irracionalidad y a nuestra avaricia. Y razonamientos similares podríamos hacer sobre muchas obras públicas de la época, inversiones en ciertos productos financieros, etc.

Podríamos resumir los fallos de nuestro sistema en fallos políticos de diseño y fallos éticos de actuación de los agentes. Con frecuencia, se ha dado una mezcla

de ambos. Enumeremos algunos:

- Excesiva confianza en que el modelo de las finanzas teóricas funciona correctamente, y que los agentes buscando la maximización del valor, en un contexto de mercados eficientes, lograrían una óptima asignación de los recursos.
- Excesiva confianza en las virtudes del mercado: autorregulación, transparencia...
- Poca visión de largo plazo: insostenibilidad de muchos proyectos, empresas, y del modelo en general si no se corrigen sus problemas.
- Fallos clamorosos en los sistemas de control de riesgos, en la supervisión y en las agencias de calificación.
- Sobrevaloración de las virtudes del modelo financiero anglosajón.
- Falta de ética en muchos agentes.
- Fallos de fondo en los sistemas de incentivos y el gobierno corporativo.

Centrémonos en los directivos, quienes suelen tener sus propios objetivos, diferentes de los de la empresa (problema de agencia). Se establecen entonces sistemas de incentivos para alinear los intereses de los primeros con los de la empresa, estipulando compensaciones económicas y de otro tipo, que animen a los directivos a maximizar el valor de la compañía. Lo que ha ocurrido es que muchos de esos incentivos han funcionado de manera perversa, llevando a los directivos, en muchas ocasiones, a tomar decisiones que permitían una apariencia de creación de riqueza (lo que se transformaba en el correspondiente bonus), aunque tal decisión fuera perjudicial para la compañía en el medio y largo plazo. Es algo parecido a lo que le sucede a un político demagogo y populista que propone una serie de medidas que gozan del favor popular, aunque luego sean muy perjudiciales para el país.

Lo anterior se junta a la desmedida ambición que, con frecuencia, se ha planteado como un valor positivo entre profesionales y particulares, y que la crisis no ha hecho más que poner en evidencia. Se han saltado muchas normas éticas y se ha actuado irracionalmente para incrementar la ganancia. Muchos consideraron que había que ganar a toda costa, muy rápido (trabajando nunca te harás rico, se suele decir), y como "todo el mundo ganaba mucho" había que correr. Hubo políticos que se quejaron, en plena burbuja, de que la caja de

ahorros de su territorio crecía menos que las demás; y cajas que ahora son envidiadas por haber evitado el rescate, fueron tachadas por sus propios empleados de "antiguas" y "excesivamente conservadoras" cuando no se animaban a operaciones de activo o de pasivo realmente temerarias.

La envidia suele ser mala consejera, pero la envidia juega su papel en el comportamiento económico de los agentes: en La Rioja se dice que es malo que le caiga pedrisco a tu viña, pero mucho peor si además no cae en la de tu cuñado. Trasladado aquí, ¿cómo vas a aceptar un depósito al 3% si a tu cuñado le dan el 8%?

Los inversores deben saber que si el tipo sin riesgo está al 2%, y alguien les ofrece el 8% seguro, tiene que haber "gato encerrado", es decir: riesgo. ¿Por qué los particulares invirtieron en Forum Filatélico, o en los pagarés de Rumasa, o en participaciones preferentes? Porque daban un interés atractivo con apariencia de seguridad. Probablemente algunos fueron engañados, pero reconozcamos que también hay bastantes "listillos" que mientras les va bien se pavonean con la rentabilidad que obtienen, y cuando les va mal, se consideran estafados. Algo así ocurre con los inversores en bolsa: sabemos perfectamente quién gana cuando la bolsa sube, y nos preguntamos quién habrá perdido cuando la bolsa baja.

17.4. Algunas propuestas para mejorar el sistema

Es difícil diseñar un modelo económico y financiero que permita alcanzar suficientes niveles de bienestar para todos los ciudadanos, y en concreto que nos ayude a superar la crisis económica actual y nos sirva para prevenir futuras crisis. Que permita a los ciudadanos disfrutar de su derecho a la libertad, pues no se puede ser realmente libre sin unos mínimos recursos y sin acceso a los servicios básicos.

En aras de esa libertad, el mercado es un buen sistema pues, además de asignar eficientemente los recursos, permite la actuación libre de los individuos. Pero, con todo, en un sistema de mercado hay bastantes cosas que arreglar, como la muy desigual distribución de la renta que el sistema provoca. Desde un punto de vista financiero, que es el que ahora nos interesa, nos centraremos en dos aspectos fundamentales:

- Necesidad de una mejor regulación y supervisión, cada vez más global.
- Necesidad de unos valores éticos que alimenten al modelo, a las autoridades reguladoras y supervisoras y, sobre todo, a los agentes.

Empezando por la necesidad de una mejor regulación y supervisión, recordemos que las empresas no tienden naturalmente a la transparencia ni a competir (Adam Smith ya tenía poca fe en la buena voluntad de los empresarios), sino más bien a todo lo contrario. Luego hay que controlar la información que se traslada al mercado y las condiciones de competencia. La autorregulación es positiva pero no basta, hay que regular los mercados. También hay que mejorar el gobierno corporativo paliando problemas de agencia y conflictos de interés, como hay que proteger a los particulares que intervienen en las finanzas y conocer mejor los riesgos en todo el sistema.

Las finanzas deben existir porque son útiles para la sociedad, porque tienen una función social que cumplir, tal como comentamos en el capítulo 2: el sistema financiero permite trasladar el dinero de los que ahorran a los que quieren invertir o a los que necesitan gastar más. También posibilita trasladar riesgos a quienes pueden correrlos más fácilmente, como hacen los contratos de seguros o los mercados de futuros. Y además, las finanzas corporativas ayudan a captar los fondos necesarios para las empresas y a invertirlos adecuadamente. En definitiva, las finanzas son positivas para el desarrollo económico, y por eso se justifica que los que desarrollan esa tarea sean remunerados por ello. Pero esto no siempre funciona bien.

La complejidad de los sistemas financieros, de sus entramados legales, su globalización, su propia dinamicidad, su capacidad de innovación, van alcanzando tal nivel que muchas veces los propios especialistas tienen dificultades para entender todos sus entresijos, por lo que el regulador a veces llega tarde y otras veces se equivoca. Por eso es importante desarrollar la autorregulación, respetando el espíritu de las leyes, no buscando recovecos para justificar actuaciones incorrectas. Se trata de la pregunta ética: ¿beneficia nuestra actividad a la sociedad de manera que justifica lo que estamos ganando?

En todo caso, los reguladores deben preocuparse de crear las condiciones para que las ganancias de los agentes financieros no sean tan escandalosas como lo son en ocasiones. Y aquí nos encontramos con la necesidad de una regulación global: si en España ponemos unos impuestos especiales a determinadas

actividades financieras excesivamente lucrativas, pero que no tienen ese impuesto en Londres, lo único que conseguiremos es que tales actividades "emigren" a la ciudad del Támesis. Y podríamos poner otros muchos ejemplos. El negocio financiero en sí mismo es global, por lo que una competencia leal en finanzas exige reglas iguales; como antítesis de lo anterior, podemos recordar con cierta perplejidad las diferentes leyes de cajas de ahorros en las distintas comunidades autónomas españolas. Por eso debemos ir avanzando en la potenciación de instituciones supranacionales y globales que regulen el sistema financiero, así como el económico en general, idea repetida[2] en la que se va avanzando demasiado despacio.

Un caso sangrante para muchos es la existencia de los paraísos fiscales y regulatorios, donde además de evitar impuestos, va a parar el dinero de multitud de actividades ilegales, desde la corrupción política al narcotráfico. Necesitamos una autoridad económica mundial, y sabemos que eso es difícil de articular: ¿cómo se elige?, ¿qué poderes debe tener?, ¿cómo se garantiza el cumplimiento de sus decisiones?... Hay muchas preguntas que aquí no podemos abordar, pero tal autoridad es cada vez más necesaria.

En economía es bueno que los mercados se aproximen a la competencia perfecta, y para ello resulta necesario que haya muchos agentes y de pequeño tamaño. En la economía actual, el tamaño es muchas veces un problema. Para algunos las economías de escala (o de alcance) justifican tamaños más grandes, pero también es cierto que disminuyen la competitividad de los mercados y tienden al oligopolio. En los mercados financieros esto ocurre con cierta frecuencia. Además, empresas excesivamente grandes acumulan mucho poder, por lo que deberían estar especialmente controladas. Lo que ocurre es que estas megaempresas suelen operar multinacionalmente, por lo que los estados tienen más dificultades para controlarlas. A veces consiguen hacer a los estados competir entre sí por sus inversiones, cambiando el "lugar de control" del Estado a la gran empresa. Volvemos a la necesidad de esa autoridad económica mundial de la que hablábamos arriba.

