



Revista de Fomento Social, 51 (1996), 23-54

Dimensión ética de las actividades financieras

Se dice que la economía financiera cada vez impone más su ley sobre la economía real: en otras palabras, la producción de bienes y servicios para la satisfacción de las necesidades de la población está cada vez más supeditada a la ley de la máxima rentabilidad a corto plazo de los recursos financieros. Ello puede inducir a una descalificación moral sin paliativos del sistema financiero. En este artículo se quiere entrar en un discernimiento ético más matizado de la razón de ser del sistema financiero, de su exigencia de estar al servicio de la economía real y de las consecuencias que se siguen de esa subordinación. Estas reflexiones tienen no pocas implicaciones para quien se acerca a la actividad económica con un sentido ético y humanizador.

—Ildefonso CAMACHO LARAÑA S.J. (*)—

(*) Profesor de la Facultad de Teología de Granada y de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales - ETEA, de la Universidad de Córdoba.

ESTUDIOS

El título de estas páginas podría haber sido formulado entre signos de interrogación: ¿dimensión ética de las actividades financieras? Reflejaría entonces la perplejidad de muchos ante cualquier intento de aproximación ética al mundo de las finanzas (1). Y esta perplejidad no tiene su origen sólo en la magnitud y frecuencia de los escándalos, de los que tan profusamente se han ocupado en los últimos años los medios de comunicación social.

Voy a permitirme comenzar, aun a riesgo de caer en la demagogia, mencionando el contraste entre algunos hechos de nuestra experiencia colectiva reciente. Por una parte, asistimos a procesos interminables en los que los tribunales de justicia parecen impotentes para llevar a término cualquier proceso contra algunos de los protagonistas de los escándalos financieros más sonados o de los casos de corrupción política más espectaculares. Junto a ello, vemos cómo alcaldes de pueblos pequeños y jornaleros del campo son condenados por haber colaborado al cobro fraudulento del seguro de desempleo agrario. Sin minusvalorar esto último, ni negar los peligros inherentes a tolerar estas prácticas, el ciudadano medio intuye que algo no funciona cuando el sistema carece de una eficacia para perseguir unos delitos que le sobra en otros casos. Téngase en cuenta además que los escándalos financieros o de corrupción política suelen ir acompañados de cuantiosos fraudes fiscales... ¿Hay que asombrarse, entonces, de que cunda en la sociedad una desconfianza radical en las instituciones del Estado o que incluso se difunda la convicción de que hoy en la vida social es preferible olvidarse de la ética si uno quiere simplemente sobrevivir?

Mi intención no es responder a esta grave situación, que cada vez parece involucrar a más gente. Voy a limitarme a uno de los aspectos de tan complejo problema: el de las *actividades financieras*. Pero un esfuerzo semejante de *análisis y reflexión ética* sería posible -y deseable- en otros ámbitos de la vida social, con el objeto de ir poniendo las bases para una recuperación de la confianza en nuestras instituciones y -en último término- en la sociedad que todos formamos.

Porque hay que reconocer que en este ambiente funciona también un mecanismo de retroalimentación que amplía la impresión de inmoralidad reinante. Casi

(1) Una reciente encuesta mostraba que el 53% de los norteamericanos y el 57% de los franceses piensan que dinero y ética no pueden coexistir. Cf. B. MERCADAL, *Éthique financière*, en: J.V. LOUIS- D. DEVOS (Dir.), *L'éthique des marchés financiers*, Université de Bruxelles 1991, 25-26.

inconscientemente tendemos a generalizar: si hay escándalos financieros (o políticos), todo el que tiene una actividad financiera (o política) es un inmoral. Pero esa postura es indiscutiblemente injusta con mucha gente... Más grave es la generalización cuando se refiere no sólo a los agentes, sino a las acciones mismas: se llega, entonces, a la conclusión de que toda operación financiera o toda iniciativa política es, casi por esencia, inmoral. Esta especie de *demonización* de determinados ámbitos de la actividad humana es muy perjudicial y hace casi imposible el diálogo entre la ética y las ciencias económicas o políticas.

No quiero en estas páginas caer en la tentación de descalificar éticamente todas las actividades financieras, sin más matizaciones. Pero también me gustaría salir al paso de la actitud opuesta: la que afirma tajantemente que el mundo financiero tiene su propia autonomía y, por consiguiente, es ajeno a toda ética. Mi aproximación a este ámbito parte de un presupuesto distinto: la necesidad de una aproximación más analítica a la realidad, para comprender sus mecanismos e iniciar desde ahí una reflexión sobre la dimensión ética de los mismos.

1. La economía financiera

Toda reflexión ética debe arrancar de un análisis de la realidad que nos suministre los datos esenciales sobre los que avanzar. Ahora bien, esta realidad, en el caso del mundo de las finanzas, ha conocido cambios muy profundos en las dos últimas décadas. Por eso comenzaremos con algunas observaciones sobre la economía financiera en general para concentrarnos después en la evolución reciente de ésta.

A. Funciones de la economía financiera

El papel del dinero como medio para las transacciones económicas está atestado desde la antigüedad. Pero ha sido en la economía moderna cuando dicho papel se ha acrecentado y diversificado notablemente. De modo simultáneo nacieron y se desarrollaron los bancos, cuya primera función será la de agilizar los *sistemas de pagos*. No sólo intervendrán como depósito de los recursos monetarios (metales preciosos), sino que pronto comenzarán a emitir certificados de esos depósitos que puedan ser utilizados directamente como instrumentos de pago: estos documentos, emitidos por los bancos de depósitos, van sustituyendo progresivamente a la moneda,

a la que aventajan por su mayor seguridad y agilidad.

El haber facilitado los sistemas de pago contribuyó sin duda a la expansión de la economía moderna y, por consiguiente, al desarrollo de la institución bancaria. Pero ésta encontró en la misma expansión económica nuevos campos para ampliar sus funciones. Porque la economía moderna pronto empieza también a desarrollar las *actividades crediticias*. El dinero se hace tan imprescindible, que se buscan fórmulas para poder disponer de él aunque no se tenga en propiedad. Y de nuevo los bancos entran en escena utilizando los depósitos que tienen confiados como fuente de créditos para aquéllos que precisan que alguien les adelante un dinero, que con el tiempo esperan recuperar.

A la función de custodiar los depósitos de unos (ahorradores) unen ahora la de facilitar recursos a otros (inversores). Uniendo ambas se configura la imagen del banco como *intermediario financiero*, gracias al cual es posible poner en contacto el ahorro con la inversión, canalizando los recursos de aquéllos que no tienen necesidad de gastarlos de forma inmediata hacia los que están necesitados temporalmente de ellos.

Este proceso, que es esencial a la economía moderna, ha servido para modificar el concepto mismo del dinero, dando lugar a otro más amplio (y que no coincide exactamente con él): el de *capital*. La intuición de fondo que justifica este cambio es la de que el dinero (en cuanto capital) no sólo es un instrumento de pago, sino un valor económico en sí y -por ello precisamente- un factor creador de riqueza (*factor productivo*).

Aunque sea de pasada, conviene recordar aquí que esta nueva comprensión del dinero (que permite entenderlo ahora como forma de capital) es la que explica el cambio en la calificación moral del interés sobre los préstamos. Cuando en el dinero no se veía sino un bien consumible (como los productos alimenticios, por ejemplo), resultaba casi imposible a los moralistas justificar la exigencia de un interés a cambio de la cesión temporal de una suma determinada. Cuando se comprende que el uso del dinero en cuanto instrumento financiero es una vía para crear riqueza y valor económico, se admite que el préstamo supone la renuncia a obtener directamente ese valor y el derecho a participar de lo que otros obtienen de él. La aceptación ética del interés sobre el dinero no puede ser, entonces, interpretada como una manifestación de relajación moral, sino como el resultado de una nueva comprensión de la realidad, que implica un cambio en las conclusiones que se siguen de la reflexión ética sobre aquélla. No olvidemos,

además, que esta nueva comprensión del dinero y de la riqueza (no estática, sino dinámica: siempre en producción) sintoniza con la mentalidad económica moderna y está en la raíz del desarrollo económico de los dos últimos siglos.

A tenor de lo dicho queda claro que la *dimensión temporal* es uno de los componentes esenciales de la economía moderna. Y ello afecta además de forma especial al ahorro y a la inversión. Ahorrador e inversor realizan hoy unas operaciones con los ojos puestos en el futuro: ahora bien, para decidir en el presente hay que apoyarse en algunas previsiones sobre cómo se piensa que evolucionarán las cosas en un plazo determinado. Esta es la razón de ser de la *especulación* (del latín *speculare* = observar): el observar con atención los hechos permite hacer previsiones y anticipar cómo eso afectará a unos activos determinados; con ello será posible actuar -ya en el presente- en función de lo que probablemente ocurrirá. Especular es anticiparse a los hechos para poder aprovecharse o defenderse de ellos (según que se prevean ventajosos o perjudiciales para los propios intereses o para los recursos que el especulador posee).

