
ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA ÉTICA HECHAS DESDE EL MUNDO FINANCIERO

Por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. José Ángel Sánchez Asiaín*

Dentro del Ciclo que la Academia viene desarrollando sobre Ética, se me asignó en su momento una intervención sobre la ética de los mercados financieros.

Hemos oído en este ciclo muchas y sugerentes lecciones sobre Ética. En él se han desarrollado intervenciones sobre la ética del trabajo y del ocio, sobre la ética de la Administración Pública, de la inteligencia, del derecho, de la opinión pública, del mundo de los negocios. Y faltan todavía intervenciones del mayor interés.

No cabe ninguna duda de que la ética está siendo objeto de una gran preocupación y que hoy en día se habla como nunca de ética. También de ética empresarial, y especialmente de ética financiera. Incluso se ha llegado a decir que si la cultura empresarial fue la gran cuestión de los 80, la ética empresarial lo es de los 90. Y son muchas las razones. Es una razón la tecnología, que ha potenciado de tal manera la acción humana en todas direcciones, desde la genética hasta la navegación espacial o la estructura de la materia, que su incidencia en la dimensión ética de la vida se extiende cada vez más. Desde una perspectiva económica, es una razón el derrumbamiento del mundo comunista, que deja el mercado libre sin un competidor excepcional y que de alguna manera obliga a continuar el debate ético en una sola dirección. Es una razón, de no menor peso, la creciente sensibilidad de la sociedad a los aspectos éticos de distintas parcelas de la vida.

* Sesión del 12 de marzo de 1996.

Y puede ser una razón, para que la ética esté de moda en el mundo de las finanzas, el que por muy diversas circunstancias se ha producido en los últimos tiempos y en casi todos los países europeos, una crisis de confianza en los sistemas financieros, que se ha visto potenciada por una serie de escándalos que han terminado planteando la cuestión ética en una zona que, debo de decirlo, no se corresponde exactamente con el contenido de este trabajo. Porque los conflictos éticos a que esta intervención se va a referir, son de tipo técnico, y se relacionan con la potencial criticidad del sistema financiero a la cuestión ética, por falta de adecuación de un sistema que no optimiza el valor añadido ofrecido a la sociedad. No va pues a tratar de aspectos ya tipificados en los códigos penales al uso, como los escándalos a los que nos estamos acostumbrando en los últimos tiempos.

* * *

He trabajado duro en la cuestión. He leído. He pensado. Y a los efectos de contrastar informaciones, debatir problemas con expertos, y definir posiciones, he tenido entrevistas y consultas con muchos profesionales y expertos, economistas, sociólogos, y financieros. Mientras, el contenido de mi exposición iba cambiando, obligado por la propia dinámica del tema, que me llevaba a situar mi trabajo en lo que cada vez me parecía más esencial en el planteamiento ético del mundo financiero, es decir, en hacer preguntas y buscar respuestas. Porque a medida que iba progresando en la investigación iba descubriendo nuevas perspectivas y nuevos interrogantes sin respuesta.

Por todo ello, lo único que estoy en condiciones de presentar en esta sesión son unas reflexiones personales suscitadas durante mi enfrentamiento con un trabajo que al principio me pareció fácil y luego resultó no serlo. Es cierto que empezamos a disponer ya de abundante información al respecto y que ya existen muchísimas publicaciones. Sin embargo, la lectura del abundante material que he ido recopilando y mis reflexiones sobre lo que hoy se denomina ética de los mercados financieros, me ha ido suscitando algunas preocupaciones que deseo compartir.

Por ejemplo, el mensaje que transmite la literatura al uso sobre la ética empresarial supone afirmar que hay planteamientos éticos que no presentan problemas. Porque, según esa literatura, el fin social de la empresa aparece en todo momento claro y los conflictos provienen de actividades fácilmente discernibles como inmorales. Quiero dejar claro, sin embargo, que en este trabajo parto de hipótesis distintas. Porque pienso que hoy día el comportamiento ético de la empresa y del empresario es una cuestión abierta, necesitada de mucho debate. Porque hay muchas preguntas que responder en torno a la situación social de la empresa y a sus responsabilidades éticas, y muchos campos que explorar. Y

porque los límites entre actividades éticas o no éticas no son tan fáciles de establecer en la realidad, especialmente en el mundo financiero.

Añadamos que cada día parece más claro, y quizá esto justifique en cierto medida lo que acabo de decir, que los modelos-base que se asumen en la mayor parte de las investigaciones sobre ética financiera, tanto de la sociedad en que vivimos como del sistema financiero del que queremos examinar su problemática ética, son modelos que hace ya tiempo quedaron superados.

Desde luego ha quedado superado el modelo del negocio financiero, porque el que actualmente se utiliza se limita a definirlo según las grandes líneas del vigente en los años 60, cuando la actividad financiera se reducía prácticamente al servicio de depósitos, a las operaciones crediticias más clásicas, algunos servicios de caja y custodia, y a la toma de participaciones industriales. No asumiendo por tanto, en términos generales, la dramática proliferación de productos y servicios financieros característica del modelo imperante desde los años 70. Ni los fundamentales cambios en el aparato informático. Ni la internacionalización y globalización de los mercados. Ni la aparición del concepto de grupo. Ni la realidad de los grandes mercados bursátiles y monetarios, en los que ya se opera en tiempo real, veinticuatro horas, a través de los sucesivos husos horarios.

Lo mismo puede decirse del modelo social que se utiliza en los análisis sobre ética financiera. Porque a la hora de referirse a la sensibilidad ética de la sociedad sobre la que opera el mundo financiero, no puede olvidarse que durante los últimos veinte años la sociedad ha experimentado notables cambios en su sistema de valores y en su sensibilidad ética.

* * *

En todo caso, si miramos a nuestro alrededor tendremos que concluir que hay una crisis de ética. Desde luego no hay duda de que nos enfrentamos a una crisis de valores, que es una de las formas más comunes de describir la situación cultural de las sociedades modernas y la de los individuos que la integran, y que, al final, hace referencia a una crisis de ética que afecta tanto a la dimensión social como a la individual.

Por ejemplo, al reflexionar sobre la ética desde el mundo financiero, la crisis que se está planteando en torno a la empresa y sobre sus verdaderas relaciones y obligaciones con el entorno. Porque la actividad empresarial ha entrado en una cierta crisis ética cuando ha empezado a cuestionarse el principio del beneficio. Cuando la sociedad ha empezado a percibir que no es cierto que la persona hu-

mana actúe en el seno de la empresa única y exclusivamente desde la racionalidad económica. Y cuando empieza a percibir que tampoco es posible entender y explicar la economía como algo independiente y autónomo del entorno.

Visto todo ello, claro está, desde una concepción de la ética como cuestión acerca de los valores y normas sociales, y sobre su influencia en la actividad empresarial. También como un conjunto de reglas de conducta que, respondiendo a las distintas sensibilidades de la sociedad, tratan en cada momento de evaluar qué acciones son buenas o malas según los estándares y valores establecidos. Porque no me parece exagerado partir del supuesto de que la ética, al final, constituye un conjunto de pautas de equilibrio para el desarrollo y convivencia de la sociedad, y que estas pautas van cambiando y actuando interactivamente hasta que unas terminan por imponerse sobre las demás.

Quiero por ello dejar claro que lo que de verdad me ha interesado en este trabajo, en lo que se refiere a la ética vista desde el mundo financiero, es en qué medida los mercados o las instituciones financieras permiten o favorecen en determinadas circunstancias o en determinadas acciones, que el valor añadido producido y puesto a disposición de la sociedad no se distribuya de acuerdo a como lo viene haciendo habitualmente, o que ese valor añadido no alcance sus niveles óptimos por fallos o defectos en el funcionamiento de los mercados o de las instituciones financieras. Esta es la herramienta básica de referencia a la ética que se maneja en este trabajo.

Y si el objetivo último de mi intervención es detectar frentes de conflictividad ética en la actividad financiera, mi tarea era hacer un esfuerzo por poner en relación dos planos tan distintos como el plano de la ética y el plano financiero. El plano de la ética, tan apasionante, pero por el que debo confesar que me siento obligado a caminar de puntillas, de prestado, por mi desconocimiento de sus planteamientos técnicos. Y el plano de la actividad financiera, que he vivido profundamente y que desde hace muchísimos años estoy intentando analizar y conceptualizar.

Para ello he tratado de bucear en la cuestión ética desde dos aproximaciones. Desde la plataforma del mundo financiero, por una parte, y por otra desde las exigencias de la sociedad en que vivimos. Una sociedad que, como el mundo financiero, también está cambiando sus parámetros y sus planteamientos éticos. Porque, como nos dice Bonet en *«La faz oculta de la modernidad»* muchos de los análisis que inciden en los elementos negativos de las sociedades modernas son en el fondo preguntas éticas para unas sociedades en las que, supuestamente, los individuos se encuentran desprovistos de los elementos sociales básicos de orientación e identificación.

Y si no solamente la ética, sino hasta las orientaciones y referencias sociales necesarias para los individuos parecen haber perdido peso de realidad, no parece exagerado concluir que aquella parte de la ética que afecta a la empresa y a los empresarios también debe estar sujeta a fuertes interrogantes.

* * *

Mi plan es el siguiente. Pretendo examinar en primer lugar el estado de la cuestión, partiendo de unas referencias básicas que tratan de aclarar de qué hablamos exactamente cuando nos planteamos la cuestión de la ética en el mundo financiero. Voy a plantearme luego lo que podríamos llamar la crisis ética que la actividad empresarial puede estar atravesando.

A continuación, y tomando como punto de partida los conflictos éticos convencionales en la empresa y especialmente en el mundo financiero, y las soluciones que se han ido dando a esos conflictos, trato de llegar a la conclusión de que las respuestas éticas al uso no responden, ni a la actual sensibilidad de la sociedad, ni a la naturaleza del mundo financiero de hoy. Concluiré en que para entrar a conocer mínimamente los potenciales frentes de conflictividad ética, cosa, por otra parte absolutamente necesaria, necesitamos formular unos nuevos modelos de actividad financiera y de sociedad. Definiré en grandes líneas esos modelos, y a partir de su confluencia voy a tratar de hacer una primera aproximación a lo que pudiera ser un inventario provisional de los nuevos conflictos éticos. Conflictos que ya nos están planteando la urgencia de definir «códigos» que den respuesta a esas nuevas preocupaciones éticas.

I. ETICA Y SISTEMA FINANCIERO

1. Qué es la ética? De qué hablamos cuando hablamos de ética en la empresa, o de ética en los mercados e instituciones financieras?

Inicié mi primera aproximación al tema tomando como punto de partida la bondad del mercado como mecanismo de asignación de recursos y de la importancia que, de cara a su correcto funcionamiento, revisten las cuestiones éticas.

Durante siglos el mundo del comercio ha sido observado por los moralistas con prevención, como una faceta de la actividad humana que, si no intrínsecamente mala, en nada contribuía al perfeccionamiento ético de quienes la practicaban. Pero esta visión negativa comienza a modificarse a medida que el intercambio de mercancías va incrementándose y la contribución de la economía de libre mercado al bienestar social comienza a hacerse evidente. De esta manera, la experiencia de las ferias agrícolas y ganaderas de la Baja Edad Media permite afirmar a Alberto Magno y a Tomás de Aquino que el precio justo es el valor de los bienes según la estimación del mercado en el momento de la venta. Posteriormente, en los siglos XVI y XVII el tráfico marítimo con América, y la entrada de grandes cantidades de oro y plata induce a la Escuela de Salamanca, con Francisco de Vitoria y Domingo de Soto al frente, a avanzar en los conceptos del riesgo y la depreciación del dinero. Y por primera vez comienza a pensarse que, según la formulación de Martín Azpilcueta, el dinero podría producir intereses. Finalmente, el desarrollo de la Revolución Industrial inglesa permitió a Adam Smith percibir los beneficiosos efectos del mercado, cuyos mecanismos, actuando al modo de una «mano invisible», hacen posible asignar eficientemente los recursos escasos de la economía y generar beneficio para toda la comunidad.

Por otra parte, la cruda realidad social que experimentaron durante los dos últimos siglos las sociedades industriales, propició la búsqueda de regímenes alternativos que permitiesen corregir las desigualdades, aparentemente insolubles, generadas por las economías de mercado. Pero uno tras otro han ido fracasando, mientras que la economía de libre mercado iba limando paulatinamente sus aspectos más ásperos. Y al final, el fracaso de los regímenes socialistas, como demostración de la falsedad de la creencia de que una economía planificada produce mayor bienestar social que el que se deriva de un sistema de libre mercado, ha entronizado a éste como el que genera un mayor bienestar social. Todo lo cual sitúa el debate, no ya en torno a la bondad o maldad inherente al mercado como en el pasado, sino a la manera de dotarle de mayor perfección.

Llegados a este punto, cabe preguntarse si la ética es un factor que lubrica y potencia el desarrollo del mercado o, si por el contrario lo entorpece. Las respuestas a ese interrogante han sido diversas. Así, para Mandeville, autor de *«La fábula de las abejas: O, Vicios Privados, Públicas Virtudes»*, los vicios de las personas no sólo no constituyen una traba para el crecimiento económico, sino que lo potencian, postura compartida posteriormente, en mayor o menor medida por muchos utilitaristas. Frente a ello, Adam Smith plantea en su *«Teoría de los Sentimientos Morales»* la tesis de que una persona puede ser malvada o viciosa, pero si en su esfera económica actúa de acuerdo con las «reglas del

juego» del mercado obtendrá beneficio, y el bienestar social se verá incrementado. Parece por tanto abogar por la necesidad de un mercado ético para que se produzcan los beneficiosos efectos asignativos de la «mano invisible», mientras que la moralidad de sus agentes en ámbitos ajenos a ese mercado le serían indiferentes.

No puede olvidarse en este repaso sobre puntos notables de la evolución de la significación de la ética en la empresa, a Max Weber, quien también pretendió encontrar una fundamentación espiritual para la actividad económica en su ya clásico estudio sobre *«La ética protestante y el espíritu del capitalismo»* y que, pese a las críticas de que ha sido objeto, todavía es hoy es una pieza capital de esta metodología.

Al final, y también como punto notable de esta evolución, tenemos que destacar que, tal como dice Arrow, el sistema de precios del mercado plantea grandes dificultades, incluso dentro de su propia lógica, lo que refuerza la opinión de que por muy valioso que sea en determinados aspectos, no puede ser el árbitro absoluto de la vida social. Añadiendo que, además, el sistema de precios no establece en modo alguno una distribución justa de los ingresos. De esta manera, y tanto desde el punto de vista de la eficacia como desde el de la justicia distributiva, parece necesario recurrir a algo más que al mercado y buscando ese más, Arrow vuelve sus ojos hacia los principios de la ética, postulando que una forma de considerarlos de manera compatible con el análisis económico racional, es aceptar que esos principios constituyen «acuerdos», que han sido aceptados por la sociedad de forma implícita, de respeto hacia los demás, y que reportan beneficios mutuos. Acuerdos que son básicos para la supervivencia de la sociedad, o al menos contribuyen en gran medida a la eficiencia de su funcionamiento. Y es ello lo que lleva a Arrow a señalar que esos acuerdos implícitos de respeto a los demás, en forma de «confianza mutua», aportan un importante lubricante al sistema social.

Podríamos llegar así a la conclusión de que la confianza y otros valores similares como la lealtad o la sinceridad, son bienes que tienen un valor económico real y práctico, que aumentan la eficiencia del sistema y que facilitan que se produzcan más bienes o cualesquiera otros valores. Y de esta manera se ha podido decir que la existencia de una confianza mutua entre los distintos agentes económicos, basada en la condición de que todos, o su gran mayoría son honrados, es un elemento que no tiene precio en el desarrollo de una economía.