Y siguiendo con el problema del tamaño, el propio sistema financiero ha sido acusado, en numerosas ocasiones, de estar sobredimensionado. ¿Son necesarias o convenientes tantas operaciones y tantos agentes operando? Sin poner en cuestión la utilidad del sistema financiero, son muchos los que piensan que tiene

un volumen excesivo. Precisamente fue James Tobin quien a principios de los años setenta del siglo pasado propuso una pequeña tasa sobre las transacciones en divisas, para disminuir la especulación y la excesiva volatilidad de los tipos de cambio. Se desanimarían así operaciones innecesarias que pueden, además, desestabilizar la economía. La idea de esa tasa ha ido evolucionando, y mientras unos proponen que se utilice lo recaudado para ayudar a los países más pobres, otros quieren ampliar su base impositiva creando una "Tasa sobre las Transacciones Financieras" (TTF). La denominada Tasa de Tobin tiene así, actualmente, muchas variantes, pero las ideas fundamentales son dos: desanimar la especulación y conseguir una capacidad recaudatoria que ayude a los más desfavorecidos; por ambas razones resulta muy atractiva. También tiene algunos problemas, como que disminuiría la eficiencia de los mercados o que, si no la imponen todos los países, desviaría el comercio a aquellos que no la tienen.

Además de los cambios estructurales de los que acabamos de hablar, también tenemos necesidad de una mejora ética. Los individuos y la sociedad deben replantearse sus valores, dando menos peso al "ganar dinero" y al "bienestar material" (unos mínimos son necesarios, pero se puede ser muy feliz con una digna austeridad), y fijándose menos solo en el corto plazo. Ha sobrado avaricia, y muchas veces también soberbia y envidia, entre muchos de nosotros.

La sociedad también ha actuado mal, aplaudiendo el éxito económico con excesiva admiración (muchos recordamos algunos personajes que fueron objeto de indisimulada fascinación, básicamente porque habían ganado mucho dinero, sin que nadie quisiera preguntarse por los métodos que habían utilizado para lograrlo). Además ha habido procesos de selección adversa: los más inmorales han ascendido más fácilmente. Parece claro que hay que construir un proyecto moral para la sociedad, para sus instituciones e individuos, de manera que los sistemas educativos, la regulación, los incentivos, la selección, la opinión pública... impulsen los valores éticos. Es buena, además, la potenciación de actividades donde predomine la dimensión humanitaria (Benedicto XVI, Caritas in Veritate, 65).

La fuerza política para tal construcción nace a veces de la indignación ética provocada por la injusticia. Tal como plantea Aristóteles en su Ética a Nicómaco, la indignación es la virtud (punto medio) entre la envidia y la malignidad. Ante una persona que sustrae indebidamente una gran cantidad de dinero de una

empresa que dirige, pero que no es suya, la postura virtuosa sería la indignación, siendo malos los extremos: tenerle envidia por lo que ha hecho o desearle por ello el mal. Desgraciadamente en nuestra sociedad las personas que han actuado así, muchas veces han sido envidiadas, o por lo menos admiradas.

Pensemos en un especulador que trata de comprar en el mercado bursátil cuando cae, para vender cuando ha subido. Su actividad es útil, pues modera las caídas que considera injustificadas, por eso compra, y también modera las subidas que cree exageradas, vendiendo en tales casos. Los financieros decimos que así traslada información a los precios. Por otro lado, al comprar cuando muchos quieren vender, da liquidez al mercado cuando más falta hace. El que gane dinero con esta actividad nos parece éticamente correcto, pues realiza una función social, invierte su dinero y corre un riesgo por ello. Su profesión está abierta a que otros puedan dedicarse a lo mismo si consideran que gana demasiado (además la entrada de nuevos competidores irá disminuyendo sus ganancias). Pero muchas veces las cosas no funcionan tan bien como quiere la teoría y un especulador puede enriquecerse divulgando informaciones falsas (puede difundir la especie de que tal empresa está a punto de quebrar, para que sus acciones caigan estrepitosamente, comprarlas, y luego esperar a que se desmienta la noticia y suban), o usando informaciones privilegiadas, manipulando precios, impidiendo el acceso de nuevos especuladores al mercado... Podríamos poner ejemplos de otras actividades financieras concretas que, bien desarrolladas, son socialmente útiles, pero que también pueden utilizarse torticeramente.

A la vista del ejemplo anterior podemos entender por qué las actividades financieras tienen muchas veces una justificada mala prensa: con frecuencia los agentes financieros buscan estratagemas para "aprovecharse" de sus conocimientos, su posición, etc., y así ganar más de lo razonable. Esto, desgraciadamente, no es muy distinto de lo que ocurre en otros sectores económicos: hay empresarios que han hecho todo lo posible por hundir a su principal competidor, incluso violando las leyes, para situarse en una posición de dominio y ganar mucho más dinero. Se aplica aquí lo que decíamos arriba: ni los cambios éticos podrán generalizarse sin regulación y supervisión estructurales, ni estas funcionarán bien a no ser que se apoyen en las aspiraciones éticas de las mayorías.

17.5. Conclusión

En este capítulo hemos propuesto reformar el modelo, mejorando la regulación y la supervisión del sistema financiero y de la economía en general, a la vez que pensamos que esa mejora precisará, cada vez más, de compromisos internacionales. Todos los países deberán ir cediendo soberanía a organismos supranacionales, que irán asumiendo más labores de regulación. Esto no va a ser fácil. Tenemos experiencia en Europa de las dificultades de ceder competencias a las instituciones comunes, para la construcción europea. Mucho más complicado, aunque necesario, será ese proceso a nivel mundial. Y ello no solo en la supervisión y regulación financieras: también hay que buscar mejores mecanismos para redistribuir la renta a nivel global. Y para todo ello es preciso potenciar los valores éticos en las personas y la sociedad.

En todo caso tengamos siempre en cuenta una importante máxima de la economía: "los seres humanos respondemos a los incentivos". Es muy importante que seamos conscientes de ello. Tales incentivos pueden ser monetarios o no monetarios (afecto, reconocimiento, prestigio...). En consecuencia deberemos ser muy cuidadosos sobre cómo está montado el sistema de incentivos tanto a nivel de las organizaciones como a nivel social: lo que está positivamente incentivado es lo que vamos a promover, y viceversa. Si el que trabaja y se esfuerza es un "pringado" y el que se lleva el dinero sin dar un palo al agua es un "lince", el propio lenguaje está dando incentivos perversos.

Frente al "paradigma de los setenta" basado en un agente "racional", del que hemos hablado en el capítulo como doctrina oficial de las Finanzas actuales, se está abriendo paso el conductualismo, que estudia comportamientos financieros no tan racionales, o que representan otra forma de racionalidad. No es fácil predecir la solidez de esta nueva corriente, pero lo normal es que la colaboración de psicólogos y economistas nos ayude a entender mejor comportamientos financieros como las burbujas, las euforias o las hecatombes, pudiendo así tratar de prevenirlas.

Para terminar este capítulo, pensemos en un planteamiento económico más general. Si queremos conseguir mayores niveles de bienestar social, además del crecimiento económico, será preciso fomentar la solidaridad y la colaboración, y evitar la cultura del despilfarro. El crecimiento es conveniente, pero constituye

solo un medio ordenado a otros fines: en los términos del epígrafe 3.2, el objetivo último de toda organización social, también la económica, es el bien común.

Los españoles construimos en el siglo XX un Estado del Bienestar del que, con sus lógicas limitaciones, creemos que podemos sentirnos orgullosos. Sin duda la crisis de 2007 y la propia evolución demográfica obligarán a hacer algunos ajustes, que confiamos que mantengan los pilares fundamentales del sistema. El reto para el siglo XXI es hacer algo parecido a nivel mundial. Para ello tendremos que adoptar, al menos en parte, la actitud idealista de nuestro personaje novelesco más famoso: Don Quijote; deberemos luchar por el ideal de una humanidad más justa, y, por tanto, más libre.

Para pensar y discutir

1. Piensa en una comunidad de vecinos, ¿sería aceptable vivir en ella si no hubiera una regulación legal que definiera cómo se reparten los gastos de la comunidad entre los vecinos o cómo se deciden las obras a realizar? Aun existiendo esa regulación, ¿resulta agradable estar denunciando todos los días al vecino por dejar la basura en un lugar inadecuado o por poner la música a tope a altas horas de la madrugada? Para vivir en comunidad necesitamos tanto reglas como comportamientos cívicos espontáneos. Imagínate como cliente de un banco, donde haces depósitos, pides créditos, tienes tarjetas, depositas en el banco tus valores bursátiles..., ¿qué reglas debería cumplir y qué comportamientos esperarías de él?
2. Recuerda las condiciones que hemos comentado en la introducción para que se dé la competencia perfecta (multitud de agentes, producto homogéneo, igual información...); si quieres acude a un manual de economía y complétalas. Con base en esas condiciones (simplificadas o más completas) compara el mercado inmobiliario y el bursátil. En ninguno de los dos se cumplen tales condiciones al 100%, pero si vas viendo condición por condición, verás que hay gran diferencia entre un mercado y otro: homogeneidad de los productos, costes y trámites para realizar las operaciones, información disponible sobre el producto a comprar... Igual es bueno que trates de enterarte con cierto detalle de cómo funciona esto en

uno y otro caso.

En base a lo anterior, ¿cuál de los dos mercados se parece más a la competencia perfecta? ¿Te has fijado en que cuando un lego en la materia compra acciones de una determinada compañía lo hace sabiendo a qué precios compran o venden los profesionales?, ¿dónde crees que está más protegido el consumidor?

