

Ethics in finance

Autor: John R. Boatright
Ed. Blackwell, Oxford, 1999 (reimpreso en 2004), 209 páginas

A) Contenido

La ética financiera se puede tratar en seis partes:

1. Panorama de la ética financiera.
2. El marco teórico en el que se engloba la ética financiera.
3. Problemas éticos en los servicios financieros.
4. Problemas éticos en las decisiones de inversión.
5. Ética en los mercados financieros.
6. La evolución de la teoría financiera de la empresa desde 1950 y sus consecuencias éticas.

A su vez, cada una de estas seis partes se puede desarrollar como sigue:

1. Generalidades:

- 1.1. La necesidad de ética en las finanzas.
- 1.2. La ética en los mercados financieros: marco legal y filosófico.
- 1.3. La problemática en los servicios financieros.
- 1.4. Los problemas éticos de las personas que trabajan en empresas financieras.

2. El marco teórico en el que se engloba la ética financiera:

- 2.1. Equilibrio entre equidad y eficiencia.
- 2.2. Apoderados, agentes y profesionales financieros.
- 2.3. La teoría de la agencia.
- 2.4. Las teorías filosóficas aplicadas a los temas financieros.

3. Problemas éticos en los servicios financieros:

- 3.1. Prácticas de venta de productos financieros.

- 3.2. Rotación excesiva y sustitución de pólizas de seguros u otros activos financieros por otros casi iguales para generar comisiones.
 - 3.3. Arbitraje.
 - 3.4. Compraventa de activos financieros realizada por los mismos profesionales del mundo financiero.
- 4. Problemas éticos en las decisiones de inversión:**
- 4.1. Prácticas bancarias en préstamos y créditos.
 - 4.2. Inversión socialmente responsable.
 - 4.3. Los inversores institucionales.
 - 4.4. Las consecuencias éticas de las teorías de:
 - 4.4.1. El teorema de la irrelevancia de la estructura financiera según Modigliani y Miller.
 - 4.4.2. Los mercados eficientes.
 - 4.4.3. El modelo de valoración de activos financieros (CAPM).
 - 4.4.4. La valoración de opciones.
- 5. Los mercados financieros:**
- 5.1. El uso ilegal de información privilegiada.
 - 5.2. Las compraventas de valores mobiliarios programadas informáticamente.
 - 5.3. La suspensión de pagos y la quiebra.
 - 5.4. Fusiones y adquisiciones hostiles.
- 6. La evolución de la teoría financiera de la empresa desde 1950**
- 6.1. La separación entre propiedad y gestión.
 - 6.2. La empresa vista como un conglomerado de contratos.

- 6.3. El objetivo financiero de la empresa.

B) Comentario

El libro fue publicado por primera vez en 1999, pero tuvo tal aceptación que se reimprimió en 2000, 2002 y 2004 sin modificación alguna.

John R. Boatright ya había publicado sobre estos temas un capítulo titulado "Tender Offers: An Ethical Perspective" en el libro *The Ethics of Organizational Transformation: Mergers, Takeovers and Corporate Restructuring*. Editaron el libro W. M. Hoffman, R. Frederick y E.S. Petry (Nueva York, 1989, Quorum Books).

El libro de ahora es un libro apretado y conciso, con un buen índice. La técnica consiste en presentar al comienzo de cada tema un caso histórico y luego exponer dos soluciones éticas encontradas. Cuando el autor se inclina por una de ellas, lo hace sin ignorar las matizaciones necesarias y sin omitir lo que hubiera ocurrido en el caso histórico con que comienza el capítulo.

El gran mérito de esta publicación consiste en que su autor, excepcionalmente, es más experto en Finanzas que en Ética Teórica.

C) Desarrollo pormenorizado

- 1. La primera parte (necesidad de ética en las finanzas) comienza con el recuerdo de grandes escándalos financieros:
 - 1.1. Delincuentes famosos, como Dennis Levine (1987), Ivan Boesky y Michael Milken (1990).

- 1.2. La quiebra de Drexel Burnham Lambert y los bonos basura (1991).
- 1.3. La financiación de la empresa E.F.Hutton por más de 1.000 millones de dólares a costa de 400 bancos (1985).
- 1.4. La poco limpia actividad de Salomon Brothers en las subastas de bonos del tesoro americano (1991).
- 1.5. Las pérdidas causadas por Merrill Lynch al ocultar durante años a sus inversores el riesgo de los derivados financieros.
- 1.6. Las pérdidas causadas en contratos de futuros por el Barings Bank en Singapur (1992).
- 1.7. Las incorrectas prácticas en la venta de seguros por parte de Prudential Insurance.

La necesidad de conductas éticas al administrar dinero ajeno es evidente, tanto si el administrado es una persona física como si es una empresa, un mercado o un servicio financiero. La ley y los reguladores no son suficientes para generar la confianza necesaria en los clientes. La confianza del cliente depende de que:

- No se le oculte información importante, aunque él la pudiera obtener por sus medios.
- No se le engañe con lenguaje eufemístico, ni se le hagan promesas que no se puedan cumplir sin incurrir en grave riesgo, ni se le carguen comisiones ocultas.
- Los intereses del cliente prevalezcan sobre los intereses personales de

sus apoderados, asesores e intermediarios.