Resulta por ello ilustrativo comprobar el valor sustancial que, en relación con la competitividad, se concede hoy a aspectos tales como la actitud de

los trabajadores, el clima de relación entre los directivos honestos, o el grado de corrupción de la Administración. Como significativo resulta también que cada día sea mayor el convencimiento de que existe una relación directa entre el nivel de desarrollo de un país y esos aspectos, especie de activos invisibles, que se tejen en torno a la problemática ética. Situación que podríamos generalizar diciendo que, en última instancia, los valores éticos de una colectividad parecen constituir un activo, no por intangible menos valioso para el desarrollo económico y para el bienestar material de una sociedad que los tradicionalmente conocidos.

Llegados a este punto, habría que preguntarse si, a nivel individual, una empresa que actúe éticamente se verá o no beneficiada por ello. Es decir, si la asunción de principios éticos en la gestión diaria es un «input» con valor económico, como algunos autores aceptan, señalando que la reputación es un activo susceptible de generar rentas. Otros van más allá, considerando que la ética y las obligaciones morales de los gestores no deben arrinconarse en el campo de las virtudes personales, porque sólo de esta manera será posible generar confianza y, a través de ello, compromiso y esfuerzo para lograr con éxito los objetivos económicos, lo que es especialmente válido en el mundo financiero. Aunque sea preciso reconocer que la investigación doctrinal sobre todo esto es aún muy reducida.

* * *

Etimológicamente ética significa, entre otras cosas, ciencia o arte de las costumbres. Filosóficamente la ética trata de la moral y de las obligaciones del hombre, entendiendo por moralidad el carácter de bondad o malicia de las acciones humanas. La ética se interesa, pues, por las normas de conducta de las personas que forman los grupos sociales.

Es difícil, sin embargo, establecer un concepto de la ética que sea compartido por las diferentes escuelas. Cabe aludir a las principales tendencias y tomar una posición entre ellas optando por alguna, o adoptar una posición ecléctica. Cabe eludir el tema dando razones de por qué en una situación como la actual es prácticamente imposible encontrar un punto de partida común a todos los puntos de vista con los que tiene que tratar una institución financiera. Puede recurrirse también al sistema de aludir-eludir el tema, señalando que hay una pluralidad de perspectivas que hasta ahora nadie ha logrado reducir a una global.

La cuestión es realmente difícil. Y hasta los propios «profesionales de la ética», los profesores de ética de las Facultades de Filosofía, plantean la ética desde la duda. Victoria Camps nos dice en su *«Imaginación Ética»* que Spino-

za fracasa en su objetivo de construir una ética basada en un conocimiento racional y no imaginativo. Que los imperativos de la razón pura no son adecuados a la práctica que vivimos. Que Marx o Nietzsche vislumbraron un final demasiado perfecto. Y que los actuales filósofos de la moral siguen viviendo a expensas del modelo kantiano.

Dice en resumen, que la historia nos ha dejado teorías demasiado acabadas, demasiado optimistas, en las que, de alguna manera, hemos dejado de creer al constatar que la sabiduría práctica no deriva ni coincide con el saber teórico. Y concluye señalando que el término medio de la virtud aristotélica coloca a la ética en el lugar justo. El de la decisión, previa deliberación, único reducto desde el que cabe hablar de libertad o autonomía moral. Porque la libertad es indeterminación, indecisión y duda, precisamente allá donde la incertidumbre más nos duele porque no podemos ni debemos eludir la decisión.

Desde el punto de vista del discurso ético me parece sugerente y muy práctica a los efectos de la ética financiera la distinción que Hans Jonas hace en *«El Principio de la Responsabilidad»* al diferenciar entre éticas de la cercanía y éticas de la lejanía, cuando nos señala que las éticas que han existido hasta ahora han sido éticas de la cercanía, es decir, el prójimo como destinatario del comportamiento ético. Ética para el aquí espacial y para el ahora temporal. Mientras que es una realidad que el poder que la humanidad ha acumulado gracias al saber científico y tecnológico, nos está obligando a buscar éticas para la lejanía, tanto espacial como temporal. Es decir, éticas para las consecuencias de actividades presentes pero cuyos resultados no se ven ni aquí ni ahora.

La obra de Hans Jonas constituye un ensayo de una ética para la civilización tecnológica, una ética que se cuida del futuro, que pretende proteger el futuro de las consecuencias de nuestras acciones presentes. Pretende demostrar que todas las éticas habidas hasta ahora compartían tácitamente una serie de premisas que ya no son válidas, y reflexionar lo que eso significa para nuestra situación moral. Afirma que esos desarrollos científico-tecnológicos han modificado el carácter de la acción humana, y que dado que la ética tiene que ver con las acciones, la modificada naturaleza de las acciones humanas exige un cambio también en la ética. No sólo en el sentido de que los nuevos objetos que han entrado a formar parte de la acción humana han ampliado materialmente el ámbito de los casos a los que han de aplicarse las reglas válidas de comportamiento, sino en el sentido, mucho más radical, de que la naturaleza cualitativamente distinta de varias de nuestras acciones ha abierto una dimensión totalmente nueva de relevancia ética, no prevista en las perspectivas y cánones de la ética tradicional.

2. Crisis ética de la actividad empresarial

Y si esto es así, si la ética y las orientaciones y referencias sociales parecen haber perdido peso en la realidad, la ética de la empresa también debe estar sujeta a fuertes interrogantes, comenzando por su propia naturaleza. Lo que nos obliga a plantear la ética empresarial en su contexto más amplio, incluso desde una perspectiva histórica que nos pueda permitir entender el origen y los contenidos de esa crisis ética, así como contemplarla en un entorno multidisciplinar.

Porque es una realidad que la actividad empresarial entra en crisis en sus planteamientos éticos cuando comienza a cuestionarse el principio del beneficio. La economía ha sido uno de los campos que con la aceleración histórica de la modernidad más plenamente ha alcanzado su propia autonomía, y ello ha significado la posibilidad de regirse exclusivamente por principios derivados de su propio mundo. De esta manera, la economía, campo de actuación del «homo economicus», nos explica y trata de demostrarnos que éste siempre busca racionalmente el aumento de su propio beneficio, dejando al margen cualquier otra consideración. Y la teoría económica, que intenta interpretar y disciplinar la actuación de todos los agentes económicos, se fundamenta precisamente en esa constante actuación racional del ‘homo economicus’.

Es decir, que el sistema económico ha venido posiblemente actuando como campo cerrado en sí mismo, como un sistema que ha intentado interpretar a los distintos agentes económicos a través de un hacer que se basa en la más estricta racionalidad económica. Y no olvidemos que la cultura moderna se ha caracterizado por una fuerte tendencia a autonomizar cada nuevo sistema, a dar por supuesto, contradiciendo a Gödel, que éstos pueden entenderse y explicarse desde sí mismos, sin ninguna necesidad de referencia a los entornos en los que existen. Con el peligro de desconectarse en algún momento de esos otros intereses, en nuestro caso, de la sociedad.

Cuando la sociedad empieza a percibir que no es cierto que la persona humana, como consumidor, como empresario, o como trabajador, actúe siempre única y exclusivamente desde la racionalidad económica. Y empieza a percibir lo equivocado que es entender el ámbito de la economía como un espacio cerrado y autónomo, sin conexión con el exterior. Por ello la crisis de la modernidad se manifiesta también en el ámbito de la economía, concretándose en la imposibilidad de una comprensión independiente y autónoma del hecho económico.

Como resultado, cada día va apareciendo más clara la necesidad de superar el exclusivismo del principio del beneficio, así como de conectar más es-

trechamente la actividad económica en el conjunto de la actividad social. Y Arrow lo confirma señalando que tanto desde el punto de vista de la eficiencia, como desde el de la justicia distributiva, es necesario recurrir a algo más que al mercado porque, supuesto que el sistema de precios no es un absoluto, tendremos que considerar también la responsabilidad social.

Y si a la vista de todo ello la situación actual de la institución empresa obliga a pensarla recolocándola en un contexto social más amplio para superar los estrictos límites de la racionalidad económica, no podemos dejar de tener en cuenta que ese contexto en el que debe insertarse, se encuentra a su vez aquejado de una profunda crisis, que constituye el núcleo de la crisis de la modernidad. Y tampoco podemos olvidar que esa tendencia de la cultura moderna a autonomizar cada sistema y a desarrollarlo sin necesidad de referencia a los entornos, vive inconscientemente el equívoco de equiparar la lógica del sistema con su bondad, es decir, que confunde lógica con ética.

Aunque también podría decirse que lo que sucede es que no entiende bien la lógica del propio sistema, en la medida que la referencia al entorno, de acuerdo con las formulaciones teóricas más conocidas, es elemento esencial de su naturaleza. El hombre es un ser abierto, un nudo de relaciones. Por tanto la economía, vista como campo cerrado, puede entrar en colisión con la ética. Porque lo que es absolutamente necesario, es que el sistema, para ser eficiente, tenga una relación externa, y es éso lo que permite la cuestión ética.

Ahora bien, si la cuestión ética es un problema de relación, deberíamos llegar a la conclusión de que el interés en torno al sistema tiene que estar en relación con el interés del entorno y que, por lo tanto, el interés del sistema financiero tiene que estar en relación con el interés del sistema productivo, y éste, al final, en relación con el interés del consumidor o de la sociedad.

Hay algo más que añadir en relación con la crisis ética de la actividad empresarial. Y es el hecho de que lo que en la ciencia económica eran hasta hace muy poco factores externos, no internalizables en el discurso propiamente económico, es decir, factores suficientemente marginados como para no dedicarles atención central específica, hoy ya son factores internos. Aunque la ciencia económica no haya sido capaz todavía de desarrollar instrumentos de evaluación adecuados que nos permitan darnos cuenta de su cada día mayor significación en la economía de empresa y en la economía individual y nacional.

Dos son, fundamentalmente, las razones de la superación de la frontera entre factores internos y factores externos. Una, el hecho de que la actividad

económica tiene hoy consecuencias sociales que no pueden ser en modo alguno consideradas como externas a la propia actividad económica, por la atención dedicada desde la Administración a esas consecuencias. Porque esto le obliga a dotarse de recursos para cumplir con la función de su política social, lo que reduce sin duda otro tipo de inversiones.

La otra, el que la actividad económica se centra cada vez más en transformar ciencia y tecnología, es decir conocimiento, en productos consumibles. Y con el conocimiento está sucediendo lo mismo que con la actividad económica, que va dejando' de ser una actividad autónoma, cerrada, regulada por sus propios principios, para pasar a ser entendida en todas sus implicaciones. Porque también se va abriendo paso la idea de que, en un ámbito limitado de la naturaleza, la autonomía en un área tiene consecuencias, a veces imprevistas, en otras, lo que niega la bondad de la autonomía. Y esta percepción tiene indudable incidencia en la actividad económica, y desde luego en su problemática ética.

Todo esto me permite colocar mi intervención en línea con la tesis formulada por el filósofo Hans Jonas a que antes me he referido, en el sentido de distinguir las éticas para la cercanía de las éticas para la lejanía. Porque no basta, por ejemplo, con decir que el quehacer económico tiene una función social buena y que en la función económica la persona debe buscar la consecución de su fin humano propio. Hay posiblemente mucho más que puede esconderse detrás de un horizonte más amplio, tanto espacial como temporal. Y para ello no basta con retomar simplemente virtudes clásicas como la justicia, la verdad, o la lealtad.

Parece que de todo lo que venimos diciendo se deduce que pueden existir dudas éticas de tipo conceptual sobre determinados aspectos de la actividad empresarial. Porque el mundo de la empresa no puede abstraerse de ninguna de estas cuestiones. Y está claro que, en este supuesto, se nos puede plantear con todas sus consecuencias lo que el propio Hans Jonas llama el principio «responsabilidad», principio que nos deberá llevar a abstenernos de aquellas acciones de cuyos efectos no podemos responsabilizarnos, aunque no sea más que por defectos de previsión.

3. Las peculiaridades del mundo financiero

La cuestión de la naturaleza de lo financiero, es decir, la determinación de si éste es o no un sector diferente de otros sectores productivos, es una cuestión relevante a la hora de analizar sus relaciones con la ética. Porque las peculiaridades del sistema financiero son muchas. Es peculiar el hecho de que la

banca actúe como fuente primaria de liquidez para el conjunto de la economía, mediante el proceso de creación de dinero bancario. Es peculiar su capacidad para ofrecer medios de pago a la vista y realizables a la par, lo que le convierte en el principal tutor y garante del correcto funcionamiento del sistema de pagos. Es peculiar aunque cada día lo sea menos, su seguimiento puntual y continuo del riesgo crediticio, que le permite resolver los fallos del proceso de forma ordenada, impidiendo que sus efectos se propaguen al resto de la Economía. Y es peculiar el hecho de que los cimientos sobre los que reposa todo el edificio financiero se sustenten en un concepto, tan frágil y tan sencillo de perturbar, como es el de la confianza del público. Este es el marco en el que operamos.

Y todo eso es lo que refuerza y hace peculiar su dimensión ética, porque se puede decir que cuando el sistema financiero atraviesa por problemas, el resto del sistema se resiente y es en última instancia la sociedad entera la que sufre. No debe resultar extraño, por tanto, que a diferencia de lo que ocurre en los demás sectores económicos, haya un cierto consenso en estimar que no parece adecuado, como principio general, dejar a «la mano oculta del mercado» la exclusiva resolución de los problemas generados en torno a las entidades financieras ineficientes.

Aunque también sea necesario desde el punto de vista ético preguntarse si está o no está justificado el coste que el conjunto de la sociedad debe asumir para preservar la integridad del sector, costes que con las experiencias más recientes son realmente importantes. Porque conviene recordar que la crisis bancaria sufrida en España a finales de los años 70 y principios de los 80, ocasionó un coste del orden del billón de pesetas, y que el coste estimado por el Secretario del Tesoro de Estados Unidos para hacer frente a la crisis de su sistema de Cajas de Ahorros en los años 90, puede superar los trece billones de pesetas, y teniendo en cuenta que todo ello al final es sufragado por el contribuyente, el debate sobre la naturaleza de la banca y de lo financiero, aunque pueda parecer académico, tiene unas consecuencias prácticas de un alto contenido ético.

II. LA CONFLICTIVIDAD ETICA FINANCIERA CLASICA

Dos son los conflictos más representativos del debate clásico sobre la ética empresarial, los denominados «conflicto de agencia» y «conflicto de información privilegiada».

1. El conflicto de agencia

El conflicto de agencia se plantea en el momento en que se produce una disociación de intereses entre la propiedad de la empresa y sus administradores. Surge cuando una parte (el cliente) debe confiar en otra (el agente), con intereses divergentes o con información diferente. Porque cuando la información que uno y otro poseen es asimétrica, el conflicto es muy posible si la parte con más y mejores datos decide utilizar éstos en su favor. Para las entidades financieras este conflicto reviste especial relevancia en multitud de ocasiones. Por ejemplo, en el momento de suministrar financiación a una empresa, en la medida que la relación crediticia y las reales perspectivas de la inversión deben ser en principio mejor conocidas por los gestores de la firma que por los acreedores bancarios, y esto abre un amplio frente de conflictividad ética.

El problema se origina y generaliza por la atomización del accionariado en multitud de pequeños propietarios y por el hecho de que en muchas ocasiones éstos desconozcan totalmente las complejas técnicas de producción y de gestión de las empresas en las que invierten sus ahorros. Y ello lleva inevitablemente a poner el control de esas empresas en manos de sus gestores. En esta situación, la presunción de que el beneficio de la empresa será maximizado, se derrumba ante la posibilidad de que los gestores pretendan maximizar su propia utilidad, identificando su permanencia como gestores con los intereses a largo plazo de la empresa, poniendo en tela de juicio la eficiencia y en última instancia la propia supervivencia de un sistema capitalista basado en la formación de grandes sociedades anónimas.

Hay mucha literatura sobre ello, a partir de Berle y Means, primeros analistas de este conflicto, pero aún no se ha afinado suficientemente en su instrumentación como para decir que vamos caminando hacia respuestas válidas para el conflicto.