La especulación -en sus distintas modalidades, según analizaremos más adelante- ha jugado siempre un papel importante en la actividad económica: basta con que existan personas que tengan razones para pensar que un determinado bien se encarecerá en el futuro y que dispongan de recursos para comprarlo ahora a menor precio con intención de venderlo más caro después. Esto le ocurría ya desde antiguo al comerciante de productos agrícolas; le ocurrió más tarde, en la época de la expansión de los núcleos urbanos, al propietario de terrenos; le ocurre también a quien tiene divisas extranjeras, etc. Resulta obvio que la base de la especulación es la *información*: el que tiene datos para interpretar la realidad y prever cómo evolucionará es el que puede especular con garantías de éxito.

En resumidas cuentas: la economía moderna es esencialmente dinámica y se desarrolla siempre en la tensión entre el presente y el futuro. Ahora bien, entre sus mecanismos más dinamizadores se cuentan aquéllos que facilitan la canalización del ahorro hacia la inversión, porque gracias a ellos los recursos no inmediatamente necesarios para gastos de consumo se convertirán en productivos. Y en este terreno los bancos han desempeñado el papel fundamental durante los dos últimos siglos. Teóricamente era imaginable que los fondos ahorrados por unos fueran a manos de quienes necesitan recursos prestados de forma directa (sin la mediación de los bancos). Pero los bancos aumentaron la eficacia y la seguridad de estos procesos: ellos se encargaron de retribuir a los ahorradores (intereses de las

operaciones pasivas) y de cobrar a sus prestatarios o acreedores (intereses de las operaciones activas); en el manejo de unos intereses y otros radicó lo más específico del negocio bancario como servicio retribuido a ahorradores e inversores (2).

B. Cambios recientes en la economía financiera

En realidad, la esfera financiera nació, y funcionó durante bastante tiempo, como un apoyo y complemento del sector real de la economía (producción de bienes y servicios), encargándose como mero intermediario de poner a disposición del productor los recursos que éste necesitaba invertir. Pero, a partir de los años 60, comenzaron a abrirse nuevos horizontes para este campo de la actividad económica, que entró así en un período de desarrollo espectacular.

Este desarrollo viene inducido por las nuevas condiciones de la economía mundial en esa década (3). Es en ese tiempo cuando comienza a cuartearse el sistema monetario internacional nacido en Bretton Woods, que tenía casi como su única base el dólar americano. Hasta entonces las actividades estadounidenses en el exterior habían sido financiadas gracias a los déficits de su balanza de pagos, que no representaban un gran problema para un país al que el sistema creado en Breton Woods le permitía efectuar los pagos exteriores con su propia moneda. Este aumento de los dólares en circulación fuera de las fronteras americanas había tenido un efecto beneficioso para la economía mundial: incrementaba los medios de pago internacionales, lo que facilitaba la expansión del comercio mundial que por aquellos años se estaba dando. Pero este proceso no podía ser indefinido: iba a encontrar un factor limitante en las reservas de oro del gobierno

(2) Para completar la visión del negocio bancario hay que tener en cuenta que el volumen de los créditos concedidos es muy superior al de los depósitos primarios. Se cuenta con que los depositantes no van a requerir simultáneamente todos sus fondos, ni tampoco los acreedores van a disponer al mismo tiempo de todos los créditos. La falta de prudencia en el manejo de estas dos magnitudes ha sido fuente de graves quebrantos para la institución bancaria, para los que confiaron en ella y para la economía en general: ello ha justificado la intervención de los poderes públicos fijando ciertos «ratios» legales o coeficientes que establezcan una proporcionalidad entre depósitos, créditos y recursos líquidos disponibles.

(3) Para lo que sigue véase R. CASILDA BÉJAR, *Consideraciones sobre el nuevo rol de los bancos en el mundo*, ICADE n. 28 (1993) 93-107.

federal. En efecto, cuando la desproporción entre dólares en circulación y reservas americanas rebasó ciertos límites, comenzó a crecer la desconfianza en el dólar. Se desencadenaron entonces movimientos especulativos en torno al dólar y a otras monedas alternativas que hicieron imposible mantener la estabilidad de los tipos de cambios, punto de preocupación central de los negociadores de Bretton Woods.

En este ambiente de inestabilidad monetaria, consecuencia de una excesiva liquidez internacional, se inscribe la primera crisis del petróleo (finales de 1973 y comienzos de 1974). Entre sus efectos hay que contar, no sólo la recesión y los fuertes reajustes en los sistemas internacionales de precios, sino también, y como consecuencia de todo ello, el agravamiento de la inestabilidad general de la economía. La acumulación de fuertes excedentes procedentes de la subida espectacular del petróleo (petrodólares) alimenta los movimientos especulativos en los mercados de divisas y la inestabilidad de los mercados financieros.

La recesión afectó especialmente a los países industrializados provocando una situación casi inédita, que fue bautizada como *estanflación*. Las dificultades que comenzaron a atravesar muchas empresas repercutieron sobre el negocio de los bancos, por la mayor incertidumbre en cuanto a la devolución de los créditos. Pero quizás el factor más decisivo fue la fuerte subida de los tipos de interés, como consecuencia de una política monetaria restrictiva (antiinflationista) y de los persistentes déficits públicos.

La banca inicia entonces una política de créditos a tipos de interés variables, que le permita responder con mayor flexibilidad a las fluctuaciones del mercado, dentro de la tendencia a mantener unos tipos de interés elevados. Pero esta nueva línea de actuación por parte de las instituciones de crédito produce la correspondiente reacción en el mundo empresarial, que tiende a sustituir los créditos bancarios (muy caros) por fondos propios (autofinanciación) o por el recurso a los mercados bursátiles, cada vez más desarrollados. La bajada relativa de los tipos de interés, cuando las condiciones de la economía lo permiten, no es suficiente para que el crédito bancario recupere todo su protagonismo de otras épocas: y es que, no sólo los mercados alternativos (bolsa) han evolucionado para prestar mejores servicios, sino que la volatilidad de los tipos de interés persiste.

Mientras tanto, la banca ha reforzado su presencia en los mercados internacionales como canalizadora de los flujos provenientes de las facturas petrolíferas. Estos recursos acumulados en grandes cantidades empiezan a ser manejados con

finés especulativos en los mercados monetarios, bajo el estímulo de la falta de confianza en el dólar: y eso incrementa la inestabilidad de los tipos de cambio. En este marco tan inseguro la banca sigue siendo un instrumento útil para canalizar los flujos financieros, en los años 70 hacia los países del tercer mundo y ya en los 80 (cuando estalla la crisis de la deuda externa) entre los países industrializados para hacer frente a los desequilibrios exteriores.

Todos estos cambios convergen en un *aumento del riesgo* de todas las actividades económicas y financieras. De ahí que la preocupación prioritaria pase a ser la de buscar medios para conseguir *una mejor gestión del riesgo*. El riesgo se ha incrementado por efecto de la inestabilidad general de la economía, y más en particular por la variabilidad de los tipos de cambio (en los mercados de divisas) y de los tipos de interés (en los mercados financieros en general). En tales condiciones, evitar el riesgo ya casi no es posible. Reducirlo es el camino más realista de enfrentarse a él. Y la reducción del riesgo se busca muchas veces mediante la diversificación, ya sea dentro de la misma empresa (con líneas de actuación diferentes), ya sea recurriendo al mercado (con inversiones diferentes). Pero el riesgo también se puede reducir, indirectamente, trasladándolo a otro agente económico que esté en mejores condiciones para diversificarlo.

Movidos por esta necesidad de reducir los riesgos, los bancos son los primeros en buscar una progresiva *sustitución de los créditos bancarios por títulos negociables* (fenómeno que se conoce con el nombre de *titulización*): con ello pretenden dotar de mayor movilidad a sus activos, permitiendo que puedan ser negociados con facilidad y con la garantía de que su valor podrá ser íntegramente recuperado (*liquidez*). Esta ampliación de la gama de nuevos instrumentos financieros, que es reflejo de una importante actividad *innovadora*, se orienta también en otra dirección: la de una progresiva *desintermediación*, que reduce bastante la función que tradicionalmente venían desempeñando los bancos y los demás intermediarios financieros. Ahora ahorradores e inversores entran en contacto directamente, en los mercados correspondientes, sin necesidad de recurrir a los que siempre actuaron como mediadores de sus operaciones. Ello será posible gracias a la aparición, ya mencionada, de nuevos instrumentos financieros y a la diversificación de los mercados donde se negocian (4).

(4) Para todo esto puede verse: J. UGARTE PASTOR, *Futuros y opciones financieras*, Boletín Estudios Económicos 42 (1987) 523-551; F. GÓMEZ-BEZARES, *Los nuevos instrumentos y*

En efecto, tradicionalmente, el mercado financiero había facilitado y agilizado las operaciones de búsqueda de recursos. Lo había conseguido suministrando información, garantizando la liquidez (facilidad para desprenderse de un determinado activo sin tener que malvenderlo), reforzando la estabilidad de los precios. Estas funciones habían sido realizadas especialmente por la *bolsa de valores* (el más desarrollado de los *mercados secundarios* (5)). Hoy la innovación principal procede de la aparición de los *productos derivados*: lo más característico de ellos no es sólo que la entrega del activo adquirido en el presente se difiere hasta un determinado momento del futuro (6), sino que las operaciones se realizan en unas condiciones de fuerte *estandarización*. Esto se hace posible gracias a la organización de mercados específicos para esos activos: y con ello se están poniendo así las bases institucionales para que esos instrumentos estén al alcance de todos (y no se negocien sólo en operaciones esporádicas). No vamos a entrar ahora en la análisis ni siquiera de los más importantes de estos instrumentos, los *contratos de futuros* y los *contratos de opciones*. Sólo conviene subrayar las ventajas que poseen de cara a una distribución de los riesgos, buscando que sean asumidos por aquellos agentes que puedan soportarlos más desahogadamente o poniendo en relación a quienes tienen necesidad de eliminar riesgos de tipo contrapuesto.