La idea elemental detrás de la palabra “financiar” es que el dinero ahorrado es propiedad en último término de alguna persona física, pero termina siendo invertido por las empresas y por los gobiernos. El dinero de esa persona física sigue un complicado camino hasta que llega a financiar a una empresa o a un gobierno: ese camino se llama el sistema financiero. A lo largo de todo el camino, ese caudal es el dinero de otro: no es mi dinero. Ese dinero debe ser custodiado y cuidado, desde su entrada en la ventanilla de un banco hasta su llegada a la cuenta de una empresa o a la Tesorería de la Seguridad Social.

La ética financiera no es radicalmente distinta de otras éticas profesionales, como la ética jurídica o la ética de la profesión médica. Lo difícil en este caso es la diversidad de las actividades financieras. En concreto, la ética de los mercados (renta fija, renta variable, activos titulizados, divisas, índices, materias primas, derivados y estructuras) se estudia en profundidad en la sexta y última parte del libro.

La dimensión de las finanzas va más allá de los bancos y de las bolsas. Requiere auxiliares competentes, como los contables, auditores y aseguradores. Por eso, la competencia profesional es parte de la ética financiera. Además, se requiere honradez y buena intención para emplear bien un recurso limitado como es el dinero. Al decir dinero se está pensando en riqueza líquida en cantidad mucho mayor que los medios de pago que usan las personas en su vida diaria.

2. La segunda parte (el marco teórico) analiza el conflicto entre la equidad y la eficiencia, conflicto que no se puede resolver sólo con la justicia exigida por las leyes; es necesario actuar con buena fe, lealtad y voluntad de anteponer el interés del cliente al beneficio personal. Los problemas concretos consisten en la manipulación de datos y cotizaciones, el derecho a la información sobre el riesgo y el rendimiento, la auténtica igualdad de oportunidades, la protección ante la volatilidad y la correspondencia entre el valor y el precio. Dichos problemas se resuelven, en parte, aplicando correctamente la teoría de la agencia. Esta segunda parte incluye las consecuencias de las nuevas teorías financieras que se estudian en la sexta parte.
3. La tercera parte estudia los problemas éticos en los servicios financieros. El capítulo comienza con el caso Arvida. En 1987 y en 1989 Merrill Lynch promovió con fuerza los proyectos Arvida I y Arvida II. Se trataba de dos asociaciones de inversores, materializadas en instrumentos de inversión inmobiliaria en Florida y en California. Se esperaban ganancias superiores al 10% anual, pero lo que resultó en realidad al final de 1993 fue lo siguiente:

Valor inicial de Arvida I y II	Mil dólares	Porcentaje de pérdida
Valor final de Arvida I	125 dólares	(-87,5)
Valor final de Arvida II	6 dólares	(-99,4)

Cuarenta y dos mil inversores perdieron en total cuatrocientos cuarenta millones de dólares, es decir, una media de 10.500 dólares cada uno. ¿Qué había pasado?

Los vendedores no habían mencionado que unos posibles beneficios grandes van acompañados de un riesgo grande. Los vendedores de los productos inmobiliarios de Merrill Lynch se dirigieron a ancianos retirados, a quienes se les ofreció una inversión segura con una posible alta rentabilidad. Merrill Lynch dijo a sus vendedores que Arvida I tenía un riesgo moderado, pero en el material escrito entregado se hablaba muy poco del riesgo y mucho de beneficios posibles. Más en concreto se dijo a los vendedores que Arvida I era una inversión apropiada para personas que tuvieran un patrimonio de 75.000 dólares. Esta característica se aplicaba a la mayoría de los clientes de Merrill Lynch. Se omitió decir que ocho de los nueve directivos de Arvida I se habían ido de la empresa y que los proyectos de inversión consistían más en locales comerciales que en viviendas. Lo peor era que la propaganda no distinguía entre recuperación del capital invertido (*return of capital*) y rentabilidad del capital invertido (*return on capital*).

Así pues, cabe preguntarse si los inversores fueron engañados por los discursos de los vendedores. En segundo lugar, hay que saber que no se leen prácticamente nunca los folletos aprobados por la *Securities and Exchange Commission*; y que en el improbable caso de que sean leídos, no se entienden. El comprador se decide, pues, mediante una conversación con el vendedor.

El hecho de que el vendedor sea un mero representante que tenga obligación de no engañar es distinto a que se auto-denomine asesor de inversiones. Éste tiene una obligación de proteger tanto los intereses del comprador de los instrumentos financieros como los intereses del emisor de los mismos. Aquí se plantean dos cuestiones distintas: veracidad y deber de aconsejar bien.

Aunque cada una de las aseveraciones de Merrill Lynch fuera literalmente cierta, se puede engañar al cliente mediante particularidades no mencionadas. Muchos inversores dijeron que las proyecciones de flujos de caja que les enseñaron eran engañosas, al no distinguirse bien entre recuperación de la inversión y rentabilidad de la misma.

Se requiere más honradez en la venta de activos financieros que en la venta de ropa o perfume.