El reparto del valor añadido generado por la empresa entre los distintos partícipes sociales que la componen es una decisión de indudable contenido ético, en la medida que la evaluación de los resultados obtenidos por una persona no deja de ser un proceso en el que seres humanos juzgan a otros seres humanos. Y la amplia zona nebulosa que existe sobre la legitimidad de la asignación, hace muy difícil establecer cuándo un gestor está actuando en un legítimo provecho propio, o cuando está actuando en detrimento de la empresa. Parece, por ello, la manera más justa de superar dicho conflicto pasar porque sea el propio mercado quien evalúe si la solución final es satisfactoria o no, aunque esta solución no siempre sea operativa en la práctica, y en todo caso la evalua-

ción acostumbra a llegar tarde. Alternativa complementaria es el mercado de Directivos, que añade más información y transparencia. Porque los males de mercado sólo se curan con más mercado.

Para el sistema financiero esa diferencia de información supone un elemento central de la intermediación bancaria, porque no sólo existe en el momento de la concertación del crédito sino que permanece a lo largo de la vida del mismo. Y esto puede incentivar actuaciones del prestatario que podrían traducirse en una pérdida de valor de sus derechos.

Aunque pienso que el verdadero problema del conflicto de agencia no reside tanto en la posibilidad de que una de las partes lleve a cabo acciones no éticas, cuanto en la dificultad de generar la confianza de que ésto no va a ocurrir. Por tanto, la raíz del conflicto vuelve a ser de índole ética y en su resolución debe jugar un papel determinante la capacidad de la parte en posición de actuar aventajadamente para transmitir al mercado señales creíbles de su buena voluntad.

2. El conflicto de información privilegiada

Otro importante problema ético clásico en el seno de la empresa se produce en torno a lo que se llama información privilegiada. Para que el mercado pueda ejercer su actividad disciplinante de una manera eficiente, es preciso que suministre de forma simultánea a todos los agentes que en él intervienen toda la información susceptible de influir sobre sus decisiones de inversión. Porque cuando una información de este tipo es conocida sólo por uno o varios individuos, éstos pueden tomar sin riesgo posiciones beneficiosas que al resto les están vedadas. El quebrantamiento ético que supone la utilización de información privilegiada es tanto más grave cuanto la institucionalización de sistemas de información asimétrica sume al mercado en una dinámica de mutuo recelo, en la que todos creen estar tratando con iniciados. Lógicamente, ello se traduce en un coste adicional, que se ve acentuado por la desviación de recursos derivada de los esfuerzos por conocer este tipo de información y obtener así un plus adicional de iniciado. También lleva a una pérdida de confianza en el mercado de capitales, que desincentiva su utilización como canal de las demandas de financiación para nuevos proyectos, cegándose con ello una importante fuente de recursos.

Desde el punto de vista financiero hay que añadir otra cuestión. El de una relación estable de las entidades financieras con las empresas a las que financian y en las que a veces poseen participaciones accionariales, que permite

a aquéllas gozar en muchas ocasiones de mejor información sobre esas empresas que el mercado Y de hecho, esta asimetría informativa constituye la principal justificación de la actividad de intermediación bancaria, frente a la alternativa de poner en contacto directo a inversores y ahorradores últimos de la economía a través de los mercados de capitales. Por todo ello, lo que esta asimetría introduce en el sistema de forma permanente es un nuevo potencial de conflictos éticos que deriva de que esa estratégica posición, además de permitir una mejor gestión del riesgo, puede utilizarse en el mercado bursátil para obtener ganancias adicionales. Conflicto que se plantea con especial intensidad en aquellas entidades financieras que por seguir el modelo germano de banca universal, desarrollan simultáneamente actividades de banca comercial y de títulos valores.

El conflicto de agencia y el de información privilegiada son los dos conflictos éticos paradigmáticos de lo que pudiéramos llamar la empresa convencional. Son, por otra parte, prácticamente los únicos que existen en su repertorio de conflictos éticos, aunque al final los dos se encuentren en el fondo de otros conflictos aparentemente más sofisticados que hoy están apareciendo. Y ha sido la falta de conciencia social que ha existido en torno a los bienes que vulneran estos conflictos lo que explica la ausencia hasta épocas bien recientes de códigos de conducta a este respecto, y lo que explica la inclusión tan tardía de este delito en los códigos penales.

3. El Fondo de Garantía de Depósitos como factor de estabilidad, y como agente potencial de conflictos éticos

El Fondo de Garantía de Depósitos es una institución financiera ya clásica que durante las últimas décadas ha probado en todos los países su eficacia, al dotar a las distintas economías de una estabilidad hasta entonces desconocida. También ha probado en sentido contrario, que cuando el Fondo no ha funcionado bien, el sistema ha perdido estabilidad, como quedó demostrado en su momento con las cajas de ahorro americanas. Y es ello lo que ha permitido a familias y a empresas encarar su futuro económico con una mayor tranquilidad y confianza, introduciendo en el sistema, a través de esa estabilidad, indudables beneficios sociales.

Sin embargo, inevitablemente, el Fondo de Garantía de Depósitos siempre ha conllevado gérmenes de potenciales conflictos éticos, en la medida que la garantía concedida, así como las primas que aportan las entidades, acostumbra a ser iguales, con independencia de la calidad de su gestión. Y ya no hay dudas de que ello desincentiva la aversión al riesgo y facilita la aparición de

problemas relacionados precisamente con el «riesgo moral de salvaguardia». Porque la seguridad de que, ante la cobertura ofrecida por el sistema, los depositantes no abandonarán la entidad, tiende a alentar fenómenos de huida hacia adelante, sin incentivo ninguno por los estándares éticos con los que habitualmente actúan los gestores.

Y ésto es especialmente significativo, si se tiene en cuenta que, en ese supuesto, el Fondo de Garantía de Depósitos no sólo acentúa el atractivo hacia el riesgo, sino que puede suponer que las políticas poco prudentes adoptadas por algunas entidades tiendan a expulsar del mercado a las entidades sanas. O que éstas, para evitar ser expulsadas, se vean obligadas a reaccionar siguiendo la conducta de sus competidores. Paradójicamente, el seguro de depósitos podría llegar con ello a convertirse en un factor que potencie y contagie de problemas de riesgo a todo el sistema, como desgraciadamente puede comprobarse en ejemplos muy conocidos. Aunque haya que reconocer que cuando el sistema ha fallado, no siempre ha sido por un conflicto ético, y que hay muchos casos en que los movimientos erróneos pueden explicarse por no haberse logrado un equilibrio entre la protección y el riesgo.

III. LAS RESPUESTAS ÉTICAS AL USO NO RESPONDEN NI A LA ACTUAL SENSIBILIDAD DE LA SOCIEDAD NI A LA NATURALEZA DEL MUNDO FINANCIERO. LA NECESIDAD DE NUEVOS MODELOS

Pero las respuestas éticas al uso que se ofrecen ante los nuevos frentes de conflictividad ética que ya se están planteando, no responden ni a la actual sensibilidad de la sociedad, ni a la naturaleza del mundo financiero, situación que produce una alta insatisfacción.

Insatisfacción por comprobar que la evaluación ética que se hace de la actividad financiera se reduce prácticamente en la mayor parte de la literatura profesional a contrastar las distintas actuaciones financieras a través de un «modelo de sociedad» y de un «modelo de actividad financiera» que hace tiempo que han sido superados por modelos más complejos que reflejan mejor la realidad de lo que es la sociedad hoy, y la realidad de lo que en la actualidad es el mundo financiero.

Insatisfacción también porque las respuestas que se vienen dando a la problemática ética de la actividad de los mercados e instituciones financieras, se enmarcan en un cuadro que deja una cierta sensación de que hoy la dimensión ética se reduce casi exclusivamente a ajustes de las virtudes clásicas a situaciones financieras más complejas, olvidando que las quiebras morales y las quiebras ideológicas del siglo xx han alterado sustancialmente la sensibilidad de la sociedad.

Por ello, profundizar en la conflictividad ética del mundo financiero de hoy exige clarificar previamente sobre qué modelos estamos actuando y sobre su operatividad. Y dos son los modelos que debemos analizar a este respecto. Uno es el que regula la actividad de las instituciones y mercados financieros. Otro el que conforma y explica el comportamiento y sensibilidades de la sociedad.

1. El actual modelo de las instituciones y mercados financieros

El modelo por el que hoy se rigen las instituciones y mercados financieros, que no es el que se aplica a en estos momentos a los estudios éticos, es muy distinto del modelo imperante hasta los años 70. Un modelo éste muy simple, en el que la competencia se hallaba absolutamente limitada por una rigurosa reglamentación de los tipos activos y pasivos. Tipos de pasivo máximos y tipos de activo mínimos. Un modelo en el que imperaba una rígida segmentación de los mercados financieros y de las actividades que podían desarrollar los intermediarios, así como un riguroso control sobre el número de oficinas que cada entidad podía tener abiertas, agravado todo ello por la intromisión de los poderes públicos en la asignación de los fondos en poder del sistema. Un modelo, por otra parte, con un bajo perfil de gestión, que se basaba en la subsidiación de unos clientes a otros, y donde el negocio bancario tenía una considerable dificultad de producir una correcta distribución de sus costes. Un modelo aparentemente estable, que entró en crisis a mediados de los 70, momento en que los términos de la cuestión empezaron a cambiar, y a cambiar muy rápidamente, cuando el cliente se sintió más fuerte, más informado, y con mayor preparación. Y cuando la tecnología colocó a las entidades financieras en condiciones de ofrecer otros servicios y de adaptar su organización interna a ellos, que es el punto fundamental a partir del cual comenzó a gestarse una nueva realidad del mundo de las finanzas.

Y ello nos ofrece un nuevo modelo cuyas palabras claves son hoy «desregulación», «innovación» y «titularización». La «desregulación» que suprime las barreras en los mercados financieros nacionales y entre éstos y los interna-

cionales. La «innovación» que surge con intensidad en todos los intermediarios y se aplica a todos los mercados. Y la «titularización» que comunica el mercado bancario con el de capitales o títulos. Y como resultado de esas fuerzas, juntamente con los dramáticos avances tecnológicos, aparece el fenómeno de la «globalización», que por sus consecuencias podría calificarse como la «cuarta revolución bancaria», y que nos lleva a la configuración de un solo mercado financiero, sin separaciones nacionales entre los distintos tipos de activos financieros o entre las diferentes clases de instituciones financieras. Un solo mercado global que equilibra y dirige las transacciones que tienen lugar en los diferentes puntos del planeta.

Este modelo es, sin duda, dinámico, lo que quiere decir que debe explicitar en cada momento la problemática del sector financiero, los productos que ofrece a la sociedad, los instrumentos que utiliza, y en relación con el modelo de sociedad, la particular problemática que puede generar. El esfuerzo por clarificar todo ello es absolutamente necesario. Entre otras cosas, porque no existe un sistema financiero óptimo que, además de encontrarse libre de riesgos de crisis, sea eficiente en las diversas acepciones del término. Sí es necesario, sin embargo, que en todo momento haya una coherencia entre el sistema financiero y el entorno en el que opera, es decir, la sociedad, porque el mundo financiero está condenado a ajustarse a las necesidades del mundo real. Y si éste cambia, aquél tendrá que hacerlo, aunque por algún tiempo se produzcan desajustes que hagan pensar que esos dos mundos viven separados. Esta es la verdadera optimización. Y por ello es necesario vigilar en cada momento cómo el modelo financiero se ha acoplado al mundo real, a la sociedad.

2. El «modelo» de la Sociedad de hoy. La nueva sensibilidad ética

Tenemos también que examinar el actual modelo de sociedad y las alteraciones que en los últimos años ha experimentado en su sensibilidad ética.

Y tenemos que comenzar por decir que el «modelo» que explique la realidad de la sociedad de hoy no puede dejar de integrar en su estructura a la persona como agente económico, y tanto en su dimensión de consumidor como de trabajador. Porque la superación de la racionalidad propia de la economía, de que antes hemos hablado, tiene su paralelo en el «individuo agente económico», cuyas decisiones no pueden ser explicadas exclusivamente desde la estricta racionalidad en la consecución del mayor beneficio material. Y esto porque hoy éste trasciende hacia ámbitos antaño supuestamente tan poco económicos como la

colaboración, el espíritu de equipo, la creatividad, la lealtad, la responsabilidad, o la confianza, por no citar más que unos pocos. De la misma forma que sabemos que el comportamiento del consumidor tampoco puede ser explicado exclusivamente por criterios de estricta racionalidad económica, en la medida que ese comportamiento también obedece a motivaciones psicosociales.

Ello nos plantea la necesidad de introducir en el «modelo» esos componentes hasta ahora marginados, o no considerados relevantes para la correcta explicación del funcionamiento económico, como son los criterios sociales y culturales, o los criterios éticos.

Y si el individuo no es reducible a la racionalidad económica, ni como consumidor ni como productor, si el conocimiento científico técnico está abocado a tomar en consideración contextos más complejos y más amplios, y si la actividad económica tampoco puede encerrarse en su torre de marfil y tiene que aceptar que actúa como agente y como paciente, todo ello en un contexto social en el que valores, esperanzas, confianzas, y otros intangibles juegan ya un papel importante, no tendremos más remedio que plantear la problemática de la ética empresarial en el contexto de un nuevo modelo.

También deberá tener en cuenta ese modelo que en estas últimas décadas los españoles han cambiado mucho sus actitudes y comportamientos. Ahora son mucho más conscientes de sus derechos como personas y como ciudadanos, expresan más fácilmente sus quejas y exigencias, han perdido el miedo al poder, y han aprendido que se puede presionar para obtener lo que desean. Al asumir las pautas y actitudes de la sociedad de consumo, han roto cualquier limitación a sus expectativas, y ello unido a la internalización de los valores de igualdad y libertad, ha conducido a una actitud generalizada de que no sólo se puede aspirar a todo, sino que se tiene derecho a obtener todo y que ese todo debe ser garantizado por el Estado. Como dice una máxima del Estado del Bienestar: siempre más, nunca bastante.

Aunque a efectos de esta intervención sólo nos interesen aquellos aspectos de la vida cotidiana que directa o indirectamente conectan con el mundo financiero, como pueden ser la aceptación prácticamente plena del modelo económico de mercado libre, una nueva sensibilidad a las crecientes demandas de respeto a la intimidad personal, en este caso de intimidad financiera, la aversión a todo lo que representa narcotráfico o blanqueo de dinero, o la creciente exigencia ciudadana de un más estricto cumplimiento de la fiscalidad, por no citar más que unas pocas. Cuestiones todas, donde la problemática ética que se plantea a las entidades financieras es crecientemente importante.

La intimidad personal, por ejemplo, constituye desde siempre una demanda social, pero nunca como ahora ha estado tan amenazada por los avances y conquistas de esa herramienta de trabajo que es la informática, especialmente en el ámbito financiero. Y este es un importantísimo frente ético que las instituciones y los mercados tienen abierto. Porque, como muy recientemente nos decía aquí mismo nuestro compañero Académico correspondiente Antonio Enrique Pérez Nuño, las ingerencias del ordenador en las diversas esferas y en el tejido de relaciones que conforman la vida cotidiana, se hace cada vez más extendida, más difusa y más implacable, por la omnipresente vigilancia informática de nuestra existencia habitual. Y desde el punto de vista del ámbito ético a que nos estamos refiriendo, no podemos ni imaginar la profunda intromisión personal que podría representar, si se llegara a utilizar al margen de la propia relación institución financiera-cliente, la definición del perfil financiero de un ciudadano obtenida cruzando los miles de datos que de cada uno de nosotros se dispone, no ya en el sistema en su conjunto, sino en una sola entidad en muchas ocasiones. Porque el aparato informático hoy disponible puede, a partir de datos dispersos y aparentemente desconexos unos de otros, reordenarlos y darles una unidad que permita definir el más afinado perfil de un ciudadano cualquiera, en un área determinada. Sin ir tan lejos, y en el orden puramente financiero, la disponibilidad de datos parciales de una sola entidad, ya podría constituir una potencial agresión a la intimidad personal si fueran utilizados fuera de su circuito normal.