El funcionamiento de estos nuevos productos se entenderá mejor si se tienen presentes dos factores típicos del momento y profundamente vinculados entre sí. Uno es la *globalización económica*, que se manifiesta también en el campo financiero mediante una integración cada vez mayor de estos mercados. Naturalmente este fenómeno tiene mucho que ver con la liberalización y la desregulación

mercados financieros (El camino de la innovación financiera desde la perspectiva del riesgo), Boletín Estudios Económicos 45 (1990) 283-304; B. GARRIDO CHAMORRO, *Opciones financieras: concepto y utilidad*, ICADE n. 25 (1992) 69-89; A.J. MARCUS, *La ingeniería financiera y el director financiero de la empresa*, ICADE n. 30 (1993) 11-25; J. MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, *Activos y mercados financieros*, Pirámide, Madrid 1995.

(5) Se entiende por *mercados primarios* aquéllos en que son ofertados los nuevos títulos puestos en circulación por las unidades productivas; los *mercados secundarios* son, en cambio, aquéllos en que dichos activos se negocian ulteriormente al margen ya de su emisión.

(6) En contraste con estos *productos derivados*, los tradicionales *activos al contado* implicaban que la entrega del activo se hacía en el mismo instante en que se adquiría (si acaso, con una pequeña demora).

(una de cuyas manifestaciones es la desintermediación, ya aludida). Pero todo esto no sería posible sin el *avance tecnológico* en el campo de la información, que permite la conexión entre los mercados, el suministro instantáneo de innumerables datos y la transmisión rapidísima de órdenes elaboradas sobre los datos que se van recibiendo: gracias a él, es posible un mercado global sin fronteras, funcionando ininterrumpidamente las 24 horas del día (7). Aunque sin los progresos de la informática y las telecomunicaciones la globalización económica no hubiera avanzado como lo ha hecho en estos últimos años, todo el conjunto (avance tecnológico y globalización) no se entiende tampoco sin el impulso liberalizador que tan profundamente marca la mentalidad de nuestro tiempo.

Otro de los efectos más decisivos de esta nueva situación es la pérdida casi total de capacidad, por parte de los poderes públicos, para someter a control esta compleja maquinaria constituida por los mercados financieros: las decisiones que se toman en ellos, no sólo escapan a dicho control y afectan a la marcha global de la humanidad, sino que incluso limitan y esterilizan las medidas que pudieran tomar los gobiernos. Y si esto es patente en los países más avanzados, el problema es incomparablemente más grave en los países atrasados de economía poco consolidada y tradicionalmente dependiente del exterior.

Ahora bien, el efecto último de todo este despliegue espectacular de la economía financiera reside en que, por la inercia del proceso mismo, *el mundo de las finanzas se ha convertido de medio en fin*. Un par de datos permiten entrever lo que se quiere decir: el crecimiento en volumen de las operaciones financieras ha sido mucho más rápido que el de la producción mundial; a otro nivel, se calcula que el 90% de las transacciones que se realizan en los mercados de divisas tienen carácter especulativo. Es decir, son muchas las personas e

(7) El desarrollo de la informática y las telecomunicaciones no sólo supone mayor agilidad técnica para ciertas operaciones económicas; llega a afectar a la misma esencia del dinero: «El banquero debe empezar a pensar que el negocio ya no es sólo el dinero, que ciertamente se mueve cada vez a mayor velocidad, a mayor distancia, y es recogido y asignado en grandes volúmenes y con márgenes estrechos; sino que ahora existe otra materia prima básica, implícita en la esencia misma del dinero pero que lo supera y lo convierte en un estadio superior: *la información* (...). El negocio bancario se está convirtiendo cada vez más en un trasiego de datos e informaciones y menos en un cauce de circulación de fondos. *El dinero es, cada vez más, un producto informativo, alterando incluso la noción de soberanía*». Cf. R. CASILDA BÉJAR, *L.C.*, 104.

instituciones que se dedican directa y exclusivamente a las operaciones financieras, sin ninguna relación con las actividades productivas. El mundo de las finanzas se hace autónomo, encuentra en sí mismo su legitimación y tiende a desvincularse de lo que en sus orígenes constituyó su razón de ser: el servir de complemento a la economía real (8).

II. Reflexión ética sobre la economía financiera

Lo esencial de la nueva situación del mundo de las finanzas ha quedado ya suficientemente expuesto. Con los datos que preceden es posible explicarse el desarrollo espectacular de la economía financiera en las dos últimas décadas como respuesta a un contexto de inestabilidad y globalización, donde tanto el ahorrador como el inversor necesitan tomar una posición más segura ante el riesgo. Aunque se entreven los inconvenientes que pueden derivarse de este tipo de operaciones, sobre todo cuando se generalizan o cuando se ponen en juego cantidades inmensas de dinero, es evidente que hay que ser cautos a la hora de pronunciar un juicio ético sobre ellas. Pronunciarse en contra de todo este mundo, de forma global y sin entrar en matizaciones, implica cerrar los ojos a la innegable complejidad que encierra.

Tampoco caben recetas éticas que permitan dilucidar terminantemente la moralidad de cualquier operación financiera. La ética ha de ser más modesta en sus pretensiones. Lo que sí está a su alcance es someter a interpelación, desde un sistema de valores determinados, esa realidad descrita y cuestionar la coherencia de ésta. Por ese camino es posible alumbrar algunos criterios para orientarse éticamente en este intrincado terreno (9).

(8) En muchos países -aunque no sea el caso del nuestro- un ejemplo paradigmático de esto lo constituyen los *fondos de pensiones*. No sólo han contribuido de forma decisiva al desarrollo reciente de los mercados financieros como consecuencia de las grandes sumas que manejan. Además en ellos resulta evidente que la finalidad no tiene nada que ver con la producción de bienes y servicios: en este caso los ahorradores sólo buscan la máxima rentabilidad de unos ahorros mediante su capitalización, de la que puedan beneficiarse en el futuro.

(9) Para un intento de reflexión de conjunto véase: J.L. FERNÁNDEZ, *Sistema financiero y problemas morales: Una agenda para la reflexión ética*, Revista de Fomento Social 49 (1994) 387-412.

1. Del nivel «micro» al nivel «macro»: la economía financiera al servicio de la economía real

Para empezar, nos ayudará clarificar quiénes son los diferentes agentes que intervienen en estas operaciones y *con qué objetivos* lo hacen.

El ahorrador tradicional pretende, ante todo, conservar sus depósitos y mantener actualizado su valor. Sus ahorros son fuente de seguridad para el futuro. Ahora bien, en la medida en que va adquiriendo una mentalidad más económica, contempla la posibilidad de que esos ahorros se conviertan en abiertamente rentables: entonces ya no se limitará a depositarlos en una entidad bancaria, sino que estudiará otras alternativas para colocarlos.

Por su parte, el inversor tradicional actúa desde el principio con una mentalidad económica: invertir significa para él disponer de unos recursos, los cuales, aunque no son suyos de momento, le permiten desarrollar una actividad productiva rentable y -probablemente- cada vez más autosuficiente y autónoma.

Este cuadro sencillo se complica cuando irrumpe en escena aquél cuyo objetivo consiste exclusivamente en rentabilizar recursos financieros. Puede ser propietario directo de éstos o actuar en nombre de otro (*broker*). Aprovechando las oportunidades que le ofrece la variedad de productos financieros hoy existentes, se dedica sin más a negociar con ellos, sin apenas relación con el sector productivo. Este tipo de persona siempre existió: lo nuevo hoy es su generalización.

Esta generalización supone un cambio cualitativo, no sólo cuantitativo: no es sólo que aumenta el número de personas e instituciones que actúan en esta esfera o el volumen de operaciones; es que, al existir tantos, cambian las condiciones de funcionamiento de este ámbito concreto de la actividad económica y de la actividad económica toda. Con esto estamos pasando de la escala *micro* a la escala *macro*, o de la ética individual a la ética social: nos hemos situado en el nivel de los comportamientos normalmente seguidos por los agentes particulares (con los valores éticos que subyacen a ellos) y de los mecanismos generales que de ellos derivan para la marcha de la economía.

En este nivel macroeconómico, que corresponde en este momento también al de la ética social, surge con urgencia la pregunta sobre la razón de ser de la economía financiera. Es una cuestión técnica, ya mencionada antes, *pero que tiene una evidente proyección ética*. La actividad económica tiene por objeto satisfacer las necesidades de la sociedad mediante la utilización racional de unos

recursos que son escasos: su orientación última es productiva porque busca poner a disposición del ciudadano bienes y servicios en las mejores condiciones para que éste haga frente a sus necesidades. Para facilitar el uso racional de esos recursos surge la economía financiera, que actúa como elemento lubricante de todo el sistema: agiliza la circulación de los recursos para que su asignación sea más rápida y eficiente.