Al realizar una inversión financiera se supone que:

- Tanto el comprador como el vendedor disponen de cantidad de información suficiente para tomar una decisión racional.
- Tanto el comprador como el vendedor son capaces de tomar decisiones racionalmente egoístas.
- No se niegan oportunidades para tomar decisiones egoístas, ni al comprador ni al vendedor.

Estas tres condiciones están rodeadas de más o menos incertidumbre, según sea el caso. Al llegar aquí hay que preguntarse: ¿Tiene el asesor financiero obligación de proteger al cliente contra sí mismo?

El vendedor de activos financieros está colocado entre la situación "Caveat Emptor" y el paternalismo. Dado que se presupone que el vendedor conoce la situación mejor que el comprador, la protección del consumidor de activos financieros debe ser una obligación del asesor. La obligación se refiere al producto financiero y a la manera cómo se presenta. Lo contrario sería un paternalismo que limitaría injustificadamente la libertad de los clientes, por vulnerables que éstos sean en cuestiones financieras.

4. La cuarta parte estudia los problemas éticos de las decisiones de inversión. El autor se refiere aquí a los problemas éticos en las decisiones de inversión que afectan a la calidad de vida en nuestros países. Varias ideas son fundamentales:

- Los recursos financieros son limitados.
- La mano invisible de Adam Smith (el mercado) no promueve la igualdad de la sociedad.
- El gobierno debe completar y corregir los fallos del mecanismo de los mercados.
- Muchas decisiones corporativas de inversión se toman ponderando sólo el riesgo y el rendimiento, sin pensar en el bien general ni en el bienestar social.

En la anterior parte del libro, se consideraba a las instituciones financieras como intermediarias entre las familias por una parte y las empresas y el gobier-

no, por otra. En esta parte, las empresas y las instituciones financieras toman parte activa en el bienestar de la sociedad. Los bancos comerciales financian viviendas, pequeñas empresas y dan créditos al consumo. Los fondos de pensiones descargan parte de la responsabilidad de los accionistas de las empresas a favor de los jubilados. Algunos bancos de inversión invierten con responsabilidad social en empresas que llevan a cabo actividades beneficiosas para la sociedad.

Sin embargo, la historia reciente ha recogido ejemplos de conductas excesivamente arriesgadas e imprudentes.

Así, en los años setenta y ochenta los bancos de los países más ricos concedieron créditos imprudentes, y a tipos de interés bastante altos a las naciones menos desarrolladas.

En los años 90 las cooperativas de crédito norteamericanas (*Savings and Loans Associations*) sufrieron una crisis causada por excesos en el uso imprudente de bonos basura (*junk bond*).

La quiebra del BCCI (Bank of Credit and Commerce International) en 1991 fue, en parte, consecuencia de un exceso de liquidez procedente del blanqueo de dinero.

Aparte de estos tres casos concretos hay otros problemas generales que deben apuntarse:

- La discriminación a la hora de conceder créditos sin garantía suficiente.
- La inversión ética y ecológica.
- La capacidad de los inversores institucionales para influir en la ética de las decisiones empresariales (“relationship investing”).

- La redefinición de los objetivos financieros de la empresa, a causa de las teorías aparecidas después de 1950.

Respecto al primer punto, el único criterio legal y ético es que el solicitante ofrezca garantía de que se pagarán el principal y los intereses en los plazos y condiciones estipuladas en el contrato.

El segundo punto se refiere a introducir la dimensión ética (además del rendimiento y el riesgo) como criterio en la selección de inversiones. Individuos conscientes de los valores éticos, grupos religiosos, universidades y organizaciones no gubernamentales desean que sus carteras de valores estén compuestas por activos financieros compatibles con sus actitudes éticas. Pero ocurre también lo contrario. Morgan Funshares se especializa en invertir en casinos, alcohol y tabaco (*sin stocks*) y los que suscriben participaciones de este fondo de inversión obtienen beneficios de la locura de otros.

En cuanto al tercer punto, el Consejo de Administración debe aumentar la riqueza de los accionistas, pero para ello debe primero cumplir honradamente los muchos contratos implícitos que hay con otros grupos interesados en la empresa.

Finalmente, la economía financiera es un respaldo de la economía real de bienes y servicios de los que disfruta la sociedad moderna.

Para resolver el gran número de problemas cotidianos que se acaban de exponer, hay que cumplir con una reducida lista de principios morales personales. Para esto, no basta saber ética teóri-

ca, sino que son necesarios también conocimientos de legislación y teoría financiera. El gestor de un fondo de inversión, aunque sea honrado, debe de saber cuánta información debe dar y cuánta debe callar en un sistema tan complejo. En otros tiempos se diría: “Di la verdad, pero no toda la verdad; y no digas nada a quien no es capaz de entender”. Por consiguiente, los principios

generales (como por ejemplo “no hacer daño”) se transforman en detalladas obligaciones profesionales, como decencia y veracidad en los mercados financieros, y deberes de los apoderados y agentes para conseguir el bienestar de la sociedad que vive en el Planeta Humano.

Margarita Prat y Antonio M^a Arroyo