Es también una realidad de nuestra sociedad la dramática sensibilidad al narcotráfico y como consecuencia al problema del blanqueo de dinero, lo que introduce en el mundo financiero una nueva responsabilidad ética. Una nueva responsabilidad que multiplica notablemente su problemática por los efectos de la liberalización de los flujos de capitales, por la complejidad y opacidad de algunas operaciones bancarias, por las modernas tecnologías, y por la rápida internacionalización de las grandes entidades financieras.

Otro frente de potenciales conflictos éticos lo constituye la creciente sensibilidad ciudadana en relación con el cumplimiento de las obligaciones fiscales, sensibilidad derivada de un mayor conocimiento de que los déficits producidos por algunos contribuyentes tienen que ser compensados con una mayor contribución de otros. Frente a ello tenemos que reconocer que las instituciones financieras ofrecen un involuntario y complejo sistema que puede hacer más fácil la opacidad fiscal. Pensemos lo que puede representar a esos efectos el moderno concepto de «grupo financiero», con sus rosarios de sociedades independientes y su presencia en múltiples países, unido al constante y libre flujo de capitales, a la operatividad de 24 horas de los mercados, y a la omnipresencia de

la informática. Añadamos la opacidad que en el mecanismo fiscal introducen algunos productos financieros. Y recordemos lo difícil que es, incluso desde el punto conceptual, seguir la traza fiscal de los contribuyentes que se asoman fuera de sus países, así como lo complejo que resulta en un país, determinar los beneficios de cualquier empresa multinacional.

En todo caso, las agresiones a la intimidad personal, el acuciante problema del blanqueo de dinero y la creciente sensibilidad al cumplimiento de las obligaciones fiscales, no son más que tres ejemplos de posibles agresiones éticas a una sociedad cada día más concienciada hacia un determinado tipo de funciones, que no están todavía recogidas en el modelo que hoy se utiliza para los análisis éticos.

IV. NUEVOS FRENTE DE CONFLICTIVIDAD ETICA

De la confluencia de esos dos «nuevos» modelos ya se desprende que el «conflicto de agencia» y el «conflicto de información privilegiada» no son más que dos ejemplos de los conflictos que hoy pueden plantearse en el mercado, aunque los dos se hallen en el fondo de muchos conflictos éticos. Porque, en definitiva, a la hora de buscar «nuevos» conflictos éticos, es tarea importante investigar de qué formas, bajo qué fórmulas de expresión, y con qué consecuencias se han revestido los conflictos tradicionales.

Son muchos y muy diversos los frentes potenciales de conflictividad que se derivan del enfrentamiento del «nuevo modelo financiero» y del «nuevo modelo de sociedad». Y es urgente hacer un inventario detallado de ellos y de sus identidades, inventario que deberá ser realizado por expertos financieros y por expertos en ética. Por expertos financieros en distintas especialidades, porque la sofisticación de los productos y la complejidad de las distintas situaciones y operaciones financieras no permite en muchas ocasiones definir en un primer momento el tipo de beneficiarios o damnificados a que puede dar lugar una determinada operación financiera, o una línea de actividad. Y expertos en ética, porque al final deben ser éstos los responsables de evaluar las distintas situaciones en función del acarreo de materiales que para cada caso hayan hecho previamente los expertos en finanzas, y suministrar una base ética de la que carecemos los expertos de los distintos campos del saber.

He tratado en una primera aproximación de dibujar a grandes rasgos mi propio inventario de los diferentes frentes susceptibles de generar conflictos éticos en la actual operatoria financiera. Una especie de inventario que nos ayude en una primera instancia a clasificar los potenciales conflictos y a tipificar su contenido. De ese primer inventario se deduce que los conflictos son muchos. Operan en distintos frentes, pero pueden agruparse en una especie de familias, por sus efectos finales. Tres grandes familias pueden individualizarse. Una primera agruparía los conflictos cuya naturaleza supone que el mercado crea riqueza, pero no la distribuye de forma adecuada, lo que quiere decir que a través de una actuación financiera la distribución del valor añadido altera la que se hubiera producido en función de lo que es habitual en el mercado. Otra integraría aquellos casos en los que el mercado no sólo no crea riqueza, sino que la destruye. Y una tercera recogería los conflictos en los que el mercado lesiona derechos individuales, al margen de la distribución de la renta.

1. Conflictos éticos derivados de que el mercado financiera no distribuye adecuadamente el valor añadido que genera

El primer supuesto, en que el mercado no distribuye bien la riqueza creada, es el caso más general de la conflictividad ética en el mundo financiero. Dos subfamilias pueden contemplarse, según se trate de problemas éticos que surgen del mercado y de sus mecanismos naturales de actuación, o que se refieran a problemas de agencia.

1.1. Conflictos producidos por el mercado

Los grandes mercados financieros, tanto los monetarios como los de valores, han sido en el pasado muy descuidados en cuanto a su funcionamiento y en cuanto a sus reglas de juego, lo que ha venido dotando al mercado de un alto potencial de conflictividad ética. Y aunque se ha dicho que los buenos juegos dependen de las buenas reglas y no de los buenos jugadores, la realidad es que los problemas y conflictos éticos que se derivan del mercado no suelen producirse por el mal funcionamiento de las reglas, sino por los intentos de los diferentes actores individuales de utilizarlas en su favor. Porque no existe un juego que tenga reglas perfectas, en la medida que no hay reglas capaces de salvaguardar al colectivo ante comportamientos poco éticos. Independientemente de que la complejidad de los mecanismos de fijación de precios y del funcionamiento de los mercados contribuyan a que la interpretación y utilización de esas reglas resulte cada vez más difícil.

Cuatro clases de conflictos éticos poseen en términos generales la cualificación de impedir que el mercado distribuya adecuadamente el valor añadido que genera. Son las asimetrías de información, las de competencia, los comportamientos miméticos, y la práctica que supone alterar los precios a favor propio, también llamada «muscle play».

1.1.1 Asimetrías de información

Bajo la denominación de asimetrías se agrupan las actuaciones que se producen en el mercado cuando las informaciones o las capacidades de los distintos operadores no están a niveles similares.

El ejemplo más conocido son las denominadas «asimetrías de información», conflicto que se produce cuando una persona introducida en el mercado dispone, debido a su posición, de una información que todavía no es pública ni conocida por el resto de los intervinientes, lo que le permite conseguir una ventaja personal. Sin duda, ello comporta un conflicto ético, tipificado en muchos países como delito. Constituyen un ejemplo los países anglosajones, que con mercados muy desarrollados y con tradición en la regulación de los mismos, presentan multitud de casos denunciados y juzgados por uso de información privilegiada o «insider trading». Un caso mundialmente conocido es el del financiero de Wall Street, Ivan F. Boesky, por sus prácticas irregulares en la Bolsa de Nueva York en la compraventa de acciones de compañías objeto de ofertas públicas de adquisición. La utilización ilegal de información confidencial le supuso pagar a la Securities and Exchange Commission (SEC) en 1986 una multa de 100 millones de dólares, así como una pena de tres años de prisión.

Otro ejemplo más reciente digno de mención es el de los «amigos» de un Vicepresidente de AT&T. En este caso el entonces ejecutivo de la compañía, Charles Brumfield, junto con uno de sus subordinados, pasaba información a sus amigos sobre los planes de adquisición de AT&T, a cambio de parte de los beneficios obtenidos. Este caso, que involucró a más de 17 personas en cinco estados diferentes, con beneficios totales de 2,6 millones de dólares constituye uno de los casos de insider trading más famosos en Estados Unidos por el número de personas involucradas en el mismo. Josep Cusimano, el amigo más beneficiado, se declaró culpable en Agosto del pasado año, y se enfrenta ahora a cinco años de prisión.

Pero hay ejemplos de «asimetrías de información» aún más claros y que no involucran necesariamente a mercados de capitales, como el caso del Pri-

mer Ministro lituano Adolfas Slezevicius, que tuvo que dimitir el último mes de Febrero después de retirar todos sus ahorros de la mayor institución financiera lituana dos días antes de que fuera declarada en quiebra por el Banco Central

1.1.2. Asimetrías de competencia

El otro grupo de asimetrías que pueden dar lugar a conflictos éticos son las llamadas asimetrías de competencia, de aparición mucho más reciente en el mundo financiero, y que se basan fundamentalmente en la creciente complejidad técnica de los instrumentos financieros. Porque esa complejidad ayuda a crear en el mercado un entorno de falta de transparencia, en el que los operadores capaces de «entender» mejor los nuevos instrumentos y los nuevos productos, consiguen una notable ventaja sobre aquellos que no poseen esa capacidad técnica y que, sin embargo, tratan de utilizar esos instrumentos como alternativa de inversión, o para cubrir los riesgos generados por su negocio típico.

Y en un mercado en el que los nuevos productos nacen, se desarrollan y mueren en un ciclo de vida muy rápido, el conflicto de asimetría de competencia es cada día potencialmente más grave. Porque debido a ese acelerado ciclo de vida, y a los grandes recursos que exige el desarrollar una capacidad técnica suficiente para mantener vivos esos productos, las grandes instituciones financieras poseen normalmente una capacidad para «entender lo que está pasando» superior al resto del mercado. Y en la medida que utilicen esas capacidades para gestionar riesgos del resto de los sectores económicos, pueden surgir conflictos éticos.

Los últimos tiempos están siendo pródigos en conflictos éticos por asimetrías de competencia. El más conocido lo constituye el suscitado entre «Bankers Trust» (BT) y «Procter & Gamble» (P&G), una de las mayores compañías del mundo en artículos de consumo. Para cubrir una serie de riesgos de la actividad típica de P&G, y a su demanda, BT creó un instrumento derivado de tal complejidad que su cliente fue incapaz de valorarlo. La operación de BT fue cubrir a P&G del riesgo de interés, haciendo un «swap» que convertía los flujos fijos en variables. Sin embargo, en vez de hacerlo con un «swap» normal, lo hizo con «swaps apalancados» que rara vez son utilizados por instituciones no financieras. Y por ello, mientras cubría el riesgo de tipos a la baja, expuso a P&G a las alteraciones del diferencial de los tipos alemanes y americanos con efecto multiplicador, de tal manera que al acortarse este diferencial P&G perdió 160 millones de dólares. No está claro si el origen de la transacción fue una recomendación de BT o una petición de P&G, pero durante el proceso de resolución de la deman-

da interpuesta ante los Tribunales por P&G, parece que ha quedado claro que los directivos de Bankers Trust engañaron de forma reiterada a los directivos de Procter & Gamble sobre la realidad de aquellas coberturas.

1.1.3. Comportamientos miméticos

Lo que podríamos denominar «comportamiento mimético o gregarismo del mercado» es otra familia de conflictos éticos que tienen como resultado que el mercado no distribuya adecuadamente el valor añadido que genera.

Conocemos que de una manera cíclica se crean en los mercados «burbujas» y a continuación «pánicos», que normalmente tienden a ser contagiosos. Una burbuja se puede definir como un movimiento alcista producido en el precio de un activo, no por su valor real, sino por el comportamiento mimético de los inversores menos avezados que acuden a las inversiones de mayor rentabilidad y que van empujando a ese activo hacia precios muy superiores a los racionales. Al final, el pánico surge por el efecto contrario al iniciar el precio del activo su retorno al valor real, provocando con su baja la salida mimética de unos inversores que ven peligrar su inversión.

Desde el primer caso conocido de la burbuja de las semillas de tulipán, hasta la reciente crisis mejicana, hay decenas de casos de burbujas financieras que no responden a una realidad. Tenemos noticia de una burbuja financiera española de finales del siglo XIX conocida como «la fiebre del oro», que se formó a partir de la desmesurada demanda que se producía en Barcelona de acciones de los Bancos que se iban abriendo, con precios en crecimiento progresivo en forma de burbuja, y que al explotar, aparte de arruinar a muchos de los compradores, supuso prácticamente la desaparición de la banca en Cataluña. Y es la explosión de esas burbujas lo que crea los pánicos financieros, algunos de proporciones desmesuradas, que pueden a su vez llegar a producir crisis económicas muy agudas. Así ha sucedido recientemente en Méjico.

En todo caso la gravedad del conflicto ético de este comportamiento mimético radica en que normalmente son los menos iniciados en las prácticas del mercado los que acuden en último lugar al «engorde» de la burbuja, y por lo tanto los que mayores pérdidas acumulan en el momento de la explosión. Por ello, si bien el efecto neto de creación de riqueza de mercado, una vez descontado el efecto alcista y el efecto bajista, no tiene porqué resultar necesariamente negativo, lo que sí parece claro es que el proceso lleva a un desigual reparto del valor creado.

1.1.4. «Muscle play»

Los potenciales conflictos éticos provenientes de los comportamientos miméticos pueden ser potenciados por otro factor fuente también de conflictos éticos. Me refiero a lo que en lenguaje técnico se denomina «muscle play», es decir el intento de aprovechar una posición pseudooligopolística en un momento determinado para crear un movimiento de precios de magnitud tal que las pérdidas ocasionadas creando el movimiento sean menores que los beneficios generados por el resultado final. Para conseguir los efectos alcanzados, normalmente basta con mantener la posición de dominio del mercado durante un breve periodo.

Ejemplo reciente y cercano de este conflicto, aunque sea de pequeña magnitud, lo constituye lo sucedido en la Bolsa de Madrid el pasado 27 de diciembre. En esa fecha, y en los cinco últimos minutos de contratación, un sólo operador logró que la Bolsa de Madrid bajara más del 2% con una operación de aproximadamente 5.000 millones, en un periodo de un claro clima de euforia y por lo tanto de importantes alzas, produciendo unas pérdidas valoradas en términos de cotización en unos 400.000 millones de pesetas. Como parece que se ha demostrado 'a posteriori', esa caída no fue más que el intento de un gran inversor institucional de bajar el índice de la Bolsa para no tener que hacer frente a unos pagos por la expiración de unos contratos de opciones que tenía constituidos con otra entidad sobre el índice de la Bolsa de Madrid. Pese a su poca entidad cuantitativa, constituye un caso paradigmático de cómo la fuerza de unas pocas órdenes en un mercado poco líquido, o en el peor de los casos, cómo la fuerza de unas pocas órdenes planteadas de tal manera que produzcan el contagio creando un pánico automático para un movimiento más importante, pueden generar graves conflictos éticos en el mercado.

1.2. *Conflictos de agencia*

La problemática del conflicto de agencia constituye, como hemos visto antes, una familia de los conflictos éticos derivados del hecho de que el mercado financiero no distribuye adecuadamente el valor añadido que genera. Podemos distinguir cuatro clases: conflictos de agencia de gestores, de operadores, de representantes, y conflictos entre grandes y pequeños accionistas.

En cualquiera de los casos, estos conflictos se producen por la asimetría de los retornos que pueden corresponder a los diferentes actores del proceso, en la medida que los intereses particulares de uno de ellos pueden ser di-

vergentes de los intereses de aquellos a los que representan, divergencias que pueden producir conflictos de intereses con implicaciones éticas.

1.2.1. Conflicto de gestores

El conflicto de gestores se plantea en el momento en el que se produce una disociación de intereses entre la propiedad de la empresa y sus administradores, que normalmente se refiere al reparto entre los diferentes actores del valor añadido generado por la empresa. Nos hemos referido anteriormente a él como conflicto paradigmático de la empresa convencional y como típico conflicto financiero. El gestor trata de conseguir los máximos beneficios para sí mismo en términos crematísticos, o más comunmente, en términos de acrecentamiento o mantenimiento de su poder en la empresa. En base a ese objetivo, puede llegar a incurrir en riesgos importantes que, de concretarse en pérdidas, serán soportadas por los accionistas. El ejemplo típico es el de un gestor obligado a tomar una decisión sobre una inversión muy arriesgada con alternativas muy equilibradas de beneficios muy altos o de importantísimas pérdidas. Es posible en este supuesto que los accionistas prefirieran mantener el valor de sus acciones ante el riesgo de perderlo casi todo. Sin embargo, y en función de sus esquemas de retribución, también es posible que el gestor pudiera sentirse tentado a elegir la otra opción ante la posibilidad de alcanzar grandes beneficios personales, aún con el riesgo de llevar a la empresa a importantes pérdidas. Esta posibilidad estaría justificada por el hecho de que el gestor no toma ningún riesgo financiero y que el riesgo personal de perder su empleo pudiera no ser suficientemente disuasorio.