3. No cabe duda de que la libertad económica constituye un derecho fundamental de los seres humanos y que debe haber razones importantes para limitarlo. El libre mercado es una institución que además de ser eficiente en la asignación de los recursos, permite a las personas ejercitar su libertad económica. Sin embargo hemos defendido en el capítulo que hay que regularlo. Piensa en cosas que consumas habitualmente: alimentación, ropa y calzado, ocio... y trata de establecer las reglas que se deberían respetar en alguno de esos mercados. Como consumidor es fácil que trates de "protegerte" imponiendo algunas limitaciones al vendedor, pero ponte también en su lugar y verás que si le sometes a muchas reglas igual baja la calidad, o sube el precio, o simplemente cierra el local y se produce desabastecimiento. Verás que es difícil encontrar el equilibrio.
4. Piensa en cómo diseñarías una "autoridad económica mundial". Puedes preguntarte, por ejemplo, cómo se elegiría: ¿por sufragio universal en todo el mundo?, ¿por un acuerdo entre los diferentes países? En este caso ¿qué peso debería tener cada país?, ¿sería proporcional a su población, a su poder económico, a su poder militar?... ¿Eres consciente del peso que, si somos demócratas, deberían tener China o la India y de que a los países más ricos nos sería imposible imponer nuestros criterios? Piensa sobre qué tendría que legislar, cómo debería aplicar los principios de solidaridad y subsidiaridad, o cómo haría para que sus resoluciones fueran llevadas a la práctica. Es complejo, pero habría que ir pensando en ello...
5. ¿Cuál sería una alternativa razonable a la anglosajona en materia de organización de las finanzas y la economía? ¿Puede plantearse que esa alternativa sean los estados nórdicos con su economía del bienestar y sus altos impuestos? ¿Debemos mirar a Islandia, que ha dejado quebrar a la banca antes que rescatarla con dinero público? ¿Por dónde crees que debe ir Europa?

1. Puede verse el interesante libro de Grice-Hutchinson (1982) sobre el pensamiento económico en España en las edades media y moderna.

2. Véase, por ejemplo, cómo la Doctrina Social de la Iglesia Católica la recoge repetidamente (Juan Pablo II, Centesimus Annus, nº 57 y nº 58; Benedicto XVI, Caritas in Veritate, nº 67; entre otros lugares).

Capítulo 18

Finanzas éticas

18.1. Introducción

El problema ético profesional en las finanzas, cuyos diversos avatares hemos descrito en este libro, puede describirse en forma de un conflicto entre el interés del operador financiero tal como este eventualmente lo percibe, y los intereses de su institución, sus clientes, o la sociedad en su conjunto a través de los contribuyentes. Esos intereses se ajustan mejor unos con otros a largo plazo, pero a plazo más corto pueden llegar a parecer contradictorios, en particular para operadores o instituciones no moralmente sanos.

En una industria competitiva como la financiera, quien va más deprisa gana (o parece ganar hasta que ocurre la crisis), de manera que la velocidad de decisión constituye una importante ventaja. Sin embargo, en una situación compleja como la propia de un mundo con miles de millones de agentes tomando decisiones, es más prudente no entrar en el río con los dos pies sino ver los resultados de cada decisión pequeña antes de tomar una más grande y comprometedora. Esto es, no dejarse abierta toda posible opción maximizadora (menos aún si es maximizadora del beneficio propio arriesgando el dinero de otros) sino usar alguna heurística que permita seleccionar la mejor competitivamente de entre opciones que ya han sido preseleccionadas por algunos criterios prudenciales y eventualmente morales también en otros sentidos.

Cuando la heurística de que se trata es ética, tenemos las llamadas "finanzas éticas"; cuando tiene orígenes religiosos, tenemos las llamadas "finanzas basadas en la fe". En este capítulo nos ocuparemos de las diversas formas de las finanzas éticas en Occidente, y de la más importante de las finanzas basadas en la fe, las llamadas "finanzas islámicas".

18.2. Instituciones y ahorradores

Antes de entrar en la descripción de esta forma de hacer finanzas, es importante notar que el adjetivo "éticas" se refiere estrictamente a usar un criterio ético como heurística para acotar el campo dentro del cual maximizar los beneficios. Ello no significa que las finanzas tradicionales sean contrarias a la ética. Tienen los problemas estructurales que hemos revisado a lo largo del libro, pero los financieros responsables pueden reconocerlos y evitarlos, actuando profesionalmente.

Un buen comportamiento del profesional financiero requiere desarrollar una heurística ética personal, además de la provista por la ley y por los criterios de la institución, esto es, preseleccionar por razones éticas las operaciones que se van a realizar o en las cuales se va a participar. Si no ocurre así, sino que el único criterio es maximizar el beneficio (propio o de la institución), entonces la existencia de normas externas es de poca utilidad: se tratará de cómo maximizar los beneficios usando los agujeros de esas normas, o bien cómo hacerlo rompiendo las normas pero sin que uno sea perseguido en consecuencia.

Así pues, una ética es precisa en todo profesional financiero como heurística para identificar lo que uno no hará, sea cual sea el beneficio que reporte. Pero no ocurre así con las instituciones. Particularmente en un campo tan regulado como el financiero, la mayor parte de ellas se atienen a la ley como heurística moral. Dicho con otras palabras, si algo es legal, se da por ético. Esta es la diferencia entre las instituciones financieras comunes y las "éticas": las instituciones éticas añaden sus propios criterios morales a la hora de seleccionar los contratos que entablarán. Aplican criterios éticos explícitos más allá de la obligación legal, y solo después el criterio económico de la maximización estratégica de los beneficios. Sus estrategias están compuestas de elementos éticos libremente asumidos, condiciones legales, y criterios económicos.

Desarrollando más este concepto, la asociación Financiación Ética y Solidaria (www.fets.org) propone los siguientes principios para las finanzas éticas (tomados textualmente):

- "Principio de Ética Aplicada: La ética como un proceso de reflexión permanente en la aplicación de los criterios de inversión y concesión de créditos.
- Principio de Coherencia: Utilizar el dinero de forma coherente con nuestros valores.

- Principio de Participación: La toma de decisiones tiene lugar de forma democrática. No se trata solo de que los socios voten, sino que tienen que poder participar en la definición de las políticas básicas de la entidad.
- Principio de Transparencia: Es necesario ofrecer información regular y pública de todas las actividades y sus consecuencias.
- Principio de Implicación: Las entidades de financiamiento ético tienen que ir más allá de los criterios negativos y tienen que definir su política de inversión siguiendo criterios positivos para poder transformar la sociedad."

Como veremos un poco más adelante, solo en el tercero de los principios (participación) hay una diferencia sustancial entre las diversas opciones financieras éticas, en cuanto a su institucionalización.

Todas ellas comparten, sin embargo, una variación importante con las finanzas regulares respecto a los clientes que colocan sus ahorros en la institución. En la institución financiera estándar todo lo que se requiere del cliente (sobre todo después de la crisis) es que tenga clara la transacción entre rentabilidad y riesgo en que quiere entrar. Se asume que este cliente es un maximizador del retorno sujeto a una cierta actitud frente al riesgo, la cual forma parte importante de su estrategia inversora. Legalmente, la institución está obligada a conocer el perfil de riesgo ante el que se halla, y ofrecer al cliente solo productos que respondan a ese perfil, advirtiéndole además de los riesgos en que incurre con ello. Lo que la institución espera, y en principio le basta, es que el cliente busque maximizar su ganancia en ese marco.

La institución financiera ética está sujeta a las mismas limitaciones legales de procedimiento pero además tiene que establecer un vínculo ético con el ahorrista. Este no comprará los productos de la institución ética porque le ofrezcan mayor rentabilidad para un cierto riesgo, sino porque le ofrecen rentabilidad suficiente para ese riesgo al mismo tiempo que le garantizan que está apoyando una causa que le convence moralmente. El ahorrista típico de una institución ética no es un maximizador del retorno sino un satisfactor en ese campo, alguien que se da por contento con cierto rendimiento y utiliza la libertad interior que ello le otorga para decidir también con base en sus otras convicciones morales. Como puede verse, se trata de un cliente especial en el sentido de que su función interna de decisión tiene una estructura diferente a la del cliente estándar: no supone que la moral de una inversión se reduce a la ley; no la deja por tanto enteramente en

manos de la institución financiera y su supervisor; sino que al declararse satisfecho con un cierto rendimiento, ello le permite elegir productos financieros también por el perfil moral que le garanticen. Por así decirlo, es un sujeto moral activo, no meramente pasivo frente a las decisiones de otros.