Eso es lo que tradicionalmente hacía la banca; y eso podría hacer también el especulador, como veremos con más detalle luego. Uno y otro eran piezas de un sistema que, en su conjunto, tenía como orientación dominante de la actividad económica la producción y, por tanto, el servicio de la sociedad. La existencia de algunos agentes económicos que no actuaban movidos directamente por esta finalidad, no ponía en cuestión la orientación global del sistema, ni eran piezas disfuncionales al mismo.

Hoy, en cambio, sí que se plantea la disfuncionalidad de la economía financiera respecto a la economía real, como consecuencia de lo que se ha llamado la «financiarización» de la economía. Por eso es más necesario que nunca reafirmar que *la economía financiera ha de estar al servicio de la economía real*, ya que es de ahí de donde recibe su razón de ser. Este será el primer principio de la ética financiera, que tiene un carácter marcadamente inductivo pues se llega a él profundizando en la coherencia misma del sistema económico.

Según esto, el problema central no estriba en ciertos comportamientos, que pueden resultar escandalosos, sino en el contexto global en que se producen: esa mentalidad que tiende a desvincular la economía financiera de la economía real y a dar prioridad absoluta a la rentabilidad financiera. No quiero que se interprete esto como manifestación de un cierto puritanismo o maximalismo. No es que haya que rechazar por principio la rentabilidad o el lucro. Pero sí es importante afirmar que *la rentabilidad que obtiene un particular en una determinada actuación económica debe ser reflejo de la utilidad social de dicha actuación*. Partimos de un hecho: en el sistema económico (y cultural) hoy vigente, la búsqueda del lucro es motor esencial de la actividad económica. Eliminar sin más dicho elemento sería caer en un voluntarismo estéril. Pero, precisamente porque se trata de un factor estructurante de nuestra cultura, es preciso situarlo en sus verdaderas coordenadas: según éstas, el lucro que obtiene un particular es -y debe ser- el reflejo de la utilidad social de su comportamiento. Esto significa que lo que un particular hace, a través de una actuación económica o financiera que probable-

mente él emprende buscando su propio beneficio, contribuye a la satisfacción de necesidades de otros.

Pero esta coherencia entre intereses particulares y general no es automática (como pudiera pensar Adam Smith), sino que ha de ser siempre vigilada y, en su caso, promovida. Y no sólo porque pueda haber comportamientos de sujetos aislados que la contradigan, sino porque en la sociedad puedan existir tendencias dominantes a contradecirlas sistemáticamente. En ambos casos la ética y el derecho tienen funciones decisivas: a la ética le corresponde analizar y discutir (y cuestionar cuando sea necesario) los valores que subyacen a nuestra forma de actuar; al derecho, instituir ciertos cauces que favorezcan los comportamientos que mejor sintonicen con unos ciertos valores o establecer ciertas restricciones para otros. Sobre algunas concreciones jurídicas hablaremos luego más detenidamente, pero era conveniente ya desde ahora subrayar la estrecha vinculación entre derecho y ética.

Esta inversión de valores que termina subordinando la economía real a la economía financiera es la que M. Albert criticaba en su reciente libro sobre los dos modelos de capitalismo contraponiendo el modelo anglosajón al continental o alpino (10). Lo que ocurre es que, como el mismo Albert denunciaba, es el modelo anglosajón el que parece imponerse en todas partes, sin hacer ya distinciones geográficas. La experiencia de muchas OPA recientes es una buena ilustración: en la mayoría de los casos, se pretende adquirir mediante oferta pública una empresa, no para mejorar las condiciones de producción o la posición en el mercado (como suele decirse para justificar la operación), sino porque se ofrece la oportunidad de obtener ganancias espectaculares (mediante la venta de los terrenos, por ejemplo) (11). El corto plazo y la ganancia rápida se convierten

(10) Son muchas las iniciativas de grupos de reflexión más o menos institucionalizados con finalidad ética o deontológica en este campo. De la Comisión Justicia y Paz belga puede verse: *Une question d'argent. Interrogations éthiques à propos de banques*, Bruxelles 1981. Las iniciativas de la Comisión de Operaciones de Bolsa francesa están reflejadas en: F. PÉRIER, *La déontologie des activités financières*, Supplément n. 176 (mars 1991) 89-101. Los ecos de otro informe de un grupo de trabajo formado por profesionales cristianos y moralistas están recogidos en: P. LAURENT, *Per un'etica dei mercati finanziari*, *Civiltà Cattolica* 142/1 (1991) 136-151. Por último es necesario citar la aportación de A. SALINS, - F. VILLEROY, *Las modernas actividades financieras a la luz de las exigencias éticas del cristianismo*, Consejo Pontificio Justicia y Paz - PPC, Madrid 1994 (de sus reflexiones se ha beneficiado especialmente el presente trabajo).

(11) M. ALBERT, *Capitalismo contra capitalismo*. Paidós, Buenos Aires 1993: véanse especialmente las pp. 64-81.

en obstáculos para un proyecto de construcción paciente (a largo plazo) de una unidad productiva que llegue a ocupar un lugar bien consolidado en el mercado; la empresa queda así reducida a un paquete de acciones susceptibles de ser transferidas de mano en mano, y carente de continuidad como proyecto definido y estable.

Esta polarización en el corto plazo tiene efectos aún más graves en los países del tercer mundo. Ellos necesitan como nadie un ambiente estable donde poder llevar a término programas de desarrollo a largo plazo. Por otra parte, no pueden negarse a la integración en la economía mundial: y en ella se ven continuamente zarandeados por la inestabilidad de los mercados financieros y de divisas, que esterilizan todo proyecto que no se atenga a las reglas de la ganancia inmediata. La deuda exterior, la fuga de capitales, la precariedad del empleo y el paro son algunas de las consecuencias dramáticas de este estado de cosas.

Sin embargo, todo lo dicho no es óbice para reconocer que el sistema financiero sigue ejerciendo funciones imprescindibles para la marcha general de la economía. Desempeña ante todo una función de *protección*: protege los resultados de las actividades productivas frente a las incertidumbres derivadas de la evolución un tanto errática de los tipos de interés y de los tipos de cambio. Y contribuye además a mantener la *competitividad industrial* optimizando la gestión del endeudamiento, buscando fondos propios suplementarios y haciendo que el coste de los recursos externos sea lo menos oneroso posible.

2. Especulación y ética

Supuesto el criterio enunciado, que se refiere a la orientación general de la economía financiera y que exigirá (como veremos) plasmarse en alguna normativa jurídica, pasamos ahora a estudiar la mecánica misma de las operaciones financieras y las condiciones para su aceptación moral. Como ya se indicó, ocupa aquí un puesto relevante *la especulación*.

La especulación no es sino una forma de analizar la realidad buscando adelantarse a los acontecimientos previsibles; y ello, con la intención de obtener un beneficio económico. Aunque a veces se la equipara al juego de azar, la comparación es poco acertada. El especulador es un observador: en su observación se barajan numerosos datos a través de un análisis paciente, aunque en ella intervenga también una fuerte dosis de intuición. Por el contrario, en el juego de

azar (por ejemplo, en la lotería) no se recurre por lo general a ningún tipo de observación.

La calificación moral de la especulación se apoya en el análisis de su papel en mercado (12). En principio, la especulación actúa reduciendo las oscilaciones del mercado: el especulador compra un producto en cantidades superiores a sus necesidades cuando el precio es bajo (porque la oferta es mayor que la demanda) con la esperanza de que el precio subirá; entonces venderá el producto para obtener el beneficio derivado de la diferencia de los precios. El comportamiento especulativo tiene como efecto reducir la oscilación de los precios: en el momento en que la demanda es excesivamente baja, ésta crece como consecuencia de la demanda adicional por motivos especulativos; lo contrario ocurre cuando es la oferta la que se sitúa por debajo de la demanda.

Siempre que las cosas ocurren así, la especulación podría quedar justificada según el siguiente razonamiento: es conveniente para la sociedad que los precios no oscilen mucho; una vía para reducir la oscilación de precios cuando oferta y demanda no se ajustan espontáneamente consistiría en retirar temporalmente una parte de la oferta, pero esto exige unos recursos para financiar la retirada; si esto lo hace un particular, tiene derecho a una retribución porque ha realizado una actividad que es útil a la sociedad. En una palabra, el beneficio económico es expresión de un servicio a la sociedad.

Ahora bien, con este mismo criterio ético es lógico afirmar que cuando la especulación no beneficia a la sociedad (o la perjudica abiertamente) carecería de justificación. Es lo ocurre cuando el especulador provoca intencionadamente una reducción excesiva y artificial de la oferta. Ocurre algo parecido cuando el especulador no se propone directamente reducir la oferta (quizás porque no tiene capacidad para ello), pero se aprovecha de la escasez de un bien e indirectamente contribuye a mantenerla o incrementarla: sería el caso de la especulación con el suelo urbano, donde a la demanda del constructor o del ciudadano que necesita una vivienda, se une la del mero especulador. Aquí no hay estricta manipulación

(12) Véase dos ejemplos concretos y las reflexiones éticas que aporta: M. PRAT RODRIGO, *Ética en las adquisiciones de empresa*, ICADE n. 19 (1990) 87-107; M. PRAT RODRIGO, *Algunos de los problemas éticos relacionados con la dirección financiera vistos a través del caso RJR Nabisco*, ICADE - Universidad Pontificia Comillas, Madrid 1994, 39 pp. Véase también: A. KERRUEL, *Panorama d'OPA*, Projet (été 1990) 105-109.

de los precios, pero sí una conducta que contribuye a una elevación anormal de estos que va a terminar beneficiando al que especula. Aunque la primera de las dos hipótesis aquí contempladas merece un juicio ético más riguroso, en ambos casos se trata de actuaciones que perjudican a la sociedad y, por eso, son éticamente rechazables.