Otra variante del conflicto de gestores se concreta en la búsqueda del poder que para el gestor conlleva una operación arriesgada finalizada con éxito, a pesar de que pueda ser poco rentable para el accionista.

Existen además situaciones en las que los gestores anteponen tanto sus intereses personales a los de las empresas, que llegan a ser auténticos casos de fraude. Existen numerosos ejemplos de este tipo de comportamiento en la vida moderna, entre los que cabe destacar el de Robert Maxwell, por ser un caso en el que no sólo los accionistas minoritarios no gestores de la compañía tuvieron que soportar pérdidas, sino también el propio personal. Ello pone de relieve una interpretación adicional del conflicto de gestores, es decir aquélla en la que el gestor abusa para beneficio propio de la confianza de sus propios empleados. Maxwell tenía participaciones importantes en dos compañías cotizadas en Bolsa, en las que contaba con capacidad de gestión. Al mismo tiempo tenía

compañías de propiedad privada, financiadas con deuda bancaria con garantía de acciones en sus empresas cotizadas en Bolsa. Al empezar a caer el precio de las acciones de estas compañías, los Bancos exigieron a Maxwell que incrementase la garantía en sus empresas privadas. Lo hizo de dos formas distintas. Por un lado, utilizó los activos de los fondos de pensiones de las empresas cotizadas en Bolsa como garantía adicional para sus préstamos personales. Y esto fue posible debido a que una de sus compañías estaba a cargo de la gestión de los fondos de pensiones de las compañías del grupo, con lo que Maxwell y sus colaboradores tenían control sobre los activos de estos fondos que transferían a compañías de su control para utilizarlos en beneficio propio. Adicionalmente utilizó los activos sobrantes de los fondos de pensiones para comprar acciones de las empresas públicas a través de compañías interpuestas, con lo que incrementaba artificialmente el precio de estas acciones y así mantenía las garantías bancarias.

1.2.2. Conflicto de operadores

El conflicto de operadores del mercado es muy similar al conflicto de gestores, si bien tiene cada vez mayor importancia debido al creciente protagonismo de los mercados financieros. El operador en un mercado financiero, en base a las asimetrías de los retornos, puede llegar en la búsqueda de un mayor beneficio a tomar posiciones fuera de los límites de riesgo establecidos por la entidad. Lo justificaría la importantísima retribución variable de los operadores de los mercados financieros normalmente ligadas a la consecución del beneficio de sus posiciones y no de las pérdidas.

Ejemplo paradigmático de conflicto de agencia de operador lo constituye el caso de «Baring Brothers». Nick Leeson, operador de los mercados de futuros asiáticos por cuenta de esa institución financiera, tomó a mediados de 1995 posiciones muy por encima de los riesgos autorizados por la entidad, perdiendo una cifra superior a la del propio capital del Banco. La operación consistió en la compra de futuros sobre el Índice Nikkei 225 en los mercados de Osaka y Singapur, en la confianza de que subiera la Bolsa japonesa. En este caso el problema no fue la complejidad de los instrumentos, sino el volumen de contratos que Nick Leeson acumuló. Y cuando el Índice bajó un 6,5%, un descenso realmente pronunciado pero en ningún caso un descalabro, Barings acumuló más de 600 millones de libras de pérdidas en los contratos de futuros, frente a los 541 millones de su capital, perdiendo los accionistas toda su inversión, porque el Banco tuvo que ser recogido por ING, un conglomerado financiero holandés presente en todo el mundo, con valor cero para los accionistas de Baring.

Hay que destacar, sin embargo, y esto complica más las cosas desde el punto de vista ético, que este mismo operador, utilizando la misma práctica, había logrado en años anteriores grandes beneficios y desde luego también sustanciales sumas como gratificación personal por sus resultados. Y no cabe duda que también las hubiera recibido en caso que le hubieran ido bien las cosas en 1995, pese al incumplimiento de los límites fijados a su operatoria.

Por eso el caso Barings plantea una importante y difícil cuestión desde el punto de vista ético sobre la forma en la que puede evaluarse una actuación como la descrita por parte del operador y de sus jefes, y sobre la permisividad o falta de control que ello representa en relación con los accionistas.

1.2.3. Conflicto de representantes

Un tercer tipo de conflicto de agencia es el llamado «del representante». El ejemplo más claro lo constituye el que puede producirse entre aquellas instituciones, Bancos o Fondos de Inversiones que tienen en depósito títulos de terceros a los que representan ante las empresas de las que aquéllos son partícipes. Porque siempre es posible pensar que aquellas instituciones puedan en algún momento hacer uso de la representación de votos que les confieren sus clientes, depositantes de valores o partícipes de los fondos de inversión, no en beneficio de los propios partícipes, sino en su propio beneficio.

Es típico el caso de los bancos alemanes, que en ausencia de instrucciones concretas se atribuyen el poder de voto de las acciones depositadas por sus clientes, circunstancia que frecuentemente ha llevado a manifestar reservas por parte de la MonopolKommission, dado que la presencia de bancos en grandes empresas podría llevar a la puesta en práctica de comportamientos colusivos. Entre 1974-79 la Comisión Gessler estudió si las relaciones banca-industria (el Deutsche ocupa más de 100 sillones en consejos de supervisión de grandes empresas alemanas) derivaban en actuaciones aventajadas por parte de los bancos. Aunque las conclusiones no demostraron actuaciones en este sentido, en Alemania este debate sigue surgiendo periódicamente.

1.2.4. Conflicto entre grandes y pequeños accionistas

El posible conflicto ético entre accionistas minoritarios y accionistas mayoritarios hace más complejo el conflicto de agencia. No es este un conflicto típico del negocio financiero, porque opera en general en el mundo de la em-

presa, pero lo financiero es especialmente sensible al fenómeno minorías-mayorías. En primer lugar por el volumen de las transacciones, pero fundamentalmente por la cualificación de alguna de ellas. Desde el punto de vista ético es especialmente conflictivo el caso de la representación de acciones depositadas a que antes nos hemos referido, porque el poder que en una sociedad anónima confiere el 51% permite a los accionistas mayoritarios tomar decisiones sobre la gestión y el futuro de la empresa que afectan a todos los accionistas, pero que pueden estar sesgadas en contra del interés minoritario.

Hay muchos ejemplos de conflictos de esta naturaleza que han ido dando origen en casi todos los países a asociaciones de pequeños accionistas preocupados de exigir responsabilidades a los Directivos por negligencia en su gestión o por robo si su remuneración ha sido comparativamente elevada en relación con la existente en el sector. Promueven también mayor transparencia e información y llegan a demandar a las autoridades supervisoras por faltas en el control. Como ejemplos concretos de actuación de estas asociaciones podemos destacar el de la «United Shareholders Association» que llegó a demandar a Polaroid por usar incorrectamente el voto delegado de los accionistas, o el de la VEB, asociación holandesa de accionistas muy activa por su demanda en relación con las medidas antiopa del Amro Bank. Como ejemplos en nuestro país pueden citarse el caso de Santana, en el que algunos accionistas se unieron para oponerse a la decisión de los mayoritarios Suzuki y Tome, que pretendían llevar a cabo una operación acordeón que vaciaría de valor sus acciones. O el caso de los accionistas de Oscar Mayer en relación con las intenciones del Consejo de Administración de adquirir autocartera con el fin de estimular la negociación del valor.

2. Conflictos éticos derivados de que el mercado financiero no crea valor añadido sino que lo destruye

La segunda gran área de generación de conflictos éticos en el mercado es aquella en la que por determinadas actuaciones éste no crea valor añadido sino que lo destruye. Dos grandes grupos de conflictos pueden distinguirse en relación con este fenómeno. Uno hace referencia a los efectos de lo financiero. Otro a los efectos perversos de la regulación.

2.1. Efectos de lo financiero

En relación con la conflictividad ética que puede producirse en el mercado por actuaciones que no crean valor añadido sino que lo destruyen,

podemos destacar hasta cinco casos fundamentales. Uno se refiere a los efectos de la concentración excesiva de recursos en el mundo financiero. Otro al permanente conflicto entre el corto y el largo plazo. A estos dos habría que añadir la complejidad de los mercados, la compra de sociedades, y la política de crédito.

2.1.1. Concentración excesiva de recursos en el sector financiero

La concentración excesiva de recursos en el sector financiero hace referencia al hecho de que, bajo determinadas circunstancias, pueden llegar a residenciarse en el sistema financiero recursos por encima de lo necesario para garantizar un óptimo desarrollo de la intermediación financiera, con lo cual el resultado final será una pérdida de valor añadido. Aparentemente es un tipo de conflicto que sólo puede darse en el corto plazo, en la medida que se piensa que los propios mecanismos del mercado corregirán a largo plazo el exceso de recursos en un determinado sector. Sin embargo, puede no ser así en el sector financiero, porque la complejidad creciente de los mecanismos y de los instrumentos de intermediación, así como la creciente velocidad de la innovación financiera, pueden llegar a permitir que incluso en el medio y en el largo plazo subsistan algunos desajustes en la distribución de recursos.

La problemática ética que esto representa puede ser más grave, no ya por el propio exceso, sino por lo que podríamos llamar una falta de adecuación entre el mundo real y el mundo financiero producida por el exceso. En mi discurso de ingreso en esta Real Academia sobre el futuro de los sistemas financieros ya se adelantaba un posible conflicto ético en cuanto al peligro que podría representar un excesivo protagonismo de lo financiero en relación con el mundo de la economía real, porque ello podría llevar al sistema financiero a olvidar su papel de simple asignador eficiente de unos recursos escasos. En ese supuesto estaríamos corriendo el riesgo de que el sistema se convierta en una superestructura financiera, una especie de burbuja desconectada de la economía real, dando lugar a que la orientación de los flujos de capital no dependa tanto de las necesidades reales de inversión existentes, como de las oportunidades de obtener mayores rendimientos a corto plazo en algún punto del globo. Es decir, estaríamos conformando un mundo financiero deforme, sobredimensionado, y sin legitimación por encontrarse desconectado de las demandas sociales. Y decía que es posible que este sobredimensionamiento se esté produciendo ya en un mundo financiero donde el tráfico mundial de bienes y servicios apenas representa el 4% del movimiento de divisas, en el que aproximadamente el 90% de las transacciones que se realizan diariamente en los mercados de cambios nada tie-

ne que ver ni con el comercio mundial ni con inversiones directas, y en el que se estima que solamente un 5% de los contratos negociados en el mercado de opciones y futuros representa intercambio de mercancías.

Si así fuera, las consecuencias serían que el formidable potencial de crecimiento y adaptación del mercado global estaría utilizándose para soportar financieramente situaciones artificiales cuando no indeseables de la economía real, retrasando los ajustes, recortando las posibilidades de crecimiento de la economía, y planteando por tanto preocupantes problemas de tipo ético. Y no es éste un fenómeno nuevo, porque en su día, y tras su liberalización, afectó a sectores como la siderurgia, la petroquímica, las comunicaciones, o el transporte aéreo, en los que el problema se resolvió a través de una depuración dramática, mediante la cual las empresas más ineficientes de cada sector fueron expulsadas del mercado o pasaron a ser controladas por otras más dinámicas.

En el caso del mundo financiero, sin embargo, la dificultad para aplicar esa depuración reside en que ese proceso de selección natural se está viendo continuamente desvirtuado en base a la tesis de que la banca es distinta y que se hace necesario asegurar la estabilidad de un sector que ejerce funciones de interés público. Aunque razonando en términos de ética, nos tengamos que preguntar a qué coste y con qué sacrificios para el resto de la comunidad. Porque, independientemente de otros costes, esta forma de actuar está dificultando la libre actuación de las fuerzas del mercado, retrasando el proceso de ajuste y planteando conflictos de tipo ético.

2.1.2. Corto plazo vs. largo plazo

El constante conflicto entre el corto y el largo plazo como alternativas a la actividad financiera de cada momento, plantea también un permanente conflicto ético. Quizá con un ejemplo arrojemos luz sobre este conflicto. Y el ejemplo podría ser el efecto que los sistemas financieros, y su visión sesgada muchas veces de manera excesiva sobre el corto plazo, especialmente en algún tipo de instituciones, pueden llegar a tener sobre los gestores de compañías industriales cotizadas en Bolsa y por lo tanto sobre la economía real. Porque en los países con mercados financieros desarrollados, a los gestores de los grandes inversores institucionales, que hoy en día son los poseedores de importantes cuotas del capital de las mayores empresas, se les evalúa trimestralmente. Y este hecho tiende a transmitir esa visión de corto plazo a su propia evaluación de los resultados de las compañías en las que invierten, por lo que ellos mismos tratan de buscar rentabilidades a corto plazo en el precio de los activos financieros. Co-

mo es lógico, ello empuja a los gestores de las empresas a poner énfasis en los beneficios a corto plazo y a reflejarlos en el precio de su acción, lo que puede tener su contrapartida en una menor tendencia a las inversiones a más largo plazo, como las inversiones en investigación y desarrollo. Y no cabe duda que esta política puede generar importantes conflictos éticos porque, en muchos casos no se estaría gestionando adecuadamente la capacidad productiva del sistema y los mercados no estarían garantizando la máxima creación de riqueza en el medio y largo plazo.

2.1.3. Compra de sociedades

También las compra-ventas de empresas pueden plantear conflictos éticos, especialmente si estas operaciones se realizan con el único objetivo de maximizar a corto el valor de la empresa. Es así, por ejemplo, cuando las compañías se liquidan porque sus activos son mayores que su valor en Bolsa, ignorando los efectos que esto puede tener sobre el personal de la empresa y otros interesados, abriéndose un frente conflictivo sobre las deseconomías sociales que se producen con esta operación. Y es así cuando las empresas adquiridas se dividen, abandonando las partes menos atractivas, que precisamente por efectos de la separación agudizan sus problemas.

En todo caso conviene recordar que el mercado debe cuidar a largo plazo la satisfacción, no solamente de los accionistas o «shareholders», sino también de los «stakeholders», es decir de todos aquellos colectivos que tienen alguna inversión, sea financiera o de capital humano o físico, en relación con el futuro de la empresa.

Uno de los instrumentos que se han utilizado para facilitar la compra de sociedades han sido los llamados bonos basura. El gran artífice de ese mercado de bonos fue Michael Milken, que terminó procesado. La práctica permite emitir títulos sin cumplir las estrictas reglas de emisión de la SEC. Una parte importante de esta deuda se emitió para adquirir empresas con fines especulativos. La compra de RJR-Nabisco en 1989 por un total de 25.000 millones de dólares representó la operación más emblemática, pero dejó numerosas bajas tras de sí en Wall Street. En estos casos, además, y dado lo costoso de la operación y la necesidad de pagar los elevados intereses de los bonos, la empresa adquirente está obligada a trocear la empresa adquirida y a venderla en partes para obtener plusvalías, con los conflictos éticos que ello supone. En muchas ocasiones se ha acusado a importantes financieros de adquirir empresas con el fin de obtener plusvalías latentes y trocearlas, sin importarles

que la empresa pierda gran parte de su valor añadido y numerosos empleados su puesto de trabajo.

2.1.4. Financiación de actividades socialmente peligrosas

A la hora de analizar los posibles conflictos éticos que tienen como consecuencia que el mercado financiero no sólo no cree valor añadido sino que lo destruya, tampoco se puede olvidar la cuestión de la responsabilidad que pueden asumir las entidades financieras que financien proyectos dañinos para el conjunto de la sociedad, como empresas contaminantes, tráfico de drogas, o guerras.

La financiación de petroleras o de plantas nucleares, por ejemplo, se encuentra siempre en el punto de mira, especialmente cuando surgen problemas como los derivados de mareas negras por hundimiento de petroleros o por escapes nucleares. También el tráfico de armas se encuentra en el punto de mira. El escándalo de la financiación de venta de armas a Irak en 1990 por la Banca Nazionale del Lavoro, a través de su sucursal en Atlanta, implicó la pérdida de crédito de este banco y la destitución de varios dirigentes de su cúpula directiva. El narcotráfico es otro tema clave, y en él se han visto involucrados de una u otra manera numerosos bancos.

