



Principios éticos en el mundo financiero

Antonio Argandoña
Luis Torras

La presente nota explora la importancia de los principios éticos en el mundo de las finanzas desde una dimensión personal (del individuo). Para ello, primero se definen y especifican los motivos por los cuales la ética es especialmente importante en el sector financiero donde a menudo se tienen que afrontar situaciones de asimetría de información o acumulación de poder en una de las partes, por poner solo dos ejemplos. En segundo lugar, la nota especifica los principios éticos que resulta especialmente importante tener presentes en las finanzas y los porqués. La nota cierra a modo de conclusión con algunas breves pinceladas sobre las dificultades de implementar estos principios en la práctica y con algunas ideas-guía para ayudar a hacerlo.

Palabras clave: ética, finanzas, asimetría de información, moral, principios

La economía tiene la necesidad de la ética para su correcto funcionamiento; no de una ética cualquiera, sino de una ética amiga de la persona. (n. 45)

Todo sistema financiero ha de tener como meta el sostenimiento de un verdadero desarrollo. Sobre todo, es preciso que el intento de hacer el bien no se contraponga al de la capacidad efectiva de producir bienes. Los agentes financieros han de redescubrir el funcionamiento ético de su actividad para no abusar de aquellos instrumentos sofisticados con los que podría traicionar a sus ahorradores. (n. 65)

BENEDICTO XVI, Caritas in Veritate (2009)

Introducción

Las finanzas cumplen la importante función social de ser un puente entre el ahorro y la inversión. Mediante una amplia gama de instituciones, mercados, técnicas, procesos y productos, el sistema financiero adecua perfiles de riesgo y trata de aunar las necesidades de ahorradores e inversores con las de hogares y emprendedores. Es una parte esencial del proceso de acumulación de capital y creación de riqueza mediante una correcta gestión del riesgo. De modo que las finanzas tienen un profundo impacto, no solo económico, sino también social.

Debido a su importancia vital, es fundamental que las actividades financieras descansen sobre pilares éticos sólidos, requisito indispensable para que sean estables y robustos, capaces de generar la confianza necesaria para que el crédito fluya normalmente. De ahí la importancia que tiene la ética en el campo financiero.

Los servicios financieros lidian siempre con la dimensión moral inherente a cualquier proceso de toma de decisión, por ejemplo, a la hora de dar o denegar crédito, o de fijar el tipo de interés de dicha operación. La asimetría de información inherente a cualquier intercambio en el sector financiero genera oportunidades para ganar grandes sumas de dinero a expensas de terceros que, por ignorancia o descuido, asumen riesgos inasumibles que, eventualmente, pueden llegar a arruinar una empresa o una familia. Debido a este amplio abanico de situaciones potencialmente sensibles que tiene que afrontar el profesional de las finanzas, resulta especialmente relevante una reflexión ética sobre cuáles han de ser los principios que deben presidir en todo momento la conducta del profesional financiero.

Esta importancia de la ética en las finanzas viene de lejos. Desde los orígenes modernos del comercio y el crédito, temas como la usura, el abuso de poder de los prestamistas con respecto a los acreedores, –cuestión universalizada por Shakespeare en *El Mercader de Venecia*–, o el exceso de avaricia en la gestión del riesgo han sido objeto de intensos debates (Munro 2003, Palazzo y Rethel 2008). Si volvemos la vista al presente, la gran crisis financiera de 2008 no puede entenderse sin tener en cuenta la dimensión ética, en este caso por fallos graves a todos los niveles, social, organizativo y personal (Argandoña, 2016, Donaldson 2012). La crisis volvió a poner en primera línea cuestiones con una gran carga ética como la condonación total o parcial de la deuda en situaciones límites, la idoneidad de los rescates bancarios (*bail-out*), los abusos de poder y las asimetrías de información en la comercialización de ciertos productos, discutiéndose si la falta de ética fue resultado de que había manzanas podridas en el cesto, o de que el cesto era el que pudría las manzanas (Graafland y Van de Ven 2011).

Si bien las causas centrales de la crisis se relacionan con un marco monetario excesivamente laxo y una supervisión ineficiente, la inusitada dureza de la misma solo se comprende teniendo en cuenta la dimensión ética, que ha sido infravalorada en muchos análisis. El resultado fue una grave crisis de confianza que iba más allá del propio sistema financiero, incluyendo elementos relacionados con la corrupción, imprudencia, irresponsabilidad, fraude, injusticia, cobardía y falta de integridad, por poner solo algunas de las faltas más notables, a todos los niveles: el de las políticas macroeconómicas, el de la regulación y supervisión, el nivel organizativo y el individual.