¿Cabría temer que todo el que tenga poder, directo o indirecto, para manipular los precios en beneficio propio lo haga, sin entrar en consideración sobre si su actuación va a beneficiar o a perjudicar a la sociedad o a alguna parte de ella? Ciertamente no, porque estaríamos presuponiendo que todo el mundo carece de sensibilidad ética. Y semejante generalización sería injusta. Pero sí puede admitirse que todos no actuarán éticamente. Y esto justifica que el estado intervenga a través de la ley con un doble objetivo: evitar a la sociedad ese perjuicio (que se seguiría de una conducta no ética); garantizar una igualdad de oportunidades (sobre todo, evitar que las mejores oportunidades las tengan los menos éticos).

Pero la especulación no tenía, en la economía tradicional, la presencia que tiene hoy. En efecto, en los mercados financieros la especulación ha venido a convertirse en la actividad básica. ¿Exigirían estas nuevas circunstancias una revisión de los criterios éticos enunciados, los cuales quedaron ya formulados antes de que se desarrollara tan profusamente este mundo de las finanzas?

Quizás convendría comenzar reconociendo algunos *efectos perversos* de la especulación, muy relevantes en estos momentos (13). La especulación tiene *un efecto corruptor*: el dinero no es un instrumento neutro, sino que acaba imponiendo su ley, la ley del enriquecimiento a cualquier precio. De hecho, en el desarrollo tan espectacular de los mercados financieros han tenido un influjo importante ciertas actividades criminales (blanqueo de dinero procedente de la droga, el comercio ilegal de armas, etc.). Se dice también que la especulación *contribuye a desvirtuar los fines de la economía*: transfiere a la economía productiva la inestabilidad (de precios) característica del sector financiero,

(13) Los criterios éticos sobre la especulación los desarrollé hace ya tiempo en: *La especulación y sus efectos sobre el bienestar social y la distribución de la renta y la riqueza*, Corintios XIII n. 8 (octubre-diciembre 1978) 97-124. Sobre este punto puede verse también: C. MOREDA, *La especulación*, Boletín de Estudios Económicos n. 147 (diciembre 1992) 369-389; con especial atención a los mercados monetarios: P. LAURENT, *Etica e monete*, Civiltà Cattolica 146/2 (1995) 450-463.

contagia al empresario el deseo de la ganancia rápida, transmite al marco macroeconómico esa misma inestabilidad... Por último, se habla del *efecto anestésico* de la especulación: llega un momento en que todos nos acostumbramos a esas prácticas y nos hacemos socialmente tolerantes con ellas.

Estos efectos, que no son desdeñables, obligan a ser cautos con el fenómeno de la especulación financiera, insistiendo en el carácter instrumental de ese ámbito de la actividad económica y favoreciendo aquellas iniciativas que pretendan garantizarlo. Muchas veces no se cae en la cuenta de la importancia del contexto en que se producen esos grandes escándalos financieros ante los que la gente se rasga las vestiduras: ese contexto, que viene a ser como su caldo de cultivo, no es otro sino nuestra sociedad tolerante que hace de la llamada «cultura del pelotazo» casi una virtud cívica. La consecuencia es que quien la practica, y además hace alarde de ello, se convierte no sólo en empresario modélico, sino incluso en alternativa política para el país.

Un eficaz tratamiento ético de la especulación exige una voluntad decidida de que los mercados financieros reales se aproximen lo más posible al mercado ideal. En efecto, se dice que las condiciones del mercado perfecto son las más idóneas para que se dé una eficaz asignación de los recursos. Teóricamente es así, aunque con algunas matizaciones (14). Pero en la realidad cotidiana lo que existe no es ese modelo ideal («el que viene en los libros», cabría decir): con otras palabras, no podemos identificar sin más el mercado real con el ideal. Ese paradigma del mercado, que es donde funcionan las consideraciones de los teóricos, no es una situación pacíficamente poseída: todo lo más es una meta, que implica una tarea, la cual nunca podrá darse por definitivamente concluida. El mercado tiene sus reglas del juego, que son los presupuestos teóricos que lo legitiman. Es función de la ética el procurar que esas reglas efectivamente se tengan en cuenta, para que la realidad del mercado se aproxime lo más posible al ideal mencionado.

Pero estas reglas no son sólo *funcionales* (necesarias para el buen funcionamiento, o para que la asignación de recursos sea racional); tienen también *un alcance ético* en cuanto que garantizan la equidad. Consisten en la *igualdad de oportunidades* para todos los que intervienen en él. Esto exige la *transparencia* y, consecuentemente, que la *información* disponible esté al alcance de todos.

Las prácticas especulativas más rechazables encuentran su ocasión precisa-

(14) Cf. A. SALINS, - F. VILLEROY, *L.c.*, 48-51.

mente en las imperfecciones del mercado. El caso más corriente es el de la manipulación de los precios de los valores bursátiles mediante la difusión de noticias falsas o parciales o con el recurso a operaciones que busquen desorientar a otros inversores. A primera vista cabe pensar que de ello no se sigue un perjuicio, al menos directo, para toda la sociedad o para la mayoría de los ciudadanos. Pero algunos inversores sí que se verán perjudicados en la medida en que se reduce la transparencia del mercado y, por ende, la igualdad de oportunidades, mediante la manipulación de la información. Más aún, estas nuevas condiciones son, en último término, algo negativo para la sociedad toda.

El tratamiento de la información es, por consiguiente, la pieza clave para un funcionamiento correcto y éticamente aceptable de los mercados financieros. La difusión de la información es indispensable, puesto que las operaciones que se realizan en él necesitan barajar una gran cantidad de datos. Y es aquí donde se plantea en toda su gravedad el tema que tratamos a continuación.

3. La información privilegiada

El concepto de información privilegiada puede emplearse en un sentido amplio: se designaría entonces aquella información de que disponen los directivos y empleados de una empresa porque es necesaria para el desarrollo de su actividad: naturalmente la poseen en razón de su cargo y para utilizarla en beneficio de la empresa, y no en beneficio propio. En un sentido más estricto, que es el que interesa ahora, es aquella que, si llega a conocimiento general del público, afectaría al valor de las acciones (15).

Durante mucho tiempo el uso de la información privilegiada no inquietaba a nadie. Se consideraba normal, no sólo el emplearla, sino el buscarla: parecía que entraba dentro de la calidad de un buen profesional, al igual que ocurre en otras profesiones, el disponer de la mayor cantidad de datos sobre los asuntos de competencia. Esta sensibilidad comenzó a cambiar cuando se comprendió cuántas injusticias se cometían de hecho con la aplicación simplista de ese criterio de profesionalidad.

(15) Son bien conocidas al menos dos excepciones: el mercado no atiende la demanda cuando no va acompañada de capacidad de pago (cuando no es demanda solvente), ni maneja en la asignación de recursos otros costes que los privados (nunca los costes públicos).

Un profesional siempre será una persona bien informada de las cosas de su oficio. Pero esto no significa que toda información pueda ser utilizada, ni menos aún que se admita cualquier camino para acceder a ella. Lo que, a primera vista, podrían parecer elucubraciones éticas de difícil aplicación práctica es hoy, de hecho, una de las grandes preocupaciones de legisladores y de personas que conocen a fondo el funcionamiento de los mercados financieros, con tal de que unos y otros estén convencidos de que el único criterio para actuar en ese campo no puede ser el ganar cuanto más dinero sea posible.

Hay que reconocer, con todo, que existen autores que defienden como lícito el uso de la información privilegiada (16). Junto a una razón de tipo pragmático (la convicción de que, en fin de cuentas, dicha práctica es inevitable), se aducen otros motivos más teóricos: el más importante es que no sólo no viola la igualdad de oportunidades, sino que la realiza en su sentido más profundo, puesto que se llevan a su expresión más radical los presupuestos exigidos para el buen funcionamiento del mercado. Dejando al margen el tema de su inevitabilidad (que es cuestión de conciencia ética de los profesionales, siempre con el concurso de una legislación eficaz), resulta difícil admitir que el uso de la información privilegiada no socave de raíz el principio de igualdad de oportunidades. Porque, de acuerdo con el concepto de información privilegiada, estamos ante datos que, por su misma esencia, no pueden estar al alcance de todos: las deliberaciones de una empresa que está estudiando poner en marcha determinadas estrategias productivas o financieras tienen que estar, al menos transitoriamente, protegidas por el secreto. Y es un principio bien asentado en la deontología que el secreto profesional es una de las bases de confianza de la sociedad en un determinado colectivo profesional. Ahora bien, si hay información que no puede hacerse pública en determinadas circunstancias, ¿cómo justificar que pueda ser utilizada en beneficio de alguien que la posee sólo por razones del cargo que ocupa y para que pueda desempeñarlo mejor en favor de su empresa?

