

Usos y abusos en el mercado de capitales: conflictos éticos y economía regulatoria

Autor: Prof. D. Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez

El 16 de diciembre de 2005, el Prof. Dr. D. Javier Wenceslao Ibáñez Jiménez, Propio de la Facultad de Derecho de la UPCO, defendió en la Facultad de CC. Humanas y Sociales su tesis “Usos y abusos en el mercado de capitales: conflictos éticos y economía regulatoria” para obtener el grado de Doctor en Filosofía, mereciendo la calificación de sobresaliente *cum laude*, unánimemente otorgada por el Tribunal que constituyeron los Profesores Doménech Melé Carné (Ordinario del IESE y Presidente), Eloy Rodríguez Navarro (Emérito de la UCM), Fernando Velasco Fernández (U.

Carlos III), Enrique Menéndez Ureña y Joaquín Almoguera Carreres (Ordinarios de la UPCO).

El estudio examina el origen moral y el alcance ético de la noción de abuso en el mercado de capitales (*abuso de mercado*, neologismo legal de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento y del Consejo europeos, relativa al tráfico de información reservada en los mercados *-insider trading-* y a la manipulación de cotizaciones (*-market manipulation-*). Desde una atalaya epistemológica y fenomenológica, la tesis avizora la razón ética que indujo al legislador comunitario a estimar abusivos, por antisociales, ciertos comportamientos de agentes del mercado. Y patrocina una ética de mercado orientadora, desde el personalismo, de una praxis contraria a la que ha minado últimamente la confianza popular en los mercados, aspirando a reorientar el *ius condendum* que regula éstos según su específica *ratio legis*. El trabajo no busca tanto ahondar en la entraña iusfilosófica y ética de cada modalidad de abuso, como reconstruir

la noción misma de abuso, razonando la posible inserción, como proclamó durante el acto de defensa el Prof. Navarro Rodríguez, de “la transparencia y la integridad en la tabla de los valores filosóficos”.

El primer capítulo ensaya una deconstrucción eidética del paradigma transparente y eficiente formación de las cotizaciones, sujetando a falsación, en línea con la doctrina financiera contemporánea, la premisa básica que sustenta, al decir de los economistas, el modo de funcionamiento del mercado de valores o capitales: la eficiencia. En línea con los teóricos de la economía experimental y con las nuevas formulaciones *realistas* de las finanzas durante el último cuarto de siglo (*behavioristas*, finanzas corporativas y *organizacionales*), se asume que las expectativas del inversor sobre el precio albergan sesgos meta-rationales. De otro lado, se asume que la asepsia teórica, deontológica e ideológica que mantienen legislador y operadores al juzgar los acontecimientos del mercado, en sintonía con el pensamiento económico neoclásico, nubla la contemplación de ciertos fallos de mercado y de la crisis factual de la eficiencia como déficit de justicia. Se afirma que la versión conmutativa de ésta queda lesa por la asimetría informativa padecida por algunos operadores de mercado. Sólo la reinterpretación en clave ética de aquel déficit puede, a juicio del autor, salvar convenientemente la siempre insuficiente respuesta del regulador del mercado frente a las consecuencias adversas que la desinformación relativa de sus agentes no profesionales acarrea al mer-

cado. Dicha reinterpretación presupone, en primer término, reconocer la ineficiencia relativa del mercado; en segundo lugar, contemplar esta como problema de desinformación voluntaria sobre datos relevantes para operar con racionalidad, esto es, como una falta de transparencia; en tercera instancia, en fin, aceptar que un mercado desinformado no puede ser íntegro, vale decir a un tiempo, justo y rectamente configurado en el orden normativo y social.

El segundo capítulo construye la ética que se propugna para recobrar la integridad en el mercado de capitales. Arrancando de una conceptualización de la ética en este campo como modo de actuar de los operadores conducente a la integridad del mercado (esto es, a la transparencia sobre todo dato relevante para operar con racionalidad en tiempo oportuno, sobre la base del principio de buena fe y veracidad en la proposición de los negocios), se propugna un modelo conductual o praxis ética de mínimos socialmente consensuada y tributaria de un logro nada sencillo: Lograr un juego contractual limpio, esto es, exento de abusos en el mercado. Entendiendo por abusos todos los aprovechamientos de la asimetría informativa en beneficio de una parte (sobre informada) del mercado, y por tanto, en perjuicio del todo, de su integridad, y de la teleología moral del principio *neminem laedere*. Noción de abuso que, allende las conductas reprochables en Europa y típicas de la doctrina bursátil clásica, entronca con la idea genérica de abuso de oportunidades de negocio *uti singuli* acogida por los recientes movimientos de *corporate governance*.

La dirección filosófica propuesta se alinea con la defensa de una ética *total* de mercado, superadora, por un extremo, de un neoliberalismo posweberiano y de un neorealismo económico apoyados sobre falsos valores de autonomía personal, políticamente transigentes con *welfarismos* coyunturalistas y condescendientes con la asimetría informativa como fallo natural del mercado; por el otro, del autonomismo moral kantiano y del consecuencialismo moral. Dicha ética se funda en la aceptación incondicionada de los principios de corresponsabilidad social de los agentes de mercado, que presupone el diálogo recurrente entre grupos de operadores e interesados sociales; y respeto a la dignidad del individuo, una dignidad siempre limitativa de la prioridad del bien común sobre el particular.