La falta de templanza, las estafas y los engaños, la arrogancia o la cobardía, son solo algunas de las faltas éticas que nos empujaron hacia el abismo, y que no únicamente se dieron en la cúspide de las organizaciones y de la sociedad, sino que fueron comportamientos generalizados. Solucionar una crisis de balances, es decir, de solvencia, es doloroso, pero relativamente fácil; restaurar una sociedad tras una fuerte crisis ética no lo es tanto, requiere más tiempo y la involucración de todos; son crisis que no pueden solucionarse «desde arriba», vía regulaciones, sino que exige cambios profundos «desde abajo», mediante el cambio de conductas. De ahí esa complejidad añadida que incorpora la reflexión ética.

El objetivo de esta nota es dar ideas y ofrecer medios para que los profesionales de las finanzas puedan ser éticos en su actividad. Para ello, ofreceremos primero algunas ideas sobre qué es –y qué no es– la ética, en el mundo financiero y por qué es importante. Luego presentaremos un listado de principios éticos, que pueden guiar la conducta en momentos de duda o de exceso de presión y, sobre todo, que ayuden a formar el criterio del decisor. Y, finalmente, se describen algunos problemas y situaciones que muestran cómo estos principios se aplican en el sector financiero. Nuestro punto de vista será siempre el de la persona que toma las decisiones, como directivo, autónomo o empleado, por cuenta propia o al servicio de otro profesional o de una entidad financiera; en las páginas que sigue, la dimensión organizativa (la ética de la entidad financiera) y la social (del conjunto de la sociedad) recibirán solo un tratamiento marginal.

II. La ética en las finanzas

El análisis de las finanzas desde el punto de vista ético puede realizarse en tres niveles: de la sociedad (incluyendo el mercado), de la entidad financiera, y del profesional. En el nivel general de la sociedad, las cuestiones éticas se centran principalmente en cómo hacer que el marco institucional y regulatorio en el que se desarrolla la actividad económica permita y favorezca un comportamiento ético por parte de organizaciones, empresas y profesionales. En un segundo nivel, el organizativo, las empresas y los despachos especializados deben integrar la ética en todos los ámbitos de su actuación e influencia, de modo que sus trabajadores y el resto de *stakeholders* tengan los incentivos y las herramientas para desarrollar hábitos y virtudes éticas. Finalmente, a nivel personal la reflexión ética da guías y líneas de conducta con las que el profesional pueda actuar en las situaciones complejas en las que pueda encontrarse en su día a día. De ahí la importancia que tiene, para el experto del mundo de las finanzas, reflexionar sobre las cuestiones éticas que incorpora su actividad y generar hábitos que le permitan adquirir un criterio ético.

La ética no ofrece criterios alternativos a los de las finanzas o la economía. No hay decisiones éticas, hay decisiones, que tienen varias dimensiones: económicas, morales, psicológicas, políticas, sociales... El financiero tiene el deber de tomar buenas decisiones, teniendo en cuenta todas esas dimensiones. Una decisión éticamente buena pero económicamente sea desastrosa no es una buena decisión. Y una decisión económicamente satisfactoria pero éticamente incorrecta es, probablemente, una mala decisión, porque indica que hay algo que se ha hecho mal, y cuyas consecuencias negativas quizás tardaremos tiempo en apreciarlas.

Esto quizás se entiende mejor si contemplamos la ética no como un remedio ante conductas inapropiadas, seguridad pasiva, sino más bien como algo positivo, como un elemento de seguridad activa: no solo trata de evitar los errores, sino que empuja a tomar mejores decisiones, porque está orientada a la excelencia. Y del mismo modo que los seguros, para ser efectivos, han de ser contratados *ex ante*, la ética necesita ser prevista antes, para que sea integrada y ejercitada de manera constante y se convierta en un factor de garantía y solidez. Y para ello ha de ser tomada en serio: no es la guinda del pastel, sino un componente importante de todas las decisiones, aunque, a menudo, la ejercitemos casi sin darnos cuenta.