Detrás de ello hay una comprensión más certera que la del cliente estándar acerca del significado moral de la inversión. Como ya habíamos notado, invertir en algo (aunque sea con la mediación de un banco, un fondo, etc.) significa hacer ese proyecto posible a través del crédito y beneficiarse de que tenga éxito a través del interés. Es básicamente imposible decir que uno no tiene responsabilidad moral por algo que contribuye a hacer posible y de lo cual se beneficia. Aunque el ahorrista no participe directamente en el riesgo del emprendedor, de todas formas su decisión tiene un significado moral que va mucho más allá de la maximización de su propio beneficio. Dicho con otras palabras, ese significado moral no se refiere solo a lo que el ahorrador recibe de la inversión, sino también al otro lado de la transacción, a aquello en lo que se utiliza su dinero. Las finanzas éticas ofrecen canales para la realización concreta de las aspiraciones morales de sus clientes: no solo les hablan de los beneficios que ellos obtendrán con sus productos, sino también de los beneficios de otros y de la sociedad a los que contribuirán gracias a las opciones éticas incorporadas en el diseño del producto mismo. Y proponen al ahorrista asociarse moralmente también a esos segundos beneficios, a través de su decisión de invertir.

18.3. Modalidades de finanzas éticas

Las finanzas éticas pueden diferenciarse de las estándar tanto en la manera de captar el dinero de los ahorrantes como en la manera de colocarlo en préstamos y otras operaciones de intermediación financiera. En lugar de entrar en una descripción farragosa de lo que hace cada institución en España, llamada por otra parte a caducar en poco tiempo, distinguiremos tres tipos de operaciones en que puede reflejarse el carácter ético que hemos mencionado arriba, tanto para la institución como para sus clientes:

a. Hacer lo mismo que una institución estándar pero con unas opciones éticas adicionales al seleccionar las contrapartes

La colocación de los fondos se hace garantizando al ahorrista que determinadas empresas (fabricantes de armas, tabaco, nucleares...) han sido excluidas, y/o que otras empresas tienen prioridad en la inversión por su positivo impacto social, medioambiental, etc. (microempresas, productores de energía verde...). La remuneración de los fondos se hace de manera estándar, en proporción a la rentabilidad obtenida por las empresas a las que se presta. Obviamente, al restringir el abanico de esas empresas, tal vez no maximizamos la relación rentabilidad / riesgo de nuestra inversión, pero a cambio evitamos imponer externalidades negativas al resto de la sociedad, que pagará nuestro beneficio con su perjuicio. Por otra parte, también puede ocurrir que "buena ética sea buen negocio", y esa restricción voluntaria termine en una rentabilidad muy aceptable. Al fin, lo contrario es muy a menudo cierto: "mala ética es mal negocio", sobre todo para los que se implican con quien no actúa éticamente.

Como puede verse, este tipo de inversiones puede realizarse también desde estructuras financieras estándar en todas sus demás operaciones. Los grandes bancos comerciales, por ejemplo, tienen a menudo fondos éticos con la idea de captar la clientela de determinadas sensibilidades. Al no hacerlo de manera sistemática en toda la organización, en realidad no cumplen los criterios de la banca ética, y no pueden ser considerados como tal aunque por razones principalmente de marketing hayan abierto posibilidades en esta línea.

Otras instituciones sí cumplen esos criterios, y ofrecen todos o algunos de los productos bancarios estándar, tanto para ahorrar como para colocar los ahorros: cuentas corrientes, depósitos, tarjetas, compra de participaciones, préstamos, fondos, compra de deuda o de acciones...; de forma que, como veremos en el epígrafe 18.4, es posible tener un banco completamente equipado y homologado a los demás bancos, que funcione por entero con criterios éticos.

b. Hacer lo que no se haría en otro caso

Una segunda línea de trabajo consiste en financiar aquello que, para la banca estándar, no constituiría una operación suficientemente provechosa. Es obvio que la operación debe ser viable si se trata de una institución financiera, porque esta no puede permitirse perder un dinero que no es suyo. No es una ONG a la que el público o el Estado da recursos sin esperar recuperarlos, sino que aquí hay verdaderos ahorristas que esperan poder contar con sus ahorros en algún

momento.

Sin embargo, las instituciones financieras éticas se han caracterizado por su creatividad a la hora de apoyar con asesoría, créditos, seguros e incluso diseños, modelos de negocio viables "en la base de la pirámide" donde las instituciones financieras estándar, si entran, es con mayores precauciones que en otros lugares sociales (porque en la base de la pirámide es precisamente donde no hay mucho colateral para respaldar los préstamos).

Tal vez la más importante de estas iniciativas sean los microcréditos, ideados por el premio Nobel Muhammed Yunus y base del negocio del Grameen Bank (www.grameen-info.org). En ellos se otorgan créditos por cantidades muy pequeñas a personas que carecen de los mínimos para poder optar al crédito de una entidad financiera estándar: bienes que poner como colateral, un empleo estable, un historial bancario, etc. Con mucha frecuencia, en países del Tercer Mundo, se trata de mujeres. Lo que esas personas pueden ofrecer como garantía de devolución del crédito es solo la fuerza de sus redes sociales. Así, quienes reciben el microcrédito pasan a integrarse en grupos que responden solidariamente por los préstamos.

Estos se emplean, sin embargo, individualmente, para comenzar pequeños negocios familiares de donde provienen los recursos para repagar los préstamos. En Bangladesh y en otras partes del mundo, el sistema ha demostrado ser sostenible económicamente, en el sentido de que la devolución de microcréditos es suficiente para mantener al banco que los otorga y para atraer nuevos ahorros al negocio. En otros lugares, sin embargo, sigue haciendo falta una aportación sistemática de recursos o de garantías y otras capacidades de tomar riesgos, aportación generalmente realizada por ONG.

Probablemente la diferencia entre un caso y otro sea cultural, y deba buscarse en la solidez de las respectivas redes sociales. En muchos lugares del mundo, el movimiento del campo a la ciudad rompió las redes sociales preexistentes, y en los grandes barrios urbanos no han llegado a formarse unas nuevas con fuerza parecida. En otros lugares, más trágicamente, ese rol destructor de vínculos comunitarios lo desempeñó la guerra o lo está desempeñando ahora el crimen organizado.

Desde el punto de vista de las finanzas éticas, que deben asegurar la devolución de los fondos invertidos para garantizar la continuidad de la institución, la

novedad se encuentra en tomar las redes sociales de pertenencia del deudor, o más en general su historia como persona, organización, etc., como garantía de esa devolución. Ello posibilita el acceso al crédito a personas y grupos sociales que lo tendrían muy difícil si dependieran únicamente de las garantías convencionales que pueden ofrecer.

Es también frecuente encontrar a los bancos éticos en la financiación de las redes del comercio justo. Las variantes posibles son muchas, pero el comercio justo se caracteriza en general por mantener unos estándares medioambientales sostenibles y una distribución social amplia de los instrumentos de producción (pequeños campesinos propietarios de tierras, o artesanos propietarios de sus talleres, organizados en cooperativas, etc.).

Como toda actividad comercial, el comercio justo es viable para unos ciertos volúmenes y precios. El comprador acepta que el precio será un poco más caro que el de un producto similar hecho por un robot en una gran factoría del Extremo Oriente, a cambio de saber que su dinero efectivamente termina en una familia campesina o artesana que utiliza métodos sostenibles para producir. Poner en contacto a productores y consumidores para que esas transacciones ocurran, es la misión de las organizaciones de comercio justo.

Y también como toda actividad comercial, el comercio justo necesita de un financiamiento. Este con frecuencia no ofrece las combinaciones de rentabilidad y garantías que un financiador estándar requeriría. Sin embargo, si el negocio es viable, no será raro que encontremos entidades financieras éticas involucradas en ese financiamiento, porque ellas cuentan con unos ahorristas sensibles tanto a los principios como a la calidad ética de sus contrapartes en el comercio justo.

c. Hacerlo de una manera distinta

Una tercera línea de trabajo de las finanzas éticas es más ambiciosa que las dos anteriores. No se trata solo de qué hacer con el dinero para que sea social y/o medioambientalmente útil, bien empleando figuras similares a las de los bancos estándar con motivaciones añadidas, bien yendo más allá que ellos para explorar nuevas figuras de crédito, seguro, comercio, etc., dirigidas a poblaciones que aquellos no cubren. Se trata además de cambiar de raíz la relación con el dinero propia del capitalismo tardío.

Hemos visto a lo largo del libro que uno de los grandes problemas de ese

capitalismo consiste en la separación entre la economía financiera y la economía real. Esta última viene a ser como las raíces del árbol, donde se produce verdadera riqueza útil a las personas. La economía financiera es como sus ramas, con la función de hacer circular el dinero de donde abunda a donde se le necesita. El problema ocurre cuando las ramas son mucho más grandes que la raíz: el correspondiente apalancamiento hace al árbol inestable.

Eso es lo que viene ocurriendo con las transacciones financieras. La mayor parte de ellas ya no corresponden al financiamiento de la economía real (una colección de juegos gana-gana), sino que constituyen un juego gana-pierde con base en los precios esperados de los mismos productos financieros. Quien se equivoca respecto a esos precios pierde, quien acierta gana, pudiendo apostar a favor o en contra del producto real subyacente. Cada vez más hay quien se hace rico y quien se arruina en la especulación financiera, sin mayor consideración de bienes o servicios reales.