(16) Algunos artículos sobre el tema, que ha suscitado en estos últimos años una abundante bibliografía: F.J. MORA DEL RÍO, *El «Insider trading», delito con la nueva Bolsa*, Boletín Estudios Económicos 43 (1988) 87-99; M. PRAT, *Ética en las adquisiciones de empresas, l.c.*; A. LÓPEZ CABALLERO, *¿Qué es el Insider Trading? Juicio sobre su valor ético*, Razón y Fe 223 (1991) 301-312; F.GÓMEZ-BEZARES, *Ética y objetivo financiero*, Boletín Estudios Económicos 46 (1991) 435-463; C. MORAL BELLO, *Trascendencia de los planteamientos éticos y operativos en los mercados financieros internacionales*, ICADE n. 28 (1993) 77-91.

De todos modos, es cierto que estamos ante un tema vidrioso, donde es fácil encontrar razones para ser tolerantes (consigo mismo). Por eso es recomendable concretar el alcance moral de esta prohibición, y además hacerlo más bien con criterios restrictivos. En este sentido, cabría decir que el principio de no usar de la información privilegiada exige: a) no comunicarla directamente a nadie; b) no realizar operaciones en función de ella, ni en beneficio de otros ni en beneficio propio; c) no recomendar a nadie la adquisición o cesión de determinados valores en función de ella.

Esto no afecta a aquél que se enriquece por su habilidad en la predicción de las variaciones bursátiles o por el desarrollo de nuevos instrumentos financieros para diversificar los riesgos. Si la información se obtiene gracias a un trabajo personal y paciente, la ganancia es el pago de ese trabajo, que además redundará en un beneficio para la sociedad. Sólo se excluye el uso de información privilegiada en el sentido definido más arriba: aun en el caso de que ésta se obtenga por azar, debe quedar excluido su uso, ya que de lo contrario se está perjudicando a quienes podrían beneficiarse igualmente de ella.

4. La información como deber: origen y destino de los recursos

Hasta ahora nos hemos referido a la información como un *derecho*. Pero puede también enfocarse como un *deber*, y este planteamiento no es menos fecundo para la ética. En efecto, aun reconociendo la complejidad del funcionamiento del sistema financiero, ¿podemos desentendernos sin más del origen de los recursos que llegan a nuestras manos o del destino que se va a dar a nuestros recursos? El primer aspecto afecta directamente al profesional de las finanzas; el segundo, a éste, pero también al ciudadano que ahorra y busca una colocación rentable de sus ahorros.

El origen de los fondos que se pretenden invertir es un tema problemático por su eventual vinculación con actividades de carácter delictivo. Sabemos que hoy son importantes los flujos financieros derivados del tráfico de droga, de la compraventa clandestina de armas, del fraude fiscal, de comisiones que tienen que ver con la corrupción de funcionarios públicos o de empresarios privados. Cuando al intermediario financiero sólo le interesa controlar la mayor cantidad posible de recursos, la procedencia de los mismos le resultará absolutamente indiferente. Pero es difícil justificar esta conducta, que tanto dificultaría la

persecución del delito. No se olvide que por medio de operaciones financieras más o menos sofisticadas es como se procede al blanqueo de esos capitales.

La identificación de los clientes y la verificación del trasfondo económico de ciertas operaciones, especialmente aquéllas en que se manejan elevadas cantidades y/o que no son frecuentes en un determinado cliente, deben ser responsabilidades permanentes de los bancos y de los intermediarios financieros en general. Más aún, la globalización de los mercados y la extraordinaria agilidad de los capitales para circular por todo el planeta y escapar a cualquier autoridad estatal son circunstancias que exigen una vigilancia y un intervención coordinada a escala supraestatal e internacional: también aquí está en juego las condiciones de competencia de los mercados y la credibilidad de las instituciones (17). Estos motivos justificarían también una actitud de colaboración por parte de todos los organismos financieros con los gobiernos, cuando éstos ponen en marcha normas legales o estrategias para la persecución de estas actividades delictivas. El respeto a la intimidad de cliente, que es un valor que merece toda la consideración, tiene sin embargo sus límites: no podría justificarse cuando está sirviendo para encubrir actividades que son en sí mismas inaceptables y están fuera de la ley.

El destino de los recursos permite poner de relieve otros aspectos de la responsabilidad ética. Porque no vale decir que la finalidad de toda inversión es sencillamente su mayor rentabilidad. Eso es un enfoque demasiado simplista, que contrasta con la complejidad que conlleva el definir en cada momento qué tipo de beneficio se quiere obtener de una determinada inversión y con qué parámetros se mide. Tampoco el intermediario financiero puede eludir esta responsabilidad aduciendo que él actúa siempre a las órdenes de otro: por una parte, él sabe que su competencia es decisiva para orientar las decisiones de ese otro; pero además los márgenes de libertad que le quedan para ejecutar las órdenes recibidas permiten hablar de una responsabilidad ética que le es propia.

Si admitimos esta complejidad en la determinación de lo que es rentable en cada caso, es más fácil aceptar que son variados los factores que influyen en una decisión y que no todos son de orden estrictamente financiero. ¿Por qué excluir entonces que el propietario o el intermediario se interroguen por el destino que se va a dar al dinero que están manejando? Cuando se actúa dentro de los canales

(17) El más conocido y citado es el norteamericano J.E. MANNE, *Insider Trading and the Stock Market*, New York 1966.

financieros normales parece difícil exigir esta responsabilidad, ya que a través de mecanismos complejos el dinero de una persona puede llegar a financiar actividades que a ésta le es imposible controlar o siquiera conocer. Pero esta dificultad tan real -de la que se podría concluir que el ahorrador normal no está obligado a utilizar unos medios extraordinarios, que tampoco estarían a su alcance, para hacer las averiguaciones pertinentes- no es suficiente para dar por zanjada la discusión de este tema. Y es que están en juego aquí importantes intereses de la sociedad.

La conciencia creciente de esta problemática está suscitando iniciativas diferentes dignas de mención. El tema comenzó ya a plantearse en Estados Unidos, con ocasión de la guerra de Vietnam y también a propósito de la gestión de los fondos de pensiones. Algunos clientes de éstos exigían que se les diera cuenta de la utilización que se hacía de sus recursos porque se negaban a que con ellos se pudiera estar financiando actividades que consideraban éticamente intolerables. Se empezó así a hablar de *inversión ética*: el objetivo de ésta es colocar el dinero en inversiones que permitan una rentabilidad financiera, pero a condición de que no se apoye con ello áreas de negocio que uno desaprobe, tales como armas, tabaco, alcohol, *apartheid*, violación derechos humanos, energía nuclear, racismo o discriminación, etc.

Este concepto de la *inversión ética* es, por la innovación que implica, de incalculable interés (18). Demuestra que una determinada motivación ética puede encontrar fórmulas técnicamente viables para la consecución de objetivos que, en un primer momento, pueden parecer ajenos a la lógica de la economía y de las finanzas. En 1993 se contabilizaban en el Reino Unido hasta 22 *fondos de inversión ética*, los cuales garantizaban que los recursos a ellos confiados se emplearían de acuerdo con determinados criterios éticos. Estos criterios, que deben estar claramente formulados para información de clientes potenciales, pueden ser de carácter negativo (excluyen actividades como las enumeradas más arriba) o positivo (expresan aquellas otras actividades que directamente se

(18) Cf. G. HERTIG, *Organisations internationales et moralité financière*, en: J.V. LOUIS - D. DEVOS (Dir.), *L'éthique des marchés financiers*, Université de Bruxelles 1991, 137-149; J.A. ITURRIAGA MIÑÓN, *Blanqueo de dinero a través de operaciones de interior. Tipología de operaciones y sistemas de control para su detección*, Información Comercial Española n. 741 (mayo 1995) 95-101.

quieren favorecer, tales como las más beneficiosas para el medio ambiente o para proyectos de desarrollo).

Existe además un interesante debate abierto sobre la rentabilidad de estos fondos en comparación con otros que no tienen criterios de inversión tan restrictivos. Por el momento no se puede decir que se haya llegado a conclusiones definitivas, pero tampoco hay evidencia de que el atenerse a criterios de inversión ética reduzca las posibilidades de ganancia. Sin negar que es un tema complicado, resulta esperanzador que la ética financiera no se limite a excluir lo que es absolutamente intolerable, sino que busque también caminos realistas para llevar a la práctica ciertos valores que están más allá del campo de lo estrictamente prohibido.

III. De la ética a la normativa jurídica

En repetidas ocasiones nos hemos referido a normas jurídicas para concretar las orientaciones éticas que hemos ido estudiando. Principios morales y ley positiva se complementan: no es posible garantizar la moralidad de una sociedad sólo a base de preceptos legales; pero sería también peligroso e ingenuo pensar que las convicciones morales bastan y que no son precisas las medidas coactivas para que todos actúen correctamente. Más aún, la ley contribuye a la socialización de determinadas actitudes frente a temas delicados. Y esto es más importante cuando se trata de problemas nuevos que exigen revisar comportamientos que en otros tiempos no tenían las consecuencias que pueden tener hoy.