Asimismo, la ética no es algo subjetivo, que podamos elegir de acuerdo con nuestras preferencias: esto llevaría a la confusión. Tampoco es un problema técnico, que se pueda solucionar con los modelos de la economía o de las finanzas. La ciencia económica parte de unos fines, que toma como dados, y se limita a estudiar los medios más adecuados, desde el punto de vista de la eficiencia en la gestión de recursos escasos. Las finanzas dan un paso más y establecen el criterio de la maximización del valor de un patrimonio, dado un nivel de riesgo, y proponen una elección de medios con la ayuda de teorías que se supone son éticamente neutrales, libres de cualquier juicio de valor, y en las que los agentes (directivos, empleados y clientes) son tratados como seres completamente racionales.

La realidad ha mostrado ser mucho más compleja. Los fines de las acciones humanas, también de las económicas y de las financieras, no son indiferentes, como tampoco lo son los medios que se proponen. Porque las personas aprendemos de nuestras propias acciones y de las de los demás, y esos aprendizajes cambian nuestra percepción de la realidad y, de este modo, cambian también nuestra conducta. Por ejemplo, nuestra valoración de los resultados suele estar sesgada en favor nuestro; somos mucho más críticos de los errores de los demás que de los nuestros; a menudo, cuando engañamos a otros pensamos que la culpa es de ellos, porque se han creído las mentiras que les contamos, y esas mentiras van desmontando nuestra capacidad para darnos cuenta de lo

que hacemos mal. O sea, el supuesto de la neutralidad ética de las finanzas no es válido: por eso es importante contar con un marco de principios éticos que doten de consistencia las decisiones de los agentes y, además, contribuyan a la creación de confianza.

La ética personal del financiero

Las decisiones, también en las organizaciones, las toman las personas. Por tanto, si hablamos de actuaciones financieras, hemos de hablar, en primer lugar, de la ética de las personas que deciden y ejecutan. Esto no quiere decir que otros factores, como el marco legal e institucional, las reglas de funcionamiento del mercado, la regulación o los objetivos, la estructura, la cultura y la organización de las entidades financieras no sean importantes. Aquí nos interesa no tanto la ética del sistema económico, de los mercados o de las entidades, sino la de las personas que desempeñan su actividad en el sector.

La ética de la persona se podría definir como el conjunto de principios, normas, prácticas, bienes y virtudes que guían lo que consideramos un comportamiento recto, adecuado a la moral y que, por extensión, aseguran el cumplimiento de la función social de los mercados financieros. No es distinta en el directivo o empleado financiero o en un trabajador manual, un político o un jugador de baloncesto. La ética es única, aunque su desarrollo tenga peculiaridades distintas en cada caso, y de ellas nos ocuparemos en este documento.

Según algunas teorías, una decisión es ética si responde a unos principios racionales, derivados de la naturaleza humana, ampliamente aceptados y válidos para todos los lugares y circunstancias. Para otros, es aquella decisión cuyas consecuencias son favorables para la utilidad de muchas personas –aunque no siempre haya acuerdo acerca de en qué consiste esa utilidad.

Aquí nos fijaremos en una ética que tiene en cuenta a la persona, a su entorno y a las consecuencias de sus decisiones, para él mismo y para los demás. Partimos de un hecho: las personas, cuando actuamos, «aprendemos» nosotros y «enseñamos» a otros. Esos aprendizajes morales son las virtudes (o los vicios, si son negativos): rasgos de carácter arraigados, firmes y estables, que se aprenden (o desaprenden) por repetición consciente de actos con una motivación superior; es decir, no por miedo al castigo o por obtener una ventaja económica. Cuando decimos que alguien es leal, sincero, generoso o justo, estamos afirmando que ha adquirido hábitos que le llevan a actuar de determinada manera: procura no decir nunca mentiras y no acepta que otros le digan, porque es sincero; está siempre dispuesto a dar y a darse a sus amigos, y también a otras personas, porque es generoso. En este caso «el hábito sí hace al monje».

Ser virtuoso en el mundo de las finanzas no es fácil. Hay

que tomar decisiones con falta de tiempo y de información, en un entorno en el que los incentivos económicos son dominantes, y en el que las conductas moralmente correctas no están bien valoradas. En este marco, las virtudes proporcionan una «ventaja competitiva» ética, aunque no necesariamente monetaria. Un financiero virtuoso tiende a percibir correctamente los componentes morales de la situación (tiene «nariz ética»), desarrolla una sensibilidad para darse cuenta de lo que está en juego (por ejemplo, que la acción que se propone llevar a cabo va a causar un daño injusto a otra persona), «siente» que eso es o no correcto, se ve impulsado a buscar la mejor solución al problema, está dispuesto a actuar, aunque eso le cause un perjuicio y, finalmente, se pone en movimiento: tiene la fuerza de voluntad necesaria para actuar con firmeza, superando las tentaciones y distracciones que se encontrará.