Las finanzas han cambiado su naturaleza primigenia, ya no sirven sobre todo para canalizar el ahorro hacia las iniciativas de la economía productiva, sino que más bien se sirven de la economía productiva para sus juegos especulativos. La volatilidad de los precios es un resultado de este proceso de financiarización de la economía. Vemos al petróleo pasar de 40 a 140 en un mes y nos preguntamos si ello tiene algo que ver con la oferta y la demanda de energía. En realidad no; ambas siguen más o menos donde solían. Tiene más que ver con las expectativas sobre el valor de productos financieros cuyo subyacente es el precio del petróleo, pero que en realidad multiplican por mucho el valor del petróleo realmente comercializado.

En el análisis de quienes se interesan por las instituciones financieras éticas, este es el resultado de un proceso en que todos, desde el ahorrista hasta el operador financiero, se preocupan por maximizar su beneficio a corto plazo y ninguno por cómo lo consigue, por su impacto sobre la estabilidad o la igualdad social, por sus efectos ecológicos, etc. El resultado son unas finanzas que por la maximización inmediata del rendimiento incurren de lleno en los grandes problemas éticos que mencionamos, y que finalmente producen consecuencias desastrosas para todos.

Estas situaciones serían menos probables si tanto los clientes de las entidades financieras como los operadores financieros, mostraran una mayor preocupación

ética. Las finanzas éticas tienden a ofrecer canales institucionales para ello, como vimos. Pero además de mejorar la calidad ética de sujetos y empresas, cabe también cambiar la relación entre ellos. Al fin, el capitalismo financiarizado se caracteriza porque el ahorrista que quiere maximizar su rendimiento corriendo un cierto riesgo, deja su dinero en manos de un agente financiero con la misma motivación pero que corre bastante menos riesgo, un problema de agencia que ha aparecido varias veces en capítulos anteriores. Obviamente, en ningún sitio se puede ganar más que en un casino cuando se juega con dinero de otros.

¿Qué tal entonces si cambiamos la relación entre ahorrista y operador financiero? Eso es lo que intentan una parte de las instituciones de finanzas éticas, que constituyen cooperativas donde cada persona tiene un voto independientemente del capital que aporte. En algunos casos se trata de cooperativas de ahorro y crédito, donde los usuarios (los que depositan y los que piden prestado) son los mismos propietarios de la entidad. En otros casos, cualquiera puede depositar ahorros y solicitar créditos bajo unas ciertas condiciones, pero el core capital de la entidad se reúne a partir de una cooperativa de personas y organizaciones éticamente comprometidas.

Más allá de la relación entre ahorrista y banco, puede pensarse incluso en cambiar la relación entre la persona y su dinero, uno de los dogmas centrales del capitalismo de todos los tiempos: quien invierte espera una rentabilidad dado el riesgo que corre. Una parte de las finanzas éticas, sin embargo, no consiste en ahorrar e invertir dinero sino tiempo en que uno presta servicios a otros que lo demandan (los llamados 'bancos de tiempo'). Otras instituciones funcionan por principio con intereses reales cero para sus ahorristas, de manera que la ventaja que se obtiene de participar en ellas consiste no en la ganancia con la que se maximiza el rendimiento del ahorro sino en el acceso a créditos baratos para iniciativas productivas que uno pueda tener, precisamente a partir de ese pool de dinero no remunerado por encima de la inflación.

Como puede verse, en cada uno de estos casos el vínculo roto entre finanzas y economía real intenta recomponerse por la vía de emplear los ahorros para financiar producción de bienes y servicios útiles a la existencia humana, no para otra cosa. Con ello se quiere mandar una señal acerca de la posibilidad de volver las finanzas a su sentido original, abandonando el enriquecimiento (y empobrecimiento) rápidos de las burbujas que se alimentan a sí mismas.

18.4. Las formas institucionales

Las finanzas éticas pueden tomar formas institucionales muy distintas, que además dependen lógicamente de la legislación de cada país. En España tenemos, a la altura de 2014:

- Un banco convencional, Triodos Bank (www.triodos.es), que funciona con una ficha bancaria holandesa y es parte de una red de bancos llamados de la misma manera que captan fondos en cinco países europeos y los colocan, además de en ellos, también en países en desarrollo. Triodos Bank persigue optimizar una triple cuenta de resultados: personas, planeta y beneficio. En España gestionaba unos 1.000 millones de euros a finales de 2012.
- Una red de organizaciones y personas, FIARE (www.fiarebancaetica.coop), con sede central en Bilbao pero extendida por casi toda España, que realiza servicios de banca ética utilizando la ficha de la cooperativa Banca Popolare Etica italiana. Su concepción es distinta a la de un banco estándar, sin embargo, porque se define por su "ausencia de lucro, democracia cooperativa y construcción de abajo a arriba". A finales de 2012 gestionaba unos 33 millones de euros, y en 2014 esperaba empezar a operar legalmente como un banco en el territorio nacional.
- Y ya sin ficha bancaria, hay en toda España más de una docena de cooperativas de ahorro y crédito de diversa entidad y tipo, que financian iniciativas económicas de sus socios personales y/o institucionales. Las que están extendidas por más comunidades autónomas son Coop57 (con base central en Cataluña: www.coop57.coop) y Oikocredit (con sede internacional en Holanda: (www.oikocredit.es).

18.5. Las finanzas islámicas

De las finanzas que basan su heurística de toma de decisiones en una fe religiosa, las finanzas islámicas son sin duda las más importantes, con más de un millar de instituciones en todo el mundo y aproximadamente 1 billón de euros en patrimonio gestionado a finales de 2012 (Islamic Finance Development Report 2013). Evidentemente, los países donde las finanzas islámicas han alcanzado

más importancia son todos mayoritariamente musulmanes: por este orden, Malasia, Bahrein, los EAU, Oman, Qatar, Kuwait, Brunei, Indonesia, Jordania, Pakistan... Sin embargo, vienen abriéndose camino también en Occidente dondequiera que la minoría proveniente de estos países es grande, como en la Gran Bretaña.

El punto de partida de las finanzas islámicas se encuentra en la prohibición coránica tanto del interés por un préstamo como de los juegos de azar. Esa no es una prohibición exclusiva del Corán (siglo VII d.C.) sino que se encuentra ya en Aristóteles (siglo IV a.C.) y en la Biblia (siglo X a.C., confirmada en el Evangelio, siglo I d.C.). No entraremos aquí a discutir las bases para esas prohibiciones, seguramente relacionadas con la observación de los males sociales consecuencia de considerar al dinero como un bien fértil, capaz de reproducirse a sí mismo a través del interés. Nos bastará con saber que la observación griega, judeo-cristiana y después islámica, de los respectivos contextos sociales llevó a las dos prohibiciones básicas que mencionamos.

En Occidente, heredero de los griegos y de la Biblia, esas prohibiciones cayeron en desuso creciente con la modernidad, y ya a partir del siglo XVIII fueron reemplazadas por la prohibición de la usura, entendida no como interés sino como interés excesivo. El juego en los casinos de todo tipo, incluidos los financieros, ha sido siempre considerado un oficio indeseable por la cultura occidental, pero hay menos claridad que respecto al interés en cuanto a su prohibición.

En el mundo islámico, sin embargo, las prohibiciones de la usura y el juego fueron incorporadas a la Sharia, la ley islámica, y por ello resultaron más permanentes. Cuando, después de intentar con diversa suerte imitar a Occidente, muchos musulmanes volvieron a sus raíces culturales, se encontraron esas prohibiciones y decidieron tomarlas en serio también al hacer finanzas. De ahí nacieron las finanzas islámicas.

Es fácil notar que el punto clave de esas finanzas se encuentra en la relación entre quien presta el dinero y quien lo recibe prestado. Si prohibimos el interés y los juegos de azar, hay que descartar que el prestamista transfiera al prestatario todo el riesgo al realizar un crédito. Esto es lo que pasa en la banca estándar: si pido un préstamo hipotecario, el banco me presta el dinero pero el riesgo es principalmente mío. El interés resulta además variable, de manera que ni siquiera

se trata de un riesgo del que estoy completamente informado. Si fallo en pagar al banco, igualmente le sigo debiendo el dinero y él intentará incautar cualquier patrimonio o ingreso presente o futuro que yo pueda tener, hasta que la deuda sea saldada (con sus intereses, gastos, etc.). El riesgo de impago no es realmente compartido, o solo lo es si consigo ser declarado insolvente. Si salgo de los inconvenientes prácticos de la insolvencia, inmediatamente me encuentro con la deuda por pagar.

En la banca islámica, por el contrario, el banco compra el piso y procede a alquilármelo con compromiso de compra, de forma que me lo va vendiendo a plazos. La ganancia del banco no está en el interés sino en la diferencia legítima entre el precio al contado, que él paga, y el precio a plazos que yo pago por el mismo objeto. Esa ganancia se conoce desde el principio, de manera que ni el banco ni quien pide el dinero se engañan respecto a la decisión que toman. El préstamo se ha convertido en un contrato de asociación, en que prestamista y prestatario vamos juntos no solo en el dinero sino también en el riesgo.

Los diversos contratos empleados por las instituciones financieras islámicas para prestar todos los servicios propios de un banco de consumo o de inversión, una aseguradora, un proveedor de microcréditos, etc., son variantes aplicadas a cada caso de la idea de que el riesgo también ha de compartirse para que el dinero no se preste a interés ni haya la incertidumbre propia del juego de azar, sino que la operación resulte compatible con la Sharia. Puede parecer que la variación no es muy grande, porque al fin un banco islámico es una empresa que, dentro del marco de la Sharia, aspira a ganar tanto como sea posible para sus accionistas. En ese sentido, no es una modalidad de finanzas éticas con un objetivo de transformación social adicional al de una empresa financiera estándar. Su objetivo adicional, que provee la heurística para sus decisiones, es solo permanecer dentro de la ley islámica.