Es lo que ocurre con los dos asuntos que analizaremos a continuación: el *blanqueo de dinero* y la *información* (19). Nos interesa presentar en cada uno de ellos, de forma sintética, las principales iniciativas adoptadas, unas veces a nivel internacional (con especial referencia a la Unión Europea) otras a nivel estatal (sobre todo, en España). Comprobaremos cómo se avanza -aunque no sin dificultades- en la identificación de los problemas y sensibilización hacia ellos,

(19) Alguna bibliografía: C. JOLY, *Ethical Demands and Requirements in Investment Management*, *Business Ethics* 2 (1993) 199-212; M. COOPER, - B.B. SCHLEGELMICH, *Key Issues in Ethical Investment*, *Business Ethics* 2 (1993) 213-227; D. CAMINO BLASCO - J. LÓPEZ PASCUAL, *Un análisis de la inversión ética en España*, comunicación presentada en el «III Foro de Finanzas» (Bilbao, 30 noviembre y 1 diciembre 1995); *Boletín de Estudios Económicos* 50 (1995) 519-540.

en la adopción de criterios de actuación, en la promulgación de normas jurídicas. Aunque el intervencionismo estatal disminuye (creciente desregulación), las reglamentaciones se multiplican para evitar los abusos en actividades que tanto se prestan a ellos.

1. Tratamiento institucional y legal del blanqueo de dinero

Estamos ante un tema de alcance internacional, que se manifiesta sobre todo como efecto del tráfico de drogas, pero también en relación con otras actividades, tales como: los secuestros, la compraventa ilegal de armas, el fraude fiscal y todo fraude a las leyes que protegen el ahorro público. Por otra parte, los gobiernos se sienten cada vez más impotentes para hacer frente a un problema de tan perversas consecuencias (20). Estas son las razones que están detrás del llamado *Convenio de Viena* de 19 diciembre 1988 («Convenio de Naciones Unidas contra el tráfico ilícito de estupefacientes y sustancias sicotrópicas»). Punto central del mismo fue el compromiso que adquirirían los gobiernos firmantes de *tipificar el delito de blanqueo de dinero*. Dos sugerencias guían esta tipificación: el delito sería no sólo de los beneficiarios directos, sino también de cuantos contribuyan a hacer rentables las ganancias del tráfico; se cometería el delito no sólo cuando se conozca la procedencia ilegal de los fondos, sino incluso cuando este conocimiento puede inferirse de circunstancias objetivas que rodean al hecho.

Ese mismo año 1988 se hizo pública la *Declaración de Basilea*. Es un documento de rango menor al anterior y con un enfoque no penal sino preventivo: se trata de un código de conducta para la «prevención del uso ilícito del sistema bancario para las actividades de blanqueo de capitales», adoptado por los responsables de los bancos centrales del «Grupo de los diez». Afecta a las

(20) En estrecha vinculación sobre todo con el primero de estos dos suele estudiarse *la corrupción por soborno* (dirigida en primer lugar al funcionario público). En efecto, el dinero de esos sobornos es una de las fuentes de alimentación de estos circuitos financieros. Pero, por razones de espacio, no podemos detenernos en esa cuestión, que también ha estimulado iniciativas estatales y de cooperación entre gobiernos. Puede verse: L. COCKCROFT, *Globalización de los mercados y corrupción. El marco internacional para la lucha contra la corrupción internacional*, Información Comercial Española n. 741 (mayo 1995) 35-46; M. MADRID JUAN, *Recomendaciones de la OCDE sobre pagos ilícitos en las transacciones económicas internacionales*, Información Comercial Española n. 741 (mayo 1995) 47-54.

instituciones financieras, y fue suscrito voluntariamente por muchos bancos particulares.

De mayor alcance fue la creación del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI), una iniciativa del «Grupo de los siete», luego asumida por todos los países de la OCDE. En 1990 formuló 40 recomendaciones orientadas a la cooperación internacional y a la mejora de los sistemas legales de cada país, siempre buscando la prevención del uso del sistema financiero para el blanqueo de capitales.

En el ámbito de la Unión Europea, tanto el problema en sí como la necesidad de cooperación en las actuaciones se revisten de una urgencia mayor. La iniciativa de más interés fue la Directiva de la Comisión de las Comunidades Europea de 10 junio 1991 sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales (21). Aquí se definen ya obligaciones más concretas, que además (como ocurre con todas las directivas comunitarias) los estados miembros tienen que transponer a sus propias legislaciones. Las obligaciones formuladas se orientan en las siguientes direcciones: identificación de los clientes cuando se inicia la relación o se realizan transacciones cuantiosas; registro y conservación de documentos; atención especial a las operaciones sospechosas; colaboración con las autoridades encargadas de luchar contra el blanqueo; mecanismos para detener la ejecución de operaciones sospechosas; procedimientos de control interno y de formación de los empleados.

Aunque Suiza no pertenece a la Unión Europea y por consiguiente no está obligada a transponer la directivas de ésta a su propia legislación, se refiere expresamente a la directiva citada en dos documentos hechos públicos a lo largo del año 1992. Ambos responden a la importancia de la banca suiza, y a su praxis tan restrictiva en lo que respecta al secreto bancario, que haría de ella lugar atractivo para todo dinero de procedencia ilícita.

El primer documento contiene las directrices emanadas se la Comisión Federal de Bancos Suizos (22). Punto de partida de ellas es que los bancos no deben aceptar fondos, ni siquiera presumiblemente, de origen criminal. Ello requiere

(21) Para lo que sigue puede consultarse: A. MONTALVO, *La prevención del blanqueo de capitales de origen delictivo*, Información Comercial Española n. 741 (mayo 1995) 84-94; J.A. ITURRIAGA, l.c.

(22) El texto puede verse en: Servicio de Documentos n. 147 (marzo 1993) 1-12.

una vigilancia sobre la identidad de los clientes (o de quienes detenten el derecho económico) y una especial atención a las operaciones que resulten inhabituales por su forma jurídica o por su cuantía. Los bancos deben, además, colaborar con las autoridades penales en los procedimientos en que se persigan estas prácticas.

El segundo documento es una convención entre los bancos particulares y la Asociación Suiza de Banqueros (23). Este convenio está motivado por una doble finalidad: preservar el buen nombre del sistema bancario suizo y asegurar una gestión irreprochable tanto en la aceptación de los fondos como en la aplicación del secreto bancario. Para ello los bancos se obligan a: «a) verificar la identidad de los contratantes de sus servicios y exigir, en caso de duda, una declaración de los mismos relativa a la titularidad de los derechos económicos de los valores confiados a los bancos; b) no prestar ningún tipo de asistencia activa en la fuga de capitales; c) no prestar ninguna asistencia activa al fraude fiscal o actos análogos, mediante la distribución de atestaciones incompletas o equívocas».

En el caso de España hay que referirse a dos leyes. La Ley Orgánica 8/1992, de 23 diciembre, que modificó el Código Penal en materia de tráfico de drogas, introduce un delito específico en relación con el blanqueo de dinero que tiene su origen ahí. Se cumplía así el compromiso derivado del Convenio de Viena, ya mencionado. Por su parte, la Ley 19/1993, de 28 diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, constituye la transposición a nuestra legislación (con un año de retraso sobre el plazo fijado) de la directiva europea de 1991. Está pensada ante todo para el sistema financiero, y tiene una finalidad preventiva más que represiva. Las obligaciones se encaminan a la identificación de los clientes y a la vigilancia de las operaciones que levantan alguna sospecha, a la organización interna del sistema de vigilancia y capacitación del personal, a la colaboración con la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (que la misma ley crea).

2. Tratamiento institucional y legal de la información

Este es un tema especialmente preocupante en nuestro país, donde, hasta fecha reciente, no había ni una legislación al respecto ni siquiera una conciencia suficientemente extendida de las implicaciones éticas del uso de información en

(23) El texto puede verse en: Servicio de Documentos n. 147 (marzo 1993) 123-138.

los mercados financieros. Se puede decir, sin dejarse llevar por complejos de inferioridad, que estábamos muy lejos de países como Estados Unidos (donde el tema había sido abordado desde hace tiempo), Inglaterra o Francia. En los últimos años se han dado, sin embargo, pasos significativos como reacción contra un estado de cosas que se deterioraba de modo alarmante, pero también bajo el estímulo de algunas directivas europeas y el ejemplo de otros países de nuestro entorno (24).

Durante mucho tiempo el único instrumento legal para actuar en este campo era lo preceptuado en nuestro Código Penal en relación con el secreto profesional: pero ahí sólo se castigaba la difusión de información sobre la empresa cuando ello podía perjudicar a la empresa misma; no se castigaba, en cambio, el uso de esa información en beneficio propio. Esto llevaba a prácticas hoy tan cuestionables como el que los empleados de la Bolsa pudieran efectuar sistemáticamente operaciones en ella en beneficio propio (25).

El Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, *sobre regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios*, constituye un primer paso regulativo en el terreno de la información privilegiada: se prohíbe su uso a todos aquéllos que tienen acceso a ella en la fase preparatoria de una oferta (26). Pero la prohibición es muy restringida, ya que afecta sólo a los casos de oferta pública.