El calificativo «virtuoso» no resulta atractivo, quizás porque parece referirse a alguien timorato, miedoso o apocado. Y, sin embargo, un financiero verdaderamente virtuoso sabe compaginar la prudencia con la audacia, la humildad con la magnanimidad, la justicia con la solidaridad. Cometerá errores, como todos, pero sabrá reconocerlos, corregirse, pedir perdón y volver a empezar.

La virtud se consigue repitiendo actos buenos, uno después de otro, todos los días. ¿En qué consiste un acto moralmente bueno? Empieza con la definición del objeto de la transacción, sin engañarse: una cosa es pagar el precio por un servicio, y otra pagar un soborno para conseguir algo a lo que no se tiene derecho, aunque el contable lo llame «gasto de representación». Sigue con una intención correcta: en toda decisión hay muchas motivaciones parciales, pero hay una que es la dominante, y es la que marca la moralidad de la acción. Por ejemplo, la venta de un producto financiero complejo puede servir para cumplir los objetivos trimestrales y ganar un bonus, mostrar las capacidades como vendedor u ofrecer una buena rentabilidad al cliente, entre otros aspectos. La valoración moral será distinta si lo que predomina es el incentivo económico del vendedor o de su entidad, o la necesidad del cliente. Y, finalmente, el tercer elemento son las circunstancias: no es lo mismo vender aquel derivado complejo al experto que trabaja en un fondo que a un ciudadano ignorante sobre riesgos financieros.

II. Los principios éticos en las finanzas

Los «principios éticos» son criterios de conducta que ayudan a tomar decisiones éticamente correctas, porque recogen algo que se considera bueno. A menudo se les da la denominación de «normas» o «reglas», que suelen tener un enunciado negativo («no robes, no causes daño innecesariamente, no engañes...»). Esto es así en el caso de las normas de naturaleza jurídica o legal, porque se trata de

acciones que son contrarias al bien común de la sociedad o, más a menudo, al interés general; en el caso de las normas éticas, se refieren a conductas que dañan el crecimiento humano, violan la dignidad de la persona o causan daño a otros y, por tanto, también el agente. Dado que el objetivo de este documento es orientar a los financieros en su toma de decisiones, no entraremos en los debates teóricos sobre la naturaleza de estos principios.

Hay muchas colecciones de principios éticos, que responden a diversas teorías y tienen distinto alcance. Los principios éticos en las finanzas que aquí proponemos se derivan, de un lado, de la ética, y, de otro, de la función social de las finanzas, de su operativa y de sus consecuencias. En todo caso, hay una jerarquía de principios y, por tanto, hay principios de diversos niveles de amplitud o concreción.

Los enunciados de los principios son generales porque orientan en situaciones y entornos muy distintos: en un banco comercial, en un fondo de pensiones, en un *exchange-traded fund* (ETF), en banca privada, en el mercado de futuros o en la bolsa de valores. No son normas técnicas, derivadas de la teoría económica o financiera, sino criterios éticos, basados en la ética general, como el respeto a la dignidad de la persona. Pero deben ser aplicables específicamente al mundo de las finanzas.

Seguidamente se recoge un conjunto de principios éticos aplicados a las finanzas. No son todos, ni son quizás los más relevantes en algunas situaciones concretas, y deben complementarse con los principios éticos generales, aplicables a todas las decisiones humanas, como el respeto a la dignidad y a la libertad de la persona, el principio de responsabilidad, el de beneficencia y el de no maleficencia.

III. Los fundamentos financieros de los principios éticos

Los principios éticos que se aplican en las finanzas son el resultado de reflexiones sobre la naturaleza humana y la vida en sociedad, la actividad económica y su contribución al bienestar social, reflexiones construidas también a partir de muchas experiencias a lo largo del tiempo, que han cuajado en la vida y en la práctica de muchas personas profesionalmente competentes y éticamente correctas, es decir, personas que han desarrollado las virtudes propias de un buen financiero. Nuestro análisis de los principios éticos en las finanzas se basa en la consideración de los caracteres centrales de la actividad financiera que, de forma incompleta, simplemente como orientación, identificamos en cinco aspectos.