Ello implica, por supuesto, evitar apoyar con inversiones a industrias que, según el Islam, resultan perjudiciales para la sociedad, como el alcohol y el tabaco, los productos alimenticios tabú, la pornografía y la prostitución, etc. Pero la mayor novedad operativa se encuentra en que el cambio del contrato de préstamo a alguna forma de asociación, implica necesariamente que la institución ha de seleccionar con más cuidado a quién financia, porque ya no está seleccionando prestatarios sino socios. Si a ellos les va mal, también a la institución le va mal,

porque la contraparte que no puede hacer frente al contrato no queda debiendo a la institución financiera más allá de lo prestado menos lo devuelto, sino que esta pierde los gastos operativos que haya realizado y, dependiendo de la figura del préstamo, también parte del capital. Con ello, el traspaso del riesgo de la institución financiera a quien pide dinero es mucho menor, y por tanto también se reduce considerablemente el riesgo moral, que como hemos visto es uno de los problemas estructurales del capitalismo tardío.

18.6. Conclusión: Heurísticas que ayudan a la economía

Tanto en las finanzas éticas como en las finanzas islámicas, los intercambios toman en cuenta más factores que solo la rentabilidad y el riesgo, con las garantías clásicas. El resultado es efectivamente instituciones financieras que van más despacio pero cuyo riesgo de choque es mucho menor que las ordinarias. De hecho, entre las instituciones financieras que hemos visto tambalearse, o directamente caer, con la crisis, no ha figurado ninguna perteneciente a las finanzas éticas o a las finanzas islámicas.

Las tres grandes propiedades macro de un sistema económico son su estabilidad, su eficiencia y su justicia (Binmore, 2005). Las finanzas éticas y las finanzas islámicas constituyen caminos para una toma de decisiones que fomenta la estabilidad del sistema. Como además asocian a sus clientes a sus propósitos morales (sean laicos, sean religiosos), contribuyen a realizar los conceptos de justicia para la sociedad contenidos en esas tradiciones.

Y finalmente, aunque vayan en efecto más despacio porque deciden con más cuidado, puede pensarse que su eficiencia es mayor que las de las finanzas ordinarias en dos aspectos: vinculan claramente sus inversiones con la economía real, renunciando a emplear el dinero para ganar más dinero por procedimientos que no redundan en ningún bien social; y ponen en valor recursos sociales que en otro caso quedarían paralizados por falta de crédito.

Al final, colocar dinero en finanzas que deciden tomando en cuenta factores no convencionales, resulta al mismo tiempo en bien individual y en bien social del cual el individuo también se beneficia.

Para pensar y discutir

1. Ve al website de Fiare (www.fiarebancaetica.coop) y explora su propia documentación. ¿En qué se parece y en qué se diferencia de un proveedor convencional de servicios financieros? ¿Cómo se notan en esos parecidos y diferencias las características que hemos señalado en este capítulo? ¿Podrías indicar algún otro rasgo que encuentres en Fiare y que aquí hayamos pasado por alto?
2. En el capítulo se sostiene (por segunda vez, porque también está en el capítulo 2) que hay una corresponsabilidad moral de quien pone el dinero sobre la acción realizada con ese dinero, puesto que el financiador último la posibilita y se beneficia de ella. ¿Puedes buscar argumentos a favor y en contra de esa afirmación? Si ella fuera cierta, ¿qué consecuencias tendría para los vehículos y las instituciones habituales de inversión? ¿Cómo deberían las instituciones manejar esas consecuencias de cara a los ahorristas, que ponen en último término el dinero?
3. Consulta en internet el último ICD Thomson Reuters Islamic Finance Development Report (por ejemplo, en el website www.zawya.com/islamic-finance). Identifica los indicadores que son considerados de interés por el Informe para evaluar el grado de desarrollo de las finanzas islámicas. Ve a cada uno de ellos y busca cómo lo describe el Informe. ¿Coincide ello con la idea que pudieras tener de las finanzas islámicas?
4. ¿Hay banca islámica en tu país? Si la encuentras, haz una descripción de ella parecida a la que hemos realizado en el apartado 18.4 para las finanzas éticas en España.

Referencias

Alcañiz, L. y Gómez-Bezares, F. (2013). "La información sobre capital intelectual. ¿Contable, extracontable o ambas?". Boletín de Estudios Económicos, abril, pp. 5-21.

Amat, O. (2010). "Fiabilidad de la nueva normativa contable (PGC y NIIF) y detección de maquillajes contables". Boletín de Estudios Económicos, abril, pp. 93-104.

Bernstein, W.J. (2008). A splendid exchange: how trade shaped the world. Atlantic Monthly Press.

Binmore, K.G. (2005). Natural justice. Oxford; Nueva York, Oxford University Press.

Black, F. y Scholes. M. (1973). "The pricing of options and corporate liabilities". Journal of Political Economy, mayo-junio, pp. 637-654.

Brundtland, G.H. (1987). Our common future / World Commission on Environment and Development. Nueva York, Oxford University Press.

Cassidy, J. (2010). "Rational irrationality: interview with Eugene Fama". The New Yorker, 13 de enero. Consultado por internet el 25 de abril de 2014: http://www.newyorker.com/online/blogs/johncassidy/2010/01/interview-with-eugene-fama.html.

FEF (2013). La economía sumergida en España. Fundación de Estudios Financieros. Consultado por internet el 25 de abril de 2014: http://www.fef.es/new/index.php.

Fiske, A.P. (1993). Structures of social life. Nueva York, Toronto, Free Press.

Freije, I. y Gómez-Bezares, F. (2006). "Crear valor sí, pero ¿para quién? Monismo vs. pluralismo". Signos Universitarios, año XXV, número especial del 50º aniversario III, pp. 197-222.

Galbraith, J.K. (1967). The new industrial State. Boston, Houghton Mifflin.

Galbraith, J.K. (1990). A short histoy of financial euphoria. Boston, Houghton Mifflin Compay Ed. 2004.

Galbraith, J.K. (2004). The economics of innocent fraud. Truth for our time.

Boston, Houghton Mifflin Company.

Gómez-Bezares, F. (1995). "Panorama de la teoría financiera". Boletín de Estudios Económicos, diciembre, pp. 411-448.

Gómez-Bezares, F. (2000). "Economía y buenas intenciones". Razón y Fe, 1223-1224, pp. 233-240.

González Fabre, R. (2005). Ética y economía: una ética para economistas y entendidos en economía. Bilbao, Desclée De Brouwer.

González Fabre, R. (1998). Justicia en el mercado: la fundamentación de la ética del mercado según Francisco de Vitoria. Caracas, Universidad Católica Andrés Bello.

Gorton, G.B. (2008). Slapped by the invisible hand. The panic of 2007. Oxford University Press.

Grice-Hutchinson, M. (1982). El pensamiento económico en España 1177-1740. Barcelona, Crítica.

Hayek, F.A. (1967). "The Corporation in a Democratic Society". En Studies in Philosophy, Politics and Economics. Chicago, University of Chicago Press.

Hinman, L.M. (2008). Ethics. Belmont, Thomson, 4ª ed.

Hortal, A. (2002). Ética general de las profesiones. Bilbao, Desclée De Brouwer.

Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure". Journal of Financial Economics, octubre, pp. 305-360.

Kahneman, D. (2011). Thinking, fast and slow. Nueva York, Farrar, Straus and Giroux.

Krugman, P. (2014). "Amos del Universo y de Wall Street". Blogs el País. 12 marzo 2014.

Martín, J.L. y Téllez, C. (2009). "La regulación y supervisión del sistema financiero ante la crisis económica". Boletín de Estudios Económicos, diciembre, pp. 441-468.

McKinsey Global Institute (August 2011). "Mapping Global Capital Markets".

Milanovic, B. (2011) The haves and the have-nots. A brief idiosyncratic history of global inequality. Nueva York, Basic Books.

Modigliani, F. y Miller, M.H. (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment". American Economic Review, junio, pp. 261-297.

Pérez Ramírez, J. (2011). Vidas paralelas. La banca y el riesgo a través de la

historia. Madrid, Marcial Pons.

PIKETTY, T. y GOLDHAMMER, A. (2014). Capital in the twenty-first century. Harvard University Press.

RAJAN, R.G. (2010). Fault lines. How hidden fractures still threaten the world economy. Princeton University Press.

RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (2004). Saving capitalism from the capitalist. Unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity. Nueva York, Crown Business.

Reinhart, C.M. y ROGOFF, K.S. (2009). This time is different. Eight centuries of financial folly. New Jersey, Princeton University Press.

Shiller, R.J. (2000). Irrational exuberance. Broadway Books.

SMITH, A. y CANNAN, E. (2000). The wealth of nations. Nueva York, Modern Library.

WEALTH MANAGEMENT (2013). World Wealth Report 2013. (www.capgemini.com).