Más importante será la Ley de 24/1988, de 28 julio, *sobre Reforma del Mercado de Valores*, que tiene entre sus principales objetivos la transparencia en dicho mercado y la protección de los inversores. Pieza central de esta ley es la creación de la Comisión Nacional de Mercado de Valores, a la que se asigna estos cometidos fundamentales: velar por la transparencia de los mercados, por la correcta formación de los precios, por la protección de los inversores, por la difusión de la información pertinente. Otro aspecto a destacar en la misma ley es la incorporación de unas normas mínimas de conducta (arts. 78-83) encaminadas a defender la prioridad absoluta de los intereses de los inversores sobre los de las

(24) El texto puede verse en: Servicio de Documentos n. 147 (marzo 1993) 99-119.

(25) Para lo que sigue puede consultarse: F.J. MORA DEL RÍO, *El «Insider trading», delito con la nueva Bolsa*, Boletín Estudios Económicos 43 (1988) 87-99.

(26) Sirva como anécdota el que no hace todavía mucho tiempo, con ocasión de la llegada de un nuevo síndico a la Bolsa de Madrid, se planteó a los empleados que firmaran un documento donde se les recordaba la obligación -recogida, por otra parte, en las ordenanzas laborales- de no poder operar en dicho mercado. Cf. F.J. MORA DEL RÍO, *l.c.*, 97.

entidades intermediarias y a velar por la transparencia del mercado; asimismo se sale al paso del uso de la información privilegiada (27) y se establece la obligatoriedad de hacer público, en forma inmediata, todo hecho o decisión que pueda influir sobre la cotización de los valores de un inversor.

Para el desarrollo de esta ley se promulgó el Real Decreto de 3 mayo 1993 *sobre normas de actuación en los mercados y registros obligatorios*. En el se incluye un «Código general de conducta de los mercados de valores», todo él estructurado en torno a la *buena fe* y a la *imparcialidad* en la actuación de los agentes de estos mercados: ello conlleva una atención especial al manejo de la información, tanto la que se recaba de los clientes como la que se les suministra. En conjunto, el citado código y todo el Real Decreto se esfuerzan por descender a detalles muy prácticos y hasta minuciosos: pero la mera promulgación de esta normativa difícilmente garantizará el que sea observada por los interesados si no va acompañada de una cultura éticamente exigente por parte de las instituciones y de las personas.

Casi simultáneamente, el tema de la información privilegiada ha sido tratada en el marco de la Unión Europea, llegándose a la aprobación de una directiva que tuvo casi dos años de gestación. Su aprobación definitiva tuvo lugar el 18 julio 1989, pero su entrada en vigor sólo fue efectiva el 1 junio 1992. Por información privilegiada se entiende aquélla que es confidencial y no se ha hecho pública de modo que, si se diera a conocer, se produciría un efecto significativo sobre el precio de los títulos. La obligación incluye no usarla en operaciones para beneficio propio, no divulgarla y no procurar que otros actúen sobre la base de dicha información. Son sujetos de la obligación, no sólo los que tienen acceso a ella en el ejercicio de su trabajo y de su responsabilidad, sino también a los que la reciben directa o indirectamente de aquéllos. El objetivo de esta directiva era la transparencia de los mercados de valores, condición previa para su integración en el seno de la Unión Europea.

(27) Dice así el art. 12 del citado Real Decreto: «... todas las personas que tengan conocimiento de la preparación de la oferta pública están obligadas a guardar secreto hasta el momento en que se efectúe la difusión general de la misma en la forma prevista (...). Los miembros de los Consejos de Administración y los Directivos de la Sociedad promotora o afectada, o cualquier persona en situación de conocer la información confidencial correspondiente a la fase preparatoria de una oferta, además de guardar el secreto de las negociaciones, deberán abstenerse de hacer operación alguna en condiciones diferentes a las de la propia oferta de adquisición».

Como se ve, esta directiva no aporta grandes novedades respecto a lo ya regulado en otros países, incluida España. Pero ello mismo es índice de que se va alcanzando, a nivel mundial, un innegable consenso respecto a una cuestión que hasta no hace mucho era prácticamente indiferente a la ética y al derecho (28).

3. Una sugerencia de alcance internacional digna de ser reseñada

En principio se trata de una cuestión muy distinta de lo que hemos venido tratando en este apartado. Pero quiero terminar haciéndome eco de ella, aunque su puesta en práctica esté muy lejana, por las perspectivas que abre de cara a una consideración global de estos problemas y por la importancia que encierra como expresión de colaboración y de solidaridad internacionales.

La propuesta fue ya hecha en 1978. Su autor es James Tobin, Premio Nobel de Economía en 1981. Tiene como objeto hacer frente a la inestabilidad de los mercados financieros en general, como consecuencia de las operaciones a corto plazo que se realizan en los mercados cambiarios por motivos estrictamente especulativos. Tobin parte del convencimiento de que los flujos financieros necesarios para lograr una asignación eficiente de los recursos mundiales constituyen una fracción minúscula de las transacciones hechas en los mercados cambiarios internacionales (cuyo valor se atreve a cifrar en torno a un billón de dólares diarios). La propuesta consiste en gravar con un impuesto internacional todas las transacciones al contado de divisas, incluidas las correspondientes a contratos de opciones y de futuros. Esto favorecerá las operaciones a largo plazo frente a las de especulación inmediata y permitirá una mayor autonomía a las políticas monetarias de los gobiernos. Incluso dará lugar a la recaudación de unos fondos, que deberán destinarse a fines internacionales y ponerse a disposición de instituciones internacionales (29).

(28) De la *información privilegiada* se da la siguiente definición: «toda información de carácter concreto, referente a uno o varios valores, que no haya sido dada a conocer al público y que, de haberse hecho pública, hubiera podido influir de modo relevante en su cotización» (art. 81).

(29) Alemania figura entre los países que más se ha resistido a declarar la ilegalidad de la información privilegiada, hasta el punto que ha tardado casi tres años en cumplir la directiva comentada de la Unión Europea: fue el 27 julio 1994 cuando aprobó la ley correspondiente, para su entrada en vigor a comienzos de 1995. La nueva ley es, a pesar de lo que se pudiera haber

Sin duda que esta sugerencia no ha perdido actualidad. Responde a un problema que es cada vez más acuciante porque condiciona toda la economía mundial. Un tal situación requiere iniciativas de alcance mundial también, que sólo pueden ponerse en marcha sobre el consenso de los gobiernos. Con todo, la viabilidad inmediata de un impuesto como éste es más que dudosa. Y, sin embargo, es bueno que iniciativas de este tipo se den a conocer y sean objeto de debate: es una forma de contribuir a la toma de conciencia de los problemas y de los presupuestos de las auténticas soluciones a largo plazo.

IV. Algunas conclusiones

La extensión, quizás excesiva, de este artículo ha podido servir, por lo menos, para percatarse de la complejidad de este mundo de las finanzas. Pero no basta con eso. Cabe todavía el esfuerzo por avanzar algunas conclusiones -siempre provisionales-, a modo de síntesis final.

1º) La economía financiera es insustituible como complemento de la economía productiva: y es tanto más necesaria, cuanto mayores son los riesgos derivados de la creciente inestabilidad económica y de la progresiva globalización del sistema.

2º) El desarrollo de la economía financiera la ha llevado a una creciente autonomía respecto a la economía productiva: el sistema financiero ha dejado de estar al servicio del sistema productivo, hasta terminar imponiéndole su ley y sometiéndolo a sus exigencias de rentabilidad a corto plazo.

3º) Este estado de cosas refuerza un sistema de valores en el que se da prioridad indiscutible a esa rentabilidad a corto plazo frente a un esfuerzo paciente por consolidar una estructura productiva. Esta última tarea, en consecuencia, se hace cada vez más difícil para aquéllos que siguen interesados en dicha dimensión de la actividad económica.

esperado tras tantas reticencias, francamente rigurosa con la citada práctica. Cf. A. LÓPEZ CABALLERO, *El problema ético de la información privilegiada. La nueva ley alemana*, ICADE n. 35 (1995) 93-110.

(30) La propuesta ha sido recogida una vez más, con texto del propio autor, en: PROGRAMA DE NACIONES UNIDAS PARA EL DESARROLLO, *Informe sobre el desarrollo humano 1994*, Nueva York 1994, 79.

4º) Dentro de este marco global es conveniente examinar los comportamientos particulares para reorientarlos desde el criterio fundamental de subordinación del sistema financiero al productivo.

5º) Esta tarea de reorientación debe acometerse a varios niveles: el debate sobre los principios éticos y sus consecuencias, la elaboración de códigos de conducta que concreten esos principios, la aprobación de normas jurídicas que impidan la violación abierta de tales principios con grave perjuicio para la sociedad. Los tres niveles son complementarios, de forma que la acción en uno de ellos será tanto menos efectiva cuanto menos se actúe simultáneamente en los otros.

6º) Cuando tomamos distancia respecto a esta carrera desenfrenada de las finanzas no podemos dejar de preguntarnos a quién beneficia todo esto y si, a largo plazo, beneficiará realmente a alguien. Esta inquietud es, no sólo lícita, sino además fecunda: provocará la imaginación para pensar en otras alternativas. ¿Por qué suponer que éste es el único camino posible y que en el futuro sólo habrá «más de lo mismo»? Poner de relieve las contradicciones ocultas en el sistema, denunciar los peligros de una huida hacia delante nunca cuestionada, adelantarse al futuro y preguntarse si es posible reconducirlo por otros derroteros..., todo eso también es tarea de la ética.