La formulación filosófica de esta ética se puede explicar sobre la aceptación de la idea de que quien obra, aun en un mercado impersonal por su disposición técnica, es el hombre; la sociabilidad inherente al mercado como institución humana debe recomponer el protagonismo del operador individual, para sopesar debidamente los intereses en juego cuando se construye la normativa bursátil, en línea con una concepción personalizante y antropocéntrica de las operaciones y de las instituciones financieras, frontalmente incompatible con el relativismo y con una contemplación instrumental del hombre y su escala de valores. Cognición, volición y decisión responsable son procesos producidos en cada contrato de mercado, no suficientemente puestos de relieve en éste dada

su caracterización tecnológica; de ahí la necesidad de una orientación normalizada de los juicios de valor y de una convergencia entre la ética general de los valores sociales y de la ética de mercado, alcanzable sólo desde un universalismo axiológico reductor de opciones éticas que pondere debidamente factores como la conciencia intersubjetiva común, la experiencia histórica de los mercados, y el estado actual del diálogo sociopolítico nacional e internacional, que apunta hacia sistemas vivos y autocríticos de *best practices*. Restan dos problemas mayores por resolver: Uno, la fijación de los límites de la idea de lesión o interferencia tolerable en el interés ajeno por desinformación; y otro, el de la salida del hombre individual del interior del círculo de la impersonalidad a que le somete el mercado de capitales, en combinación con instituciones coadyuvantes (banca, sistema de seguros, sistema financiero en general, supervisores y demás aparatos administrativos o de control).

Anteponer los mínimos morales expuestos conlleva una doble consecuencia: La de un refuerzo ostensible de la tutela judicial y administrativa de la contratación; y la de un control social último de los inversores sobre la actividad de los propios supervisores, allende la de los sujetos sobre informados (autotutela democrática bursátil). Como telón de fondo, a más, debe entrañar la autodisciplina ética de la industria de valores, traducida en el respeto extracontractual del inversor y en elevados estándares morales de conducta profesional en el espacio estatutario y de las reglas internas.

El tercer capítulo explana, al socaire de la noción legal de abuso de mercado, una reducción eidética de la fundamentación y de la función moral que alberga la prohibición del tráfico de datos reservados en el régimen europeo de las bolsas y otros espacios organizados de contratación sobre instrumentos y productos financieros. Asimismo se ahonda en la justificación moral de los límites que merecen ser impuestos a dos deberes positivos contrapuestos: el de divulgar y el de reservar información relevante. De otra parte, se abordan los fundamentos éticos de la prohibición legal de manipular cotizaciones y de sus correlativas excepciones, según el modelo filosófico acogido.

Asimismo, el tercer capítulo explica la noción de conflictos de interés, para resaltar el deber ético de mitigarlos que pesa sobre gestores y administradores de sociedades cotizadas, así como sobre los intermediarios del mercado en sentido amplio: Desde los colocadores de valores en el mercado primario hasta auditores, gestores de carteras, analistas, asesores y consultores de información financiera, en el secundario. A un tiempo, se abordan las bases filosóficas precisas para una discriminación de las conductas rectas en el mercado cuando se presentan bajo el signo de relaciones conflictivas en el sentido expuesto; y se explican, al efecto, cuáles son las relaciones observadas entre voluntad política e intervención legislativa; entre voluntad societaria e intervención autorregulatoria; y entre voluntad social, ciudadanía y cultura corporativa.

Ciérrese el capítulo con una explicación de la función ética de las prohibiciones legales de la anteposición del intermediario financiero en sus distintas variantes, y de sus deberes de abstención; y de la problemática que plantean los mandatos superfluos y el denominado *cuidado* de valores.

El capítulo cuarto trata de resolver, en fin, cuál es el papel de los llamados códigos de conducta corporativa, y el de los códigos societarios internos de desarrollo, en el espacio de la reconducción de las conductas conflictivas y en el de la reducción de los abusos de mercado. La prefiguración deontológica operada a ese efecto es congruente con la ética predescrita de los principios generales del derecho del mercado de capitales, en cuanto tales principios expresan la heteronormación de las conductas de los profesionales del mercado según el orden legal en vigor.

En definitiva, la obra denuncia que la impersonalidad, nota hoy caracterizadora de la contratación bursátil, pone en entredicho la subjetividad y la libertad individual en un contexto de natural asimetría informativa. De ahí la utilidad que tendrá rescatar el pensamiento de Max Scheler, el de N. Hartmann o el de Hildebrand, para alumbrar una evidencia preterida por sistema, como es que también en el mercado de capitales anidan los valores pre-éticos, y que por tanto el mercado, donde hoy no sólo operan algunos privilegiados, sino amplios sectores de población, no puede ser amoral, ni pervivir amoralmente.