En un planteamiento ético de la política de crédito no pueden ser olvidadas las quejas de los pequeños prestatarios, que consideran que al tener menor poder de negociación con los bancos que las grandes empresas deben soportar tipos más elevados, con las consecuencias de una traslación de los costes. A lo largo de 1991 y 1992 se planteó en el Reino Unido una fuerte controversia porque las PYMES se quejaban de recibir un trato desfavorable. El Lloyds, el Midland y el Natwest se vieron obligados a establecer un código de buenas prácticas específico para las PYMES, y unas prácticas mucho más minuciosas sobre cómo eran calculadas las comisiones aplicadas.

Hay otro frente de conflictividad ética que tampoco podemos olvidar, que podríamos definir como problemática del coeficiente de inversión, y que suscita la tesis de en qué medida el ahorro de una zona o región debe ser canalizado en el mismo entorno social y geográfico en que se produce. Porque a la hora de conseguir uniformidad en la distribución de la riqueza, o lo que es lo mismo una cierta estandarización de las condiciones de vida de determinadas áreas, podría entenderse que existe una responsabilidad ética de impulsar la inversión en la zona de donde el ahorro procede. En todo caso este es un concepto que requiere mayor profundización.

2.2. *Efectos perversos de la regulación*

El segundo tipo de actuaciones que puede dar lugar a conflictos éticos producidos por una disminución de la creación de riqueza son los que podemos denominar «efectos perversos de la regulación». Son conflictos que pueden producirse por el intento de las autoridades reguladoras de crear un marco legal artificial para la actividad financiera. Dos conflictos principales pueden distinguirse: aquellos producidos por el riesgo moral o «moral hazard» de ciertas salvaguardias al sistema, y aquellos otros producidos por la explotación de ineficacias legislativas.

2.2.1. «Riesgo moral»

Riesgo moral se denomina al efecto que sobre el comportamiento de un agente del sistema puede tener una salvaguardia o un seguro en relación al nivel de esfuerzo o gasto destinado a reducir el volumen o las probabilidades de pérdida. Por ejemplo, un propietario de un automóvil asegurado, mientras no ponga en riesgo su integridad física, va a ser menos cuidadoso en su conducción que si no estuviera asegurado. Lo mismo puede suceder en algunas de las actividades del sector financiero que, como antes hemos tenido ocasión de repasar, tiene una serie de características especiales que le confieren una relevancia particular, especialmente en lo que se refiere a la salvaguardia del riesgo. Y es por ello que los problemas éticos que se refieren al mundo financiero tienen una dimensión cualitativa diferente. Y de ahí se deduce la necesidad de que existan salvaguardias como el Fondo de Garantía de Depósitos. Aunque ya hemos visto que el Fondo de Garantía de Depósitos puede generar conflictos éticos.

2.2.2. Ineficacias legislativas

El segundo conflicto ético producido como consecuencia de efectos de la regulación, nace de la explotación de ineficacias legislativas. El mecanismo opera cuando las empresas tratan de sacar partido de las diferentes regulaciones en los diferentes mercados, o de la ineficacia de ciertas regulaciones. El ejemplo paradigmático, aunque no sea del mercado financiero, lo constituyen los mercados de polución. Porque la creación en Estados Unidos de mercados de polución en los que las empresas pueden comprar y vender unos títulos que representan la capacidad de polucionar en un determinado grado la atmósfera, ha conseguido regular este fenómeno. Y esto es indiscutiblemente un aspecto muy positivo. Sin embargo, también ha conseguido que las empresas con mayor capacidad de polución emigren en muchos casos hacia otros países en los que no existe ese mercado y en los cuales no hay que pagar por polucionar. El conflicto ético que ello produce se

basa en la asimetría existente en la regulación de los diversos mercados y de los diversos países. Porque como dice el prestigioso y laureado economista de la Universidad de Chicago Merton Miller, la densidad regulatoria de los mercados financieros en los últimos 50 años ha presentado enormes oportunidades para explotar (arbitrar) las diferencias entre la regulación de diferentes países.

Un ejemplo de explotación de ineficacias legislativas en el mundo financiero puede observarse en la constante emigración de algunas sociedades a través de distintos países, en búsqueda de domicilios con condiciones más favorables, es decir, lugares donde la legislación permite una mayor cobertura ante posibles contingencias. Es el caso, por ejemplo, del Estado de Delaware, en Estados Unidos, con su legislación contra las posibles OPAs hostiles, o el caso de las auditorías británicas con estructura societaria de responsabilidad personal, que están emigrando hacia la Isla de Jersey donde, al parecer, están obteniendo una mayor cobertura frente a posibles contingencias de reclamaciones de clientes.

3. Conflictos por actividades que lesionan intereses de terceros

Otro frente de conflictividad ética lo constituyen los potenciales casos en que el mercado lesiona derechos individuales. Porque, por ejemplo, la aplicación de los tratamientos de información masivos, el desarrollo de la informática, y otros planteamientos asociados al crédito o al dinero, están generando una importante problemática ética por lesión de intereses de terceros, independientemente de su participación en el valor añadido producido por el sistema.

Un ejemplo de ello es el tratamiento de la información a través de la actual informática, que prácticamente ha enlazado el aparato financiero del mundo entero en tiempo real, y ha tomado en sus manos, a través de programas 'ad-hoc' algunas decisiones que afectan a personas individuales. Y es un ejemplo la transmisión, tratamiento y utilización de la información de clientes individuales. Porque el sofisticado uso de nuevas tecnologías, la propia evolución de la naturaleza del mundo financiero, el paso del centro de gravedad en las grandes organizaciones financieras, del producto al cliente, y algunos aspectos de la globalización y de la internacionalización, plantean importantes problemas éticos en lo que respecta a la elaboración, el uso, y la distribución de la información sobre clientes. Problemas éticos que se agravan por la creciente demanda de intimidad, como hemos tenido ocasión de ver más arriba.

Y hemos visto en los últimos años cómo en la mayoría de los países avanzados se ha planteado la necesidad de su regulación. En España se ha he-

cho a través de la Ley Orgánica de Regulación del Tratamiento Automatizado de los Datos de carácter personal. Pero todavía la realidad dista mucho de amoldarse a las reglas establecidas, y ni siquiera las reglas parece que estén lo suficientemente contrastadas como para dar respuesta a los grandes interrogantes éticos que se plantean en este área.

4. Otros potenciales conflictos éticos

Hay otros fenómenos y situaciones de los mercados y de las instituciones financieras potenciales creadores de conflictos éticos, que se resisten a ser clasificados en la trilogía que hemos utilizado más arriba. Bien porque son espurios, bien porque de alguna manera tienen rasgos comunes con más de una tipología. Son muchos, y su análisis resulta imprescindible para llegar a conocer el conjunto de la realidad financiera de hoy en su relación con la ética.

Los *nuevos productos financieros* constituyen un fenómeno especialmente preocupante desde este punto de vista. Porque como dice Robert Merton de la Universidad de Harvard, el desequilibrio entre la innovación en el desarrollo de productos y en la infraestructura (o la capacidad de usar los productos), puede ser lo suficientemente importante como para poner en peligro el funcionamiento del sistema financiero. Los nuevos productos son muchos, algunos muy efímeros, pero todos van apuntando hacia la nueva era que supone la ingeniería financiera.

En todo caso, al referirnos a los nuevos productos, lo primero que hay que recordar es que estos mercados absorben recursos privados para operar, pero públicos para mantener un adecuado control sobre ellos. Y ello debería querer decir que, en términos de eficiencia, la economía como un todo no debería permitirse el lujo de hacer realidad cualquier novedad financiera que pueda imaginarse. Y precisamente por sus implicaciones éticas. Porque en la tentación de caer en una especie de ejercicio del arte por el arte reside uno de los peligros del proceso innovador financiero, que cada día aparece como más explosivo. Y al observar determinadas operaciones de la sofisticada ingeniería financiera que hoy se lleva hay que preguntarse cuál es su relación final con las necesidades de la economía. La contestación a veces puede estar en constatar la rapidez con que se desinflan algunas pompas de jabón, al parecer planteadas con el único objeto de soslayar el margen regulatorio y en muchísimos casos conculcando principios éticos elementales.

Y en relación con su potencial conflictividad ética, tampoco puede olvidarse que los nuevos productos financieros están alterando muy sensiblemente la relación entre los flujos monetarios que producen y la base real de la

economía sobre la que operan. Por eso, la potencial conflictividad ética que plantean puede entenderse desde la perspectiva de una operación que destruye valor añadido, o desde otra que los considera como una concentración de recursos en el mundo financiero.

Otra cuestión a tener en cuenta es, como ya tuvimos oportunidad de comprobar en el crack de Octubre del 87, que la innovación financiera y la tecnológica que están en la base de los nuevos productos, no sólo no van disminuyendo los riesgos del conjunto del sistema, sino que los están aumentando. Porque, tal y como se puso de manifiesto en aquel entonces, la ilusión protectora ofrecida por la innovación ha ido llevando a los operadores a adoptar políticas de riesgo más agresivas. También sabemos ahora que las nuevas tecnologías fallan a veces, creando enormes riesgos de colapso de los sistemas de compensación y liquidación. Y que incluso en un riesgo tan clásico y aparentemente tan conocido como el del crédito, el sistema puede estar dando a veces la impresión de que se sigue sin saber cómo hay que incorporarlo al precio sin penalizar a los mejores clientes, para impedir que acudan directamente a los mercados de capital, lo que constituye otro problema ético.

Las *grandes operaciones financieras* constituyen también un importante frente de conflictividad ética. Las OPAs, por ejemplo, que como institución garante de los intereses de los accionistas y como principal amenaza para aquellos gestores ineficientes dispuestos a perseverar en su actitud, plantean dilemas éticos importantes. Por un lado, los que potencialmente representa el lanzamiento de una OPA para el que la promueve, en función de sus objetivos y de los instrumentos utilizados. Por otro, los potenciales conflictos éticos que pueden plantearse para los gestores de una sociedad que hace frente y rechaza una OPA, según esté defendiendo los intereses de los accionistas, o el deseo de los gestores de perpetuar su dirección. Parecidos planteamientos éticos se producen en relación con las fusiones y adquisiciones, especialmente en función de los mecanismos arbitrados para la financiación de estas operaciones.

Sin olvidar *la especulación*, que de alguna manera participa o tiene componentes comunes con muchos de los conflictos que acabamos de ver. La definición de lo que es la especulación y la calificación de sus diferentes componentes para detectar problemas éticos, debe ser un frente a estudiar con mucha más profundidad de lo que hasta ahora se ha hecho. Y debe hacerse, precisamente en función de las nuevas tecnologías y de la nueva conceptualización del mundo financiero. Especialmente debería tenerse en cuenta en qué medida los novísimos mercados de futuros y de opciones son instrumentos potenciadores de la especulación, y potenciadores de un mecanismo posiblemente perverso de traslación de riesgos.

El mundo de la *informática* es también una notable fuente de conflictos éticos. Su aplicación en la banca generó en los sesenta importantes modificaciones, pero las que ahora se están viviendo tienen aún mucha mayor trascendencia. Porque hoy estamos ya hablando de una informática que ha enlazado el aparato financiero del mundo entero en tiempo real, y que ha tomado prácticamente en sus manos la concesión de una parte sustancial del crédito personal a través del mecanismo del scoring, y la responsabilidad de los movimientos de algunas de las grandes bolsas de valores y otros mercados. Y estos factores de orden interno han venido a coincidir con una creciente demanda por parte de determinados clientes de información financiera y de modelos de apoyo logístico, que permitan optimizar en todo momento sus decisiones de ahorro e inversión.

La informática ha contribuido a aumentar espectacularmente el número de transacciones. Sólo en el mercado de divisas se mueven más de 1 billón de dólares al día, lo cual es muy superior a las reservas de los principales bancos centrales juntos. Puede decirse por ello que la informática ha hecho el mundo financiero más eficiente, pero también más frágil, ya que la quiebra de una gran institución podría amplificar los efectos a través de los sistemas de pagos internacionales. Pero, sobre todo, lo ha hecho más opaco con complejas interrelaciones que hacen cada vez más difícil la labor de las autoridades superiores y lo que pudiéramos llamar el control ético.

Al hablar de conflictos éticos que pueden producirse en el normal desarrollo del mundo financiero, no podemos de ninguna manera olvidar la «*compra de equipos profesionales*». La «compra» de equipos no debería suponer inicialmente un problema ético, pero puede ser importante desde la perspectiva de los equipos que abandonan masivamente una entidad trasladando con ellos importantes activos invisibles, fundamentales en el mundo financiero, como es el know-how de una institución y la información que se posee respecto a la clientela. Porque se plantea un problema ético cuando puede arriesgarse la normal supervivencia de una empresa y los intereses de multitud de pequeños accionistas y de empleados, al trasladar ventajas competitivas por el trasvase de un equipo crítico. Y porque se produce un conflicto ético cuando un integrante de alto nivel de la dirección de una empresa atrae con señuelos económicos desproporcionados una estructura de profesionales críticos para ella.

Al hablar de nuevos frentes de conflictividad ética tampoco podemos olvidar que el *proceso de globalización* económica en general, y la financiera en particular, traslada el campo de la competencia al mundo entero, y que a partir de ello la ausencia de controles de cambio, la libertad de movimientos de capitales y el desarrollo de las redes de telecomunicación, están permitiendo que los flujos

financieros se dirijan sin problemas y casi instantáneamente a aquel lugar del globo en el que puedan ser empleados con mayor rentabilidad. Lo que indudablemente supone una importante fuente de conflictos éticos. Porque el proceso facilita en muchas ocasiones la consecución de un rendimiento, adicional a partir de las diferencias regionales, tales como una fiscalidad benevolente, un reducido nivel de control y supervisión, o la existencia en algunos lugares de estándares éticos más laxos, en la medida que la autorregulación y los códigos éticos tienen, al menos en el corto plazo, un costo adicional. Y ello puede llegar a reproducir a escala mundial el fenómeno nacional de una competencia que presiona a las entidades financieras a armonizar la ética de sus actuaciones con la de los menos exigentes, especialmente si se tiene en cuenta que en determinadas plazas financieras se ha hecho de esa laxitud su principal fuente de riqueza.

La moderna institución del *conglomerado financiero* también contribuye a perfilar el modelo financiero de hoy, y supone una cualificada aportación a los distintos frentes de la conflictividad ética. Porque cada día con mayor frecuencia la respuesta del sistema financiero a las importantes transformaciones estructurales está suponiendo la construcción de amplios conglomerados formados por múltiples instituciones financieras y no financieras. No se trata del mero crecimiento cuantitativo basado en fusiones de entidades financieras, sino de una adaptación cualitativa y diversificada de la oferta a la demanda, de manera que servicios y actividades que antes se concebían como piezas aisladas de una actuación exclusivamente financiera, pasan ahora a integrarse y a ser ofrecidas por un conjunto de instituciones diferentes, pero interdependientes, que aún siendo de muy distinto origen, naturaleza y localización, tienen al cliente como nexo de unión. Y esto, además de introducir un más alto grado de opacidad potencial, conecta con todo lo que con anterioridad hemos destacado sobre la ética de la información. Especialmente si se tiene en cuenta que el enorme progreso y las grandes economías producidas en el procesamiento y almacenamiento de la información están consiguiendo conectar todos los mercados a lo largo de las veinticuatro horas, en tiempo real, y sin fronteras.

V. ¿ES POSIBLE QUE UN «SISTEMA» SEA «NO ÉTICO»?

A estas alturas, tenemos que plantearnos si un «sistema» puede recibir la calificación de «ético» o «no ético». Y parece que no debería haber dudas si

consideramos «no ético» la destrucción del valor añadido, entendido en sentido distinto a la destrucción creadora de Schumpeter, o la no adecuada distribución del mismo en función a los cánones previamente establecidos. Porque, en ese supuesto, un sistema o subsistema financiero, que por su propia naturaleza puede potencialmente destruir el valor añadido o alterar la distribución del mismo en términos distintos a los esperados, debería ser adjetivado como «no ético».