WILLIAMS, J.B. (1938). The theory of investment value. Cambridge, Harvard University Press.

ZINGALES, L. (2012), A capitalism for the people. Recapturing the lost genius of american prosperity. Nueva York, Basic Books, 2012.

Otras recomendaciones bibliográficas

BREALEY, R.A.; MYERS, S.C. y ALLEN, F. (2010). Principios de finanzas corporativas. México D.F., McGraw-Hill. Traducción de la 9ª edición inglesa.

BERNSTEIN, P.L. (1998). Against the gods. The remarkable story of risk. Wiley; Sons.

BOATRIGHT, J.R. (2008). Ethics in finance. Oxford, Blackwell.

BOATRIGHT, J.R. (Ed.) (2010). Finance ethics: critical issues in theory and practice. Hoboken, NJ, Wiley.

BOOKSTABER, R. (2007). A demon of our own design. Markets, Hedge Funds, and the perils of financial innovation. Wiley.

BOWIE, N. (2013). Business ethics in the 21st century. Nueva York, Springer.

CAMPS, V. (1990). Virtudes públicas. Madrid, Espasa Calpe.

CAMPS, V. (2013). Breve historia de la ética. Barcelona, RBA.

CIPOLLA, C.M. (2001). Allegro ma non troppo. Critica.

COPELAND, T.E.; WESTON, J.F. y SHASTRI, K. (2005). Financial theory and corporate policy. Boston, Pearson Addison Wesley, 4ª ed.

CUERVO, A.; RODRÍGUEZ, L.; CALVO, A. y PAREJO, J.A. (2012). Manual del sistema financiero español. Barcelona, Ariel, 24ª ed.

DAS, S. (2006). Traders, guns & money. Knowns and unknowns in the dazzling world of derivatives. Prentice Hall.

DOBSON, J. (1997). Finance ethics: the rationality of virtue. Lanham, Md., Rowman & Littlefield Publishers.

DURÁN, J.J. y GALLARDO, F. (2013). Finanzas internacionales para la empresa. Madrid, Pirámide.

DUSKA, R.F., Duska, B.S.; et al. (2011). Accounting ethics. Chichester, West Sussex; Malden, MA, Wiley-Blackwell.

FERGUSON, N. (2008). The ascent of money. A financial history of the world. Penguin Books.

FERGUSON, N. (2013). The great degeneration. How institutions decay and economies die. The Penguin Press.

Fernández Fernández, J.L. (2004). Finanzas y Ética. La dimensión moral de la actividad financiera y el Gobierno Corporativo. Madrid, Universidad Pontificia Comillas.

Gómez-Bezares, F. (2012). Elementos de finanzas corporativas. Bilbao, Desclée De Brouwer.

Gómez-Bezares, F.; Madariaga, J.A.; Santibáñez, J. y Apraiz, A. (2013). Finanzas de empresa. Eumed.net. http://www.eumed.net/libros-gratis/2013a/1290.

Hinman, L.M. (2008). Ethics. Belmont, Thomson, 4ª ed.

Kindleberger, C.P. y Aliber, R. (2005). Manias, panics, and crashes. A history of financial crises. Wiley. 5th Ed.

Kolb, R.W. (Ed.) (2008). Encyclopedia of business ethics and society. Thousand Oaks, Sage Publications.

Lütge, C. (Ed.) (2014). Business ethics and risk management. Dordrecht [u.a.], Springer.

Mandelbrot, B. y Hudson, R.L. (2004). The (mis) behavior of markets. Basic Books.

Martín, J.L. y Téllez, C. (2014). Finanzas internacionales. Madrid, Paraninfo, 2ª ed.

Martín, J.L. y Trujillo, A. (2004). Manual de mercados financieros. Madrid, Paraninfo.

Sandel, M.J. (2012). What money can't buy: the moral limits of markets. New York, Farrar, Straus and Giroux.

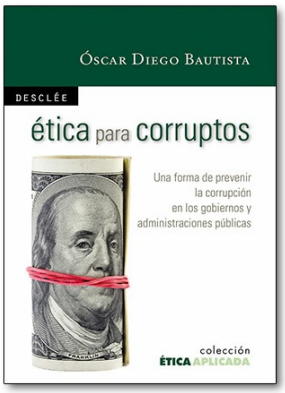
Taleb N.N. (2012). Antifragile. How to live in a world we don't understand. Penguin Books.

Otros libros









Adquiera todos nuestros ebooks en

www.ebooks.edesclee.com



Ética y responsabilidad empresarial

Ildefonso Camacho - José L. Fernández - Josep Miralles - Raúl González

ISBN: 978-84-330-2616-3

www.edesclee.com

Muchos ponen en duda que la ética esté presente en la actividad empresarial. Pese a la existencia de cursos de ética en escuelas de negocios y facultades de ciencias de la administración, pese a la aparición de cada vez más revistas especializadas, asociaciones y congresos dedicados a temas de ética empresarial, persiste la sospecha de que la ética esté siendo utilizada para operaciones de lavado de imagen. Y es que esta proliferación del discurso ético empresarial contrasta con los hechos que salen a la luz una y otra vez en los medios de comunicación, con más frecuencia en los periodos de crisis económica.

Naturalmente los autores de esta obra están convencidos de que es necesario desarrollar una ética del mundo de la empresa. Ofrecen este manual como base para el aprendizaje de la ética por parte de quienes se preparan para desarrollar su actividad profesional en la empresa y los negocios. No se busque en él un estudio exhaustivo de ningún tema particular, sino una primera aproximación en la que, lejos de intentar someter la realidad empresarial a criterios ajenos a la misma, se trata ante todo de descubrir la dimensión ética inherente a la actividad económica y empresarial. Desde ahí, se abre la discusión a las formas concretas de responsabilidad de la empresa ante los distintos grupos sociales que la afectan o son afectados por ella, sus stakeholders.

Detrás de este trabajo está la experiencia de los cuatro autores que han dedicado una buena parte de su actividad universitaria a la docencia de la ética empresarial.



La espiritualidad en el trabajo

Dar un nuevo sentido a la profesión

Anselm Grün - Friedrich Assländer

ISBN: 978-84-330-2720-7

www.edesclee.com

Para muchas personas, el trabajo no es solo un modo de ganarse el pan, sino también un contenido central de la existencia. La realización en el ámbito profesional, no obstante, suele ir acompañada de la presión por tener éxito y de la obligación de hacer carrera. Al mismo tiempo vivimos en un mundo laboral caracterizado por el *burn-out*, la pérdida de puestos de trabajo y la jornada reducida. Muchos piensan que la espiritualidad y la actividad laboral se contradicen. Según esta perspectiva, quien trabaja mucho no es espiritual. Y las personas espirituales trabajan poco.

Anselm Grün y Friedrich Assländer demuestran que la relación entre oración y trabajo puede funcionar bien, y que la persona espiritual sabe encontrar sentido a su profesión y es libre del afán de hacer carrera y de conseguir el éxito a toda costa.Es necesario establecer un vínculo entre espiritualidad y trabajo. Este libro, rico en ejercicios e indicaciones prácticas, ayuda a experimentar el trabajo como participación en la fuerza creadora de Dios y como un enriquecimiento de la persona que se convierte en bendición para los demás.

Anselm Grün, nacido en 1945, doctor en teología y monje benedictino, es administrador

de la abadía alemana de Münsterschwarzach. Sus libros se cuentan entre los textos cristianos más leídos en la actualidad.

Friedrich Assländer trabajó durante diez años como directivo después de concluir sus estudios de ciencias empresariales, sociología y psicología. Desde 1984 es consultor empresarial. La Editorial Desclée De Brouwer ha traducido su libro Dirigir espiritualmente con san Benito y la Biblia (escrito en colaboración con Anselm Grün).



Ética de los negocios

Innovación y responsabilidad

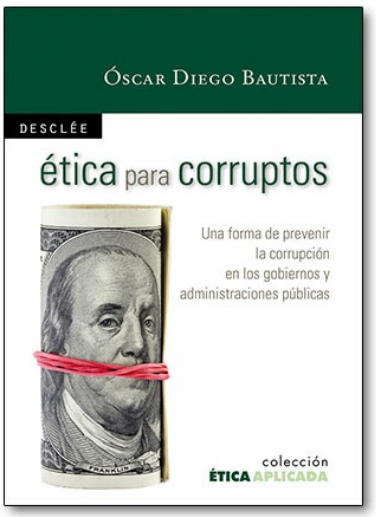
Pedro Francés

ISBN: 978-84-330-1911-0

www.edesclee.com

La ética se ha convertido, por extraño que parezca, en un elemento de la gestión empresarial. En respuesta a las demandas sociales, los responsables empresariales y los teóricos están desarrollando herramientas que puedan iluminar el complejo campo de la toma de decisiones y cooperar en la formación de los futuros gestores.

Más allá de eso, la necesidad de que las empresas asuman sus responsabilidades sociales y medioambientales, revela una percepción pública que está impulsando una auténtica transformación en las organizaciones. Esta obra analiza conceptos como la "gestión de la reputación corporativa", la "ciudadanía corporativa" y la "responsabilidad social corporativa". Con distintos matices, estos conceptos suponen la interiorización de la ética en un mundo, la empresa, inicialmente más proclive a la racionalidad burocrática, militar y política. Estos conceptos de gestión y nuevos enfoques permiten una introducción a la ética corporativa cercana a la realidad y al lenguaje económico y empresarial.