Un ejemplo paradigmático de sistema no ético puede ser el caso de los sistemas automatizados de compra y venta de valores (program trading), que residencian bajo determinados condicionantes en el sistema informático el ritmo y volumen de las operaciones de algunas Bolsas de Valores, a través de órdenes referenciadas con precios, que se hacen operativas por la propia mecánica del «program trading».

Un sistema de esta naturaleza constituye un caso típico de lo que antes he llamado el «sistema cerrado» que explica el teorema de Gödel, que postula que todo lenguaje, todo sistema formal, o todo programa de ordenador, llega tarde o temprano a la situación límite de la autorreferencia, es decir, al límite de querer expresarse siempre sobre sí mismo.

En el caso de aquellas Bolsas de Valores que utilizan el «program trading», el desencadenamiento del sistema de autorreferencia se produce a partir de un movimiento anormal por su tamaño relativo. El mecanismo impulsor puede ser un importante inversor que desea obtener plusvalías o bajar el índice de la Bolsa, o un clima generalizado de venta a la baja, o una falsa expectativa. Pero cebada la «bomba» se inicia la baja de cotizaciones, no necesariamente todas, pero con la virtud de bajar el índice general, o algún índice específico. A partir de ese momento entran en acción los mecanismos automáticos que precipitan, acumulativa y progresivamente, la operatoria a través de lo que podríamos llamar un pánico «mecánico», distinto del pánico «racional» que surge de los comportamientos miméticos y que es tradicional en las Bolsas.

El caso más conocido de los desastrosos efectos de esa automatización lo constituye el desarrollo de la Bolsa de Nueva York en Octubre de 1987. En ese mismo mes, y desde el martes 13 hasta el lunes 19, es decir, en cuatro días hábiles de operaciones, el índice de la Bolsa cayó casi un tercio, lo que supuso que el valor de las acciones en circulación en los Estados Unidos perdiera aproximadamente un billón de dólares. Aunque mucho más importante que esas pérdidas fue la velocidad a la que cayeron los precios y el volumen sin precedentes de las operaciones, con la consiguiente amenaza al sistema financiero. Porque pese a que sólo el 3% del total de las acciones cotizadas en Bolsa en los Estados

Unidos cambió de manos durante esos cuatro días, el resultado fue catastrófico. Y la realidad de que un volumen de transacciones tan reducido pudiera producir unas pérdidas tan enormes en un periodo tan corto, no hacía sino señalar la importancia de la crisis y poner de manifiesto hasta qué punto los propios mecanismos del mercado constituían un importante factor para el desplome. Porque si bien es cierto que a esa fecha había precedido una época alcista, probablemente en exceso larga, y que por ello se había creado ya una cierta «burbuja» financiera, no es menos cierto que su fulminante caída y la sensación de pánico que durante aquel jueves negro se produjo, fue extraordinariamente magnificada por el mecanismo de las órdenes automatizadas.

El jueves 22 de octubre el Presidente de los Estados Unidos anunció la creación de una «Comisión Técnica de Mecanismos de Mercado», asignándole la tarea de dictaminar en el plazo de 60 días qué había sucedido y por qué, para ayudar con sus orientaciones a impedir que este tipo de desplome pudiera volver a producirse.

El informe final, dirigido al Presidente de los Estados Unidos, al Secretario del Tesoro y al Presidente de la Reserva Federal, definía con bastante precisión lo que realmente había pasado. La caída inicial había provocado que varias entidades, que utilizaban estrategias de carteras aseguradas, vendieran de manera automática y sin considerar los precios, haciéndolo tanto en el mercado de valores como en el mercado de futuros sobre índices bursátiles. Y la presión del papel en el mercado de futuros se transmitió al mercado de valores mediante el mecanismo de arbitraje de índices. Como consecuencia, los mercados de futuros y de valores quedaron desconectados, ambos al borde de la caída libre.

Como más tarde se descubrió, algo realmente importante en la caída fue que los mercados de acciones se encuentran fuertemente ligados de forma compleja, a sistemas financieros más amplios por medio de la estructura de los bancos y de otros organismos financieros. La Comisión Técnica llegó también a la conclusión de que los mercados de valores de futuros sobre índices bursátiles y de opciones, constituyen un único mercado unido por instrumentos financieros, estrategias de negociación, participantes en el mercado, y mecanismos de compensación, liquidación y crédito, y que los problemas de mediados de Octubre pueden explicarse en gran medida por la manifiesta incapacidad de esos sectores del mercado para actuar como uno sólo.

De esta manera, y enfrentadas con las demandas de ventas masivas, las entidades reguladoras e institucionales, pensadas para mercados independientes, no pudieron responder de forma eficaz a las presiones cruzadas de los

mercados. Y algunos de los participantes en el mercado, como los aseguradores de carteras, se guiaron por la percepción errónea de que estaban negociando en mercados independientes no relacionados entre sí. A todo ello contribuyó el sistema de órdenes automatizadas.

Al final, la conclusión fue que el sistema había crecido en proporción geométrica con la revolución tecnológica y financiera de la década de los ochenta, y que fueron muchos, tanto en la Administración, como en la industria, en la universidad, y desde luego en las finanzas, que no comprendieron en toda su extensión que estos mercados independientes eran en realidad un solo mercado regulado en gran parte de una manera automática. Como consecuencia, el enorme volumen de operaciones, la violenta volatilidad de los precios, y la vacilante demanda de compensaciones y liquidaciones, pusieron al sistema financiero al borde de un desplome a gran escala.

En cuanto a las recomendaciones que la Comisión hacía para ayudar a impedir que se repitiesen acontecimientos como los de mediados de Octubre de 1987, los redactores del informe recomendaban al Presidente de los Estados Unidos:

— Que un organismo coordinara las cuestiones reguladoras que tienen impacto en los sectores conexos del mercado y en el sistema financiero.

— Que se unificaran los sistemas de compensación y liquidación de los mercados para reducir el riesgo financiero.

— Que deberían fijarse márgenes coherentes en los mercados para controlar la especulación y el apalancamiento financiero.

— Que se establecieran sistemas informativos para contrastar las transacciones y las condiciones en los mercados conexos.

— Pero fundamentalmente, que con el fin de evitar las fluctuaciones excesivas se establecieran mecanismos limitadores de los cambios diarios, tales como límites de precios e interrupciones en las operaciones.

La investigación tenía también que detectar responsabilidades, si las había. No se encontraron responsabilidades personales. Tampoco se encontró fallo mecánico en el sistema.

Fue pues el sistema en su conjunto, es decir, la naturaleza misma del sistema, el último responsable del resultado de una crisis tan dramática como la que se produjo en octubre de 1987. Y en orden a hacer frente en el futuro a even-

tualidades parecidas, la recomendación más operativa fue, como hemos visto, fijar limitaciones a los cambios diarios, estableciendo límites de precios e interrupción de las operaciones. Quiere ello decir, que en el caso de que volviera a producirse una situación similar, la Bolsa debería interrumpir su sesión para eliminar su automatismo y para que los distintos agentes del sistema pudieran tener tiempo para hacerse cargo de la realidad, reflexionar sobre ella, y definir nuevas estrategias en la reapertura de la sesión desde nuevas perspectivas.

Pero los que tenemos que reflexionar somos nosotros. Porque en términos de evaluación ética, cuando el «sistema» se paraliza por decisión de la persona responsable de ello, o porque entran en vigor unos códigos de mínimos establecidos previamente, «a efectos de que los operadores reflexionen», lo que está haciendo en realidad es «conectar con el exterior», buscar un punto de referencia de fuera del sistema, abrir una ventana. Es decir, introducir la «relatividad» y objetividad de la persona frente a la «racionalidad» del sistema. Dando por supuesto que el sistema puede llegar a convertirse, bajo ciertas circunstancias, en una realidad virtual independiente, con su propia lógica y su propio mundo.

Todo ello nos abre un mundo de perplejidades e interrogantes, lo que es grave, porque se está aceptando que el sistema financiero, o parte de él, estaba previamente desconectado del mundo real. Es decir, el Informe entregado al Presidente de los Estados Unidos reconoce implícitamente que el sistema podría haber estado en ese momento de Octubre de 1987 desconectado de la interdependencia de otros intereses. Y ello nos lleva indefectiblemente a un conflicto ético en la medida que no hay ética posible si no se conecta con los intereses de los demás, sean personas u otros sistemas. Que es lo que se hace al introducir la «objetividad» de la persona frente a la «racionalidad» del sistema.

I. DIVAGACIONES COMPLEMENTARIAS

Como he señalado al principio, a la hora de reflejar por escrito mis reflexiones, no me he podido resistir a hacer alguna incursión en relación con un tema marginal a la cuestión principal de mi intervención, pero muy relevante en lo que respecta al planteamiento general de cómo se observa la ética desde el mundo financiero. Me refiero a la regulación y la autorregulación como herramienta ética.

1. La regulación y la autorregulación como herramienta ética

Desde la perspectiva que supone la consideración del estado actual de la cuestión ética en las instituciones y mercados financieros, resulta objetivo de capital importancia comprender integralmente las necesidades y los principios éticos que rigen las actuaciones de los distintos agentes que colaboran en la empresa. Y ha sido la progresiva concienciación social en torno a las ineficiencias, conflictos éticos y pérdida de bienestar que generan este tipo de actuaciones, lo que ha ido propiciando toda una legislación al respecto, aunque todavía sea muy elemental, que las regula y penaliza siempre muy a posteriori del nacimiento del problema, y de manera tan casuística que muchas veces ofrece la posibilidad de una enorme permeabilidad.

La regulación en banca está justificada porque las quiebras bancarias dañan a la economía en su conjunto, debido al papel que desempeñan los bancos en el sistema de pagos (riesgo sistémico), y porque, normalmente, los mercados no son capaces de reconocer y evaluar los problemas antes de que la institución se vea seriamente amenazada. Esto es tanto como admitir que en ningún mercado real, la ética va a ser capaz por sí sola de disciplinar a las instituciones, y que es necesario crear un marco normativo que ofrezca garantías de estabilidad al sistema sin dañar irremediablemente la competitividad de las instituciones. Añádase que en un clima de intensa competencia como el que se vive, y en unos mercados financieros cada vez más globalizados, siempre existe la tentación de rebajar el coste impuesto por las regulaciones. Tentación tanto mayor por cuanto a escala mundial no existe una autoridad supervisora con capacidad punitiva, y la cooperación, tal y como se puso de manifiesto en la crisis del Banco de Crédito y Comercio Internacional (BCCI), dista mucho de estar a la altura de las circunstancias.

Parece necesario por ello ir más lejos y establecer cautelas, sistemas de autorregulación que definan normas de conducta. Es decir, códigos éticos que hagan posible la introducción de una normativa aceptada de lo que está bien y lo que no lo está.

De esta manera la autorregulación puede desempeñar un papel relevante, tal y como ha sucedido en el Reino Unido, para disciplinar individualmente a las instituciones y defender así los intereses éticos del conjunto del sector. Y esto es particularmente necesario en unos momentos en que la desaparición de las barreras funcionales en el sector financiero está dando origen a la creación de conglomerados. Porque la necesidad de resolver los inevitables conflictos de intereses que se producen en esta clase de organizaciones, como consecuencia de la globalización, hace inevitable la utilización de códigos de conducta que im-

pidan el desarrollo y manipulación de la información y cualquier otra clase de conductas contrarias al interés de los usuarios.

Hay que poner pues el acento en la autorregulación, porque las regulaciones puras y simples difícilmente aportan soluciones en los términos debidos. Primero, porque son muchos los expertos que opinan que el campo reservado a la regulación administrativa será cada vez más irrelevante, salvo en las obligaciones que se refieren a la transparencia, a la existencia de un control interno, y a la asignación de responsabilidades individualizadas en el cumplimiento de regulaciones específicas. Después, porque la legislación no puede abarcar toda la problemática generada por las especificidades organizativas de las entidades financieras, o por la multiplicidad y constante novedad de los productos financieros. O porque los sistemas contables quedan constantemente retrasados en relación con la innovación financiera, y no están diseñados para controlar correctamente muchas de las operaciones. También porque, ante un entorno en plena transición como el que actualmente vive el mundo financiero, las leyes tienden a ir muy por detrás del fenómeno que pretenden regular, y casi siempre llegan tarde. Aunque, como se ha dicho Lamfadusy, si bien es cierto que regulando el sistema financiero se pierde eficiencia, no es menos cierto que la pérdida puede ser mayor a través del mecanismo que pone en marcha una crisis bancaria.

Cada día parece más claro, por ello, que la autoregulación es imprescindible, incluso en el caso de los ámbitos de actuación ya regulados. Y que los códigos de conducta son herramientas mucho más útiles para mejorar el comportamiento empresarial que la propia legislación, porque un código ético permite, por su nivel de abstracción, discernir más claramente cuáles son las actuaciones concretas permitidas y aquellas otras que no lo son. Y porque la función ética de los códigos de conducta no sólo trata de poner fin a prácticas impropias, sino también de estimular el desarrollo de prácticas correctas.

En mi discurso de ingreso en esta Real Academia ya mantenía que deberíamos «normalizar» las reglas éticas en códigos de conducta empresariales, para construir sobre esa base los mecanismos de supervisión. De esta manera, la ética se constituiría en un componente de la cultura económica que sería traspasado posteriormente a la regulación, al menos en lo que fuera posible. Porque partiendo del supuesto de que la ética no puede imponerse por la autoridad, se trata de hacer una política más realista para disminuir el activismo de las autoridades reguladoras en planteamientos que conciernan a la ética.

En todo caso, la dinámica del entorno está exigiendo a las instituciones financieras dedicar un esfuerzo especial al autocontrol, debido a las ma-

yores dosis de libertad con que actúan y a la incapacidad de los ratios de supervisión convencionales. Siempre teniendo en cuenta que, como resultado de la creciente competencia inducida por la globalización, algunas instituciones pueden verse tentadas a rebajar las normas de conducta que inspira toda buena práctica financiera, lo que puede deteriorar la reputación del sistema en los mercados, perjudicar la confianza que representa una premisa básica para el correcto desarrollo de la actividad financiera, y plantear a la vez conflictos éticos. De esta manera, cada día hay más consenso en que las instituciones financieras tendrán que dedicar en su labor cotidiana cada vez mayor atención a los principios éticos.

Hay que destacar que cuando hablamos de regulación, tenemos que distinguir entre la autorregulación a nivel de empresa individual y la autorregulación a nivel de sector o mercado. De ambas tenemos que servirnos, pero también debe quedar claro que, en el primer caso, la autorregulación a nivel de empresa individual, plantea las cosas de tal manera que es muy posible que la presión del corto plazo en cada empresa concreta, pueda hacer que en un mundo tan competitivo el beneficio acabe siendo la única referencia válida para el gestor y para el accionista. Por el contrario, la autorregulación a nivel de sector o mercado, o el horizonte temporal introducen mecanismos donde el interés del conjunto obliga a cada institución a disciplinarse.

Aunque conviene ser realistas y reconocer que la autorregulación solo sirve en condiciones normales. Porque cuando lo que está en juego es la supervivencia, los directivos se ven sometidos a toda clase de presiones para evitar la quiebra, y entonces la tentación de tomar decisiones contrarias a la ética más elemental puede llegar a ser irresistible. Y en esas circunstancias, ni siquiera es seguro que el riesgo de un castigo legal sea suficiente para compensar el deseo de salvar a la empresa. Aunque también hay que decir que el endurecimiento y concreción de las responsabilidades individuales de los miembros de un Consejo de Administración en Estados Unidos ha hecho menos apetecible el cargo.

Como complemento de la regulación y la autorregulación, puede en determinados momentos ser operativo lo que podríamos llamar el 'control de empresas'. Este término se refiere a los diversos métodos que permiten a los partícipes en una empresa (propietarios, empleados, acreedores o clientes) disciplinar a los gestores, obligándoles a actuar en base a los intereses de tales partícipes. Los controles pueden ser externos, es decir el mercado, o pueden ser internos, como el consejo de administración o los incentivos salariales. Las OPAs hostiles, que es otro mecanismo de corrección, son en el caso de los bancos mucho más infrecuentes que en otros sectores, debido a los trastornos que ocasionan al interés social los litigios y demás complicaciones que suelen acarrear tales opera-

ciones. Independientemente que la disciplina ejercida por la competencia es más débil en el sector financiero, como consecuencia de las regulaciones y de las barreras que limitan el comercio internacional de servicios en la banca al por menor.

De esta manera, el control en banca descansa fundamentalmente en los mecanismos de control interno. Por consiguiente, si se desea que la ética constituya una parte sustantiva de la cultura corporativa, el Consejo de Administración y las retribuciones tienen que estar orientados a promover ese objetivo. No basta por ello con adoptar códigos de conducta. Es preciso que su aplicación sea recompensada. Así, los incentivos salariales y las carreras profesionales son algo más que dinero, porque constituyen el mejor instrumento para hacer comprender a cada individuo de una organización lo que ésta espera de él.

Unos agentes a los que hoy se atribuye mucha importancia desde el punto de vista del control, como nos sugiere el Informe Cadbury, son los inversores institucionales. Porque el crecimiento del número de personas que se inclinan por el ahorro-previsión, como consecuencia de las crisis de la seguridad social en el mundo entero, está introduciendo en el mercado organizaciones sumamente potentes con voluminosas participaciones empresariales en sus carteras. Y ello les permite tomar posiciones y aparecer interesados en el control de las empresas en las que tienen intereses. El caso del Fondo de Pensiones de los empleados públicos del Estado de California (CALPERS) es paradigmático de la tendencia de esas instituciones a ejercer control, exigiendo mayor transparencia y ejerciendo su derecho a la supervisión y a la definición de estrategias. Puede decirse, por tanto, que cualquier objetivo tendente al reforzamiento de los valores éticos pasa necesariamente porque esta clase de inversores asuma la importancia de esa cualidad a la hora de decidir la orientación de sus inversiones.

VII. CONCLUSIONES SOBRE LA ÉTICA Y EL MUNDO FINANCIERO

A la hora de terminar, y volviendo la vista atrás sobre todo lo que aquí se ha dicho, sobre los interrogantes que nos hemos planteado, y sobre algunas de las respuestas que han ido aflorando en las diferentes cuestiones, creo que podríamos resumir mi intervención de la siguiente manera:

1.º Las cuestiones éticas preocupan cada día más, especialmente en el mundo financiero. Pero los análisis al uso de esa conflictividad ética no tienen en cuenta que en los últimos veinte años el mundo de las finanzas se ha sofisticado hasta extremos no creíbles. Ni tienen en cuenta que la sociedad también ha cambiado notablemente el espectro de su sensibilidad a los distintos problemas éticos. Por otra parte, tampoco existe un concepto en general de la ética que sea compartido por las diferentes escuelas.

2.º Del análisis de los conflictos éticos convencionales, tanto de la empresa en general como del sistema financiero, se desprende que las respuestas éticas al uso no responden ni a la actual sensibilidad de la sociedad, ni a la naturaleza del mundo financiero. Se hace necesario pues, definir el modelo de la sociedad de hoy e inventariar sus nuevas sensibilidades éticas. También se hace imprescindible definir el modelo que disciplina hoy instituciones y mercados financieros.

3.º De la confluencia de esos dos modelos deberán deducirse los nuevos conflictos éticos que, potencialmente, se puedan producir en la actividad normal del mundo financiero. La tarea es urgente, porque un inventario de esos potenciales conflictos señala que son innumerables los que ya están planteando la necesidad de definir reglas y códigos de conducta que les den respuesta.

4.º La responsabilidad de confeccionar un inventario preciso y circunstanciado de los potenciales conflictos éticos del actual sistema financiero deberá ser responsabilidad de expertos en ética y de expertos financieros, porque la sofisticación de los productos y la complejidad de las distintas situaciones no permite a veces distinguir a primera vista dónde puede esconderse un conflicto. Antes, sin embargo, es imprescindible que los expertos del mundo de la ética suministren una más importante base teórica para identificar la problemática de cada una de las áreas o parcelas de las distintas actividades especializadas y

5.º El debate sobre la ética del mundo financiero debe aspirar a someter también a cuestión algunos de los principios que hasta ahora han venido siendo contemplados como fundamentales. Como por ejemplo, las funciones y los objetivos empresariales y los financieros.

* * *

Traigo pues a esta Academia, una vez más, una reflexión cargada de interrogantes que reclaman y esperan respuestas académicas, en su más amplio sentido. Respuestas de carácter científico, asentadas en planteamientos intelectuales.

tuales, y ofreciendo coordenadas orientadoras que se compadezcan con el mundo de la ética. Porque, tal como exige nuestra tradición cultural, las respuestas a nuestros problemas habrá que darlas de modo que tengan como finalidad la mejora social. Las Ciencias Morales no son sólo técnicas del conocer, sino también de formulación de imperativos de conducta que no son controles de eficacia, sino que forman parte de la razón práctica. Y éste es un problema pendiente, porque nuestros recursos culturales no nos facilitan una respuesta inmediata a la pregunta de cómo conjugar operativamente los acuciantes desafíos económicos y financieros, con las permanentes exigencias de rectitud ética y de responsabilidad social.

El debate está pues abierto. Ahora la tarea debe consistir en sistematizar y debatir el inventario de casos realmente conflictivos, conceptualizarlos y buscarles formulaciones teóricas que nos permitan definir las evaluaciones éticas adecuadas. Y unas normas o códigos de conducta en relación con esos conflictos que ya se están produciendo, o que se van a producir inexorablemente.

BIBLIOGRAFÍA

- Akerlof, G. *Loyalty Filters*. American Economic Review. March 1983.
- Aranguren, Jose Luis L. *Ética*. Alianza Universidad Textos. Madrid. 1994.
- Argandoña, A., Editor. *La dimensión ética de las instituciones y mercados financieros*. Fundación BBV. Madrid. 1995.
- Argandoña, A. *La Ética en la Empresa*. Instituto de Estudios Económicos. Madrid. 1994.
- Arrow, Kenneth J. *Social Choice and Individual Values*. New Haven and London. Yale University Press. 1951. Traducción española en Instituto de Estudios Fiscales. Ministerio de Hacienda. Madrid. 1974.
- Arrow, Kenneth J. *The Limits of Organization*. W.W. Norton & Company. New York. 1974.
- Arrow, Kenneth J. *Business Codes and Economic Efficiency*, en Tom L. Beauchamp and Norman E. Bowie, Editores. *Ethical Theory and Business*. Prentice Hall. Englewood Cliffs, N.J. 1979.
- Ausubel, L. *Insider Trading in a Rational Expectations Economy*. The American Economic Review. December 1990.

- Autores varios. *Fondos de Garantía de Depósitos*. Perspectivas del Sistema Financiero. Publicación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social. Número 52. 1995.
- Beauchamp, T.L y Bowie, N.E. Editores. *Ethical theory and business*. Prentice Hall. Englewood Cliffs, N.J. 1993. Cuarta edición.
- Benston, G. y Kaufman, G. *Risks and Failures in Banking: Overview, History, and Evaluation*. In *Deregulating Financial Services: Public Policy in Flux*. Ballinger Publishing Co. Cambridge, Mass. 1986.
- Berle, A. y Means, G., *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan, New York. 1932.
- Bonet, E. *La Faz oculta de la modernidad*.
- Borio, C. *Leverage and Financing of Non-financial Companies: an International Perspective*. BIS Economic Papers, n° 27. May 1990.
- Buchanan, A. *Ethics, efficiency and the market*. Rowman and Allanheld. Totowa, N.J. 1985.
- Camps, V. *La imaginación ética*. Ariel. Barcelona. 1991.
- Caroli Hostench, A. *Hombre, Economía y Ética*. Ediciones Universidad de Navarra S.A. Pamplona. 1993.
- Chamorro, J.M., Pérez de Villarreal, J.M. y Rubio, G. *Tres Ensayos sobre la Garantía de los Depósitos: Aplicaciones a la Banca Española*. Estudios Bancarios. Fundación BBV. Madrid. Septiembre 1993.
- Chan, Y., Greenbaum, S. y Thakor, A. *Is Fairly Price Deposit Insurance Possible?* Journal of Finance. 1992.
- Chari, V. *Banking Without Deposit Insurance or Bank Panics: Lessons from a Model of the U.S. National Banking System*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Summer. 1989.
- Cochran, C. *The Inner revolution*, Harper and Row. New York. 1964.
- Dewatripont, M., y Tirole, J. *Estructura Eficiente de Gobierno: Implicaciones para la Regulación Bancaria*. Seminario: La Intermediación Financiera en la Construcción de Europa. Fundación BBV. Madrid. 1992.
- Donaldson, J. *Key issues in business ethics*. Academic Press Limited. London. 1989.
- Freeman, R. E. *Business Ethics. The State of the Art*. Oxford University Press. New York. 1991.
- Friedman, M. y Friedman, R. *Free to Choose*. The Harcourt Brace Jovanovich, Inc. New York. 1980.
- Fukuyama, F. *Trust The social virtues and the creation of prosperity*. The Free Press. New York. 1995.

- González, J.M. *Lo Etico en la Historia del Pensamiento Económico*. Información Comercial Española. Madrid. Marzo 1991.
- Goodhart, Ch. *Banks and Control of Corporations*. Economic Notes by Monte dei Paschi di Siena. 1994.
- Goodman, L., y Santomero, A. *Variable-Rate Deposit Insurance: A Re-Examination*. Journal of Banking and Finance. June 1986.
- Greenspan, A. *Commercial Banks and the Central Bank in a Market Economy*, Spaso House. Moscow. October 1989.
- Greenspan, A. *Subsidies and Powers in Commercial Banking*. Federal Reserve Bank of Chicago. May 1990.
- Harejen, J. *Deposit Insurance Reform; Or, Deregulation Is the Cart, Not the Horse*. Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review. Spring 1983.
- Haussman, D. y McPherson, M. *Taking Ethics Seriously: Economics and Contemporary Moral Philosophy*. Journal of Economic Literature, Vol. XXXI. June 1993.
- Hayek, F. *Los Fundamentos de la Libertad*. Fundación Ignacio Villalonga. Biblioteca de Estudios Económicos. Valencia. 1961.
- Holstrom, B. *Moral Hazard and Observability*. Bell Journal of Economic. Spring 1979.
- Hosmer, L. *Strategic Planning as if Ethics Mattered*. Strategic Management Journal. 1994.
- Jonas, H. *El principio de responsabilidad Ensayo de una ética para la civilización tecnológica*. Herder. Barcelona. 1993.
- Juan Pablo II. *Centessimus Annus. La problemática social hoy*. Versión castellana de la políglota vaticana. Ediciones Paulinas. Madrid. 1991.
- Kaufman, G. *The Truth about Bank Runs. The Financial Services Revolution: Policy Directions for the Future*. Kluwer Academic Publishers. Boston, Mass. 1988.
- Kester, W. *Banks in the Board Room: The American Versus Japanese and German Experiences*. Mimeo. Harvard Business School. Boston. 1992.
- Keeley, M. *Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking*. The American Economic Review. December 1990.
- Kerney, K. *The Cost of Bank Regulation*. The World of Banking. January-February, 1994.
- King, M., y Roel, A. *Insider Trading*. Economic Policy. April 1988.
- LaWare, J. *Statement Before a Subcommittee of the Committee on Government Operations*. Washington. 17 March 1993.

- López Quintás, A. *El arte de pensar con rigor y vivir de forma creativa*. Editorial PPC. Madrid. 1993.
- Mahoney, J. *Teaching Business ethics in the UK, Europe and the USA*. The Athlone Press. London. 1992.
- Melé Carné, D. (Coord.) *Ética, Mercado y Negocios*. Ediciones Universidad de Navarra S.A. Pamplona. 1994.
- Menéndez Requejo, S. *Racionamiento del Crédito como Consecuencia de la Asimetría de Información y los Conflictos de Agencia*. Información Comercial Española. Madrid. Noviembre 1994.
- Merton, R. *An Analytic Derivation of the Cost of Deposit Insurance Loans Guarantees*. Journal of Banking and Finance. June 1977.
- Merton, R. *Financial Innovation and Economic Performance*. Journal of Applied Corporate Finance. Winter 1991.
- Milkovich, G. y Wigdor, A. *Pay for Performance*. National Academy Press. Washington D.C. 1991.
- Miller, Merton. *Financial Innovation: Achievements and Prospects*. Journal of Applied Corporate Finance. Winter 1992.
- Miscoll, J. *The Value of Bank Reputation and the Risk of Losing it*. BankAmerica Corporation. Reprint by the Corporate Communications Division. 1990.
- Moreda de Lecea, C. *Especulación y Moral económica*. Religión y Cultura XLI. Julio/Septiembre, 1955.
- Noe, T., y Rebello, M. *The Dynamics of Business Ethics and Economic Activity*. The American Economic Review. June 1994.
- Novak, M. *The catholic ethic and the spirit of capitalism*. The Free Press. New York. 1993.
- Ortiz Ibarz, J.M. *La hora de la ética empresarial* Mc Graw Hill. Madrid. 1995.
- Pellicer, M. *Evolución de la Regulación Financiera en España*. Información Comercial Española, nº 723. Madrid. Noviembre 1993.
- Ploix, H. *Thèmes et Acteurs de la Réflexion sur l'Étique Financière aux États-Unis*. Revue d'Économie Financière. Automne 1992.
- Polo, L. *Ética. Hacia una versión moderna de los temas clásicos*. AEDOS Unión Editorial. 1996.
- Poveda, R. *El marco Regulador de las Entidades de Crédito en España: la Regulación del Riesgo*. Papeles de Economía Española, nº 58. Madrid. 1994.
- Prendergast, C. *A Theory of «Yes Men»*. The American Economic Review. September 1993.

- Reder, M. *The Place of Ethics in the Theory of Production*. Economics and Human Welfare: Essays in Honor of Tibor Scitovsky. Ed. Michael Boskin. Academic Press. New York. 1979.
- Regan, T., Editor. *Just Business. New introductory essays in business ethics*. Random House. New York. 1984.
- Ronn, E. y Verma, A. *Pricing Risk-Adjusted Deposit Insurance: An Option-Based Model*. Journal of Finance. September 1986.
- Sánchez Asiaín, J.A. Reflexiones sobre la Banca. Discurso de recepción en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas. Espasa Calpe. Madrid. 1992.
- Sánchez Asiaín, J.A. *El progresivo divorcio entre el mundo real y el mundo financiero*. Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas. Año XL. Número 65. Madrid. 1987.
- Scherrer, V. *Dans la Jungle du Pouvoir*. Ed. Seuil. Paris. 1991.
- Sen, A. *Ethique et Finance*. Revue d'Economie Financière. Printemps 1992.
- Sprigge, T.L.S. *The rational foundation of ethics*. Routledge. Reimpresión de una publicación de 1988. London and New York. 1990.
- Termes, R. *Antropología del capitalismo. Un debate abierto. Discurso de Recepción en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*. Madrid. 1992.
- Termes, R. *Por qué hay que ser éticos en los negocios. La Veritatis Splendor y el Mundo de la Empresa*. Jornadas de Empresarios Castellanos, Valencianos y Aragoneses. Separata mecanografiada. 1994;
- The Presidential Task Force on Market Mechanisms. *Report submitted to the President of the United States, the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Federal Reserve Board on the events surrounding the October 1987 market break*. New York. January 1988.
- Thompson, J. *Using Market Incentives to Reform Bank Regulation and Federal Deposit Insurance*. Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review. Quarter 1, 1990.
- Weigelt, K. y Camerer, C. *Reputation and Corporate Strategy: a Review of Recent Theory and Applications*. Strategic Management Journal. 1988.
- Whittaker, E. *A History of Economic Ideas*. Longmans, Green and Co. New York. 1940.