Ética para corruptos

Una forma de prevenir la corrupción en los gobiernos y administraciones públicas

Oscar Diego Bautista

ISBN: 978-84-330-2315-5

www.edesclee.com

Ética para corruptos indaga sobre las causas que impulsan a gobernantes y funcionarios de la administración a realizar prácticas corruptas; también destaca la importancia de la ética en el servicio público para hacer frente a la pandemia de la corrupción y a los diversos contravalores que infectan la vida pública, mostrando que la ética en el servicio público es posible, y que su aplicación mediante una política de Estado es, además, rentable.

El libro, por su relevancia social, resulta de interés para diversos perfiles profesionales: políticos y funcionarios públicos, quienes viven y padecen las prácticas corruptas; investigadores y profesores de disciplinas tales como Derecho, Política, Administración Pública, Relaciones Internacionales, Sociología, entre otras; y para estudiantes y ciudadanos en general, cuya formación como aspirantes a ocupar cuadros en política será más sólida si se acompaña de valores éticos de servicio público.

ÉTICA DE LAS PROFESIONES

Equipo coordinador de la colección
José Luis Fernández, Ildefonso Camacho
Galo Bilbao y José Sols

Temas básicos de ética (4ª ed.)
Xabier Etxeberria

Ética profesional de la enfermería (2ª ed.)
Julio Vielva Asejo

Ética del trabajo social
Francisco J. Bermejo Escobar

Ética de la empresa (4ª ed.)
Ildefonso Camacho, José L. Fernández y Josep Miralles

Ética general de las profesiones (3ª ed.)
Augusto Hortal Alonso

Ética de la ayuda humanitaria
Xabier Etxeberria

Ética del profesional de la comunicación
Arantza Echaniz y Juan Pagola

Ética y economía. Una ética para economistas y entendidos en economía
Raúl González Fabre, S.I.

Ética de las profesiones jurídicas (2ª ed.)
Miguel Grande Yáñez. Con la colaboración de Joaquín Almonguera Carreres y Julio Jiménez Escobar

Ética para ingenieros (2ª ed.)
Galo Bilbao, Javier Fuertes y José Mª Guibert

Ética profesional de traductores e intérpretes
Augusto Hortal Alonso

Ética profesional de los profesores (2ª ed.)
Emilio Martínez Navarro

Profesionales y vida pública
Xabier Etxeberria y Augusto Hortal Alonso (Eds.)

Ética y responsabilidad empresarial
Ildefonso Camacho Laraña, José Luis Fernández Fernández, Raúl González Fabre y Josep Miralles Massanés

Ética de las finanzas
Carmen Ansotegui, Fernando Gómez-Bezares y Raúl González Fabre

Índice

Portadilla 2
Créditos 3
Semblanza de los autores 4
Presentación 10
Introducción 14
Primera parte 18
1. La ética y las finanzas 20
1.1. Introducción: El problema tal como aparece 21
1.2. La vida moral 26
1.3. La Ética enseñable 35
1.4. Dificultades de una Ética de las finanzas 37
1.5. Plan del libro 42
Para pensar y discutir 43
2. La función social de las finanzas 45
2.1. Introducción 46
2.2. Funciones microeconómicas de las finanzas 47
2.3. Funciones macroeconómicas de las finanzas 52
2.4. Conclusión: El significado ético de las funciones sociales de las finanzas 54
Para pensar y discutir 59
3. La persona, el dinero y el riesgo 61
3.1. Introducción 62
3.2. Desde los proyectos en su integridad 63
3.3. Las formas de cooperación humana 67
3.4. La completitud y el equilibrio de las relaciones 68
3.5. La relación personal con el dinero 73
3.6. La relación personal con el riesgo 79
3.7. Conclusión: Equilibrios 85
Para pensar y discutir 86
Segunda parte 88
4. Generación y uso de la información 90
4.1. Introducción 91
4.2. La verdad y la publicidad de la información 93

4.3. El procesamiento de la información 98
4.4. La utilización de las estimaciones 102
4.5. Conclusión: Direcciones comunes 104
Para pensar y discutir 105
5. La dinámica de los mercados 106
5.1. Introducción 107
5.2. La justicia como calidad relacional 108
5.3. La justicia en los mercados 110
5.4. Los demandantes de fondos 115
5.5. Los proveedores de fondos 117
5.6. La toma de decisiones 118
5.7. El nuevo sistema financiero 122
5.8. Nuevos productos 123
5.9. La economía real 126
5.10. El cambio de función del sistema financiero 127
5.11. La crisis financiera 129
5.12. Conclusión 131
Para pensar y discutir 132
6. Conflictos de interés y problemas de agencia 134
6.1. Introducción 135
6.2. El problema de agencia y los conflictos de interés 136
6.3. El mercado y otros instrumentos para paliar estos problemas 142
6.4. Monismo, consejeros independientes e inversores institucionales 144
6.5. Problemas de agencia y conflictos de interés en las pymes 146
6.6. Conflictos de intereses con otros partícipes sociales 148
6.7. Conclusión: La delegación también precisa de la ética 148
Para pensar y discutir 150
7. El profesional financiero en la empresa 152
7.1. Introducción 153
7.2. Un par de experimentos psicológicos 154
7.3. El entrecruce entre la profesión y la empresa 159
7.4. La empresa como sujeto moral colectivo 160
7.5. El entrecruce entre la empresa y la familia: Conciliación 164
7.6. Conclusión: El significado ético de una decisión 166
Para pensar y discutir 168

Tercera parte 170
8. El objetivo financiero de la empresa 172
8.1. Introducción 173
8.2. Un objetivo para las finanzas y para el conjunto de la empresa 174
8.3. ¿Es ético el objetivo financiero? 177
8.4. El papel del Estado y de otros agentes para que el modelo funcione 181
8.5. Conclusión: Avanzando en el objetivo financiero 185
Para pensar y discutir 186
9. Directores financieros de empresa 188
9.1. Introducción 189
9.2. Problemas en el día a día del director financiero de una pyme 190
9.3. Problemas más típicamente financieros 195
9.4. Conclusión 198
Para pensar y discutir 199
10. Contables y auditores 201
10.1. Introducción 202
10.2. ¿Para qué se elabora la contabilidad? 202
10.3. Algunos problemas concretos 207
10.4. Conclusión 211
Para pensar y discutir 212
11. El Consejo de Administración 214
11.1. Introducción 215
11.2. Funciones del Consejo 215
11.3. Conflictos de interés 217
11.4. La retribución 222
11.5. Responsabilidad del Consejo 223
11.6. Conclusión 224
Para pensar y discutir 225
12. Banqueros y otros intermediarios 228
12.1. Introducción 229
12.2. La banca de inversión 230
12.3. La banca comercial 231
12.4. La transformación del negocio bancario: originar para distribuir 235
12.5. Too Big to Fail 238
12.6. Regulación de Basilea 240

12.7. Las medidas de riesgo 241
12.8. Conclusión: Significados éticos de la crisis del sistema bancario 242
Para pensar y discutir 243
13. Aseguradores 246
13.1. Introducción 247
13.2. Mediadores 248
13.3. Gestión de la empresa de seguros 250
13.4. Conclusión 253
Para pensar y discutir 255
14. Analistas de mercado 256
14.1. Introducción 257
14.2. El analista macroeconómico 258
14.3. Analistas de renta variable 260
14.4. Agencias de rating 263
14.5. Departamentos de riesgos en la banca 264
14.6. Conclusión 266
Para pensar y discutir 266
15. Gestores de fondos, brokers y otros operadores por cuenta ajena en los mercados 268
15.1. Introducción 269
15.2. Fondos de inversión y planes de pensiones 270
15.3. Banca Privada 273
15.4. Hedge Funds y Private Equity 274
15.5. Operadores de mercado: Brokers y Dealers 277
15.6. Conclusión 280
Para pensar y discutir 281
16. Reguladores y supervisores públicos 283
16.1. Introducción 284
16.2. La regulación del sistema financiero 285
16.3. Algunos problemas 287
16.4. Conflictos de interés 290
16.5. Conclusión 292
Para pensar y discutir 294
Cuarta parte 297
17. Los fallos éticos y políticos del sistema 299

17.1. Introducción 300
17.2. Las Finanzas como disciplina académica 301
17.3. Algunos fallos del sistema 304
17.4. Algunas propuestas para mejorar el sistema 307
17.5. Conclusión 312
Para pensar y discutir 313
18. Finanzas éticas 316
18.1. Introducción 317
18.2. Instituciones y ahorradores 317
18.3. Modalidades de finanzas éticas 320
18.4. Las formas institucionales 326
18.5. Las finanzas islámicas 326
18.6. Conclusión: Heurísticas que ayudan a la economía 329
Para pensar y discutir 330
Referencias 331
Otras recomendaciones bibliográficas 335
Otros libros 337
Ética y responsabilidad empresarial 338
La espiritualidad en el trabajo 340
Ética de los negocios 342
Ética para corruptos 343
Colección 345