1. La actividad financiera lleva consigo deberes de justicia

Como se ha dicho muchas veces, el sistema financiero es el

| Principios éticos en las finanzas | |
|---|---|
| PRUDENCIA | La prudencia es la virtud que permite tomar las decisiones adecuadas en cada circunstancia. Es particularmente importante en un banquero, que está administrando fondos que no son suyos, de manera que debe entender siempre qué consecuencias pueden tener sus decisiones sobre sus clientes de activo y de pasivo, los propietarios de su entidad, los participantes en los mercados y los demás afectados por sus decisiones. |
| JUSTICIA, LEALTAD | La justicia es una virtud y un principio ético y social básico de la persona: de alguna manera, viene a ser como el primer principio de las finanzas, del que dependen casi todos los demás, porque la actividad de un financiero debe estar orientada siempre a sus clientes. Este principio se concreta de diversas maneras, según las circunstancias: por ejemplo, en el reconocimiento de los derechos de los clientes, o en el trato equitativo a los distintos clientes, sin discriminación injusta. En la actividad financiera, la justicia se relaciona directamente con la asimetría de información que se produce habitualmente, ya que una de las partes suele tener información relevante que la otra parte no tiene, y que puede usar en perjuicio de esta. También se produce una asimetría de poder, que puede dar una ventaja injusta a una de las partes (por ejemplo, en los procedimientos por impago de una deuda). La lealtad concreta la prioridad de los intereses del cliente en el cumplimiento de lo acordado (también de lo que está implícito en el acuerdo), siempre dentro de la ley. |
| OBJETIVIDAD, IMPARCIALIDAD, INDEPENDENCIA, INTEGRIDAD, VERACIDAD, TRANSPARENCIA, HONESTIDAD, BUENA FE | Esta es una batería de principios relacionados, que se refieren a la forma de desempeñar las tareas de acuerdo con el principio de justicia. Objetividad en la apreciación de los hechos y en los juicios. Imparcialidad en las actitudes ante las personas, evitando el trato injustamente discriminatorio. Independencia ante los distintos intereses que se presenten, tanto por las presiones de sus clientes como por las de terceros y los propios intereses del agente, evitando, por ejemplo, los conflictos de intereses. Integridad, consiste en la coherencia de las decisiones entre sí y con los valores éticos. Veracidad, la equivalencia entre lo que se dice y lo que se piensa, a partir de la información disponible. Transparencia, compartir la información y actuar de forma abierta. Honestidad, manifestarse con coherencia y sinceridad, sin atender a consensos y sin hacer acepción de personas. Buena fe, parte de la confianza en el otro para aceptar la veracidad de la información que él proporciona y servir a sus intereses (siempre moderada por la prudencia). Los estándares técnicos y éticos de la profesión pueden servir de orientación sobre el alcance de estos principios. Este puede ser el papel de los códigos deontológicos, éticos o de buena conducta que publican los colegios profesionales. |
| CONFIDENCIALIDAD | Exige respetar el carácter confidencial de la información de la que se tiene conocimiento en razón de su actividad, y no utilizarla en beneficio propio o de terceros, ni divulgarla, ni permitir que otros lo hagan, salvo en los casos contemplados por la ley o con el consentimiento de cliente. |
| LEGALIDAD | Actuar conforme a la ley, las regulaciones, los códigos de conducta de la profesión y las normas de la entidad. |
| DILIGENCIA, COMPETENCIA, CAPACITACIÓN | Aplicar la diligencia debida en el desempeño de sus obligaciones para con los clientes (y para con la entidad en que trabaja), de acuerdo con los mejores estándares técnicos y éticos. Supone la adquisición de competencias y el desarrollo de capacidades, previas al ejercicio de la profesión y a lo largo de esta. |
| RESPONSABILIDAD, RENDICIÓN DE CUENTAS | Asumir en todo momento la responsabilidad por sus propias acciones y por las de sus colaboradores. Estar siempre dispuesto a dar cuenta de sus decisiones y de los criterios empleados, ante quienes tengan derecho a conocerlas. |
| FORTALEZA, CONSTANCIA, PACIENCIA | Virtudes y principios que recuerdan que el financiero debe estar dispuesto a hacer frente a sucesos contrarios y no debe tener prisa en conseguir los resultados económicos de sus decisiones. |

sistema sanguíneo de la economía que, a través de una red de agentes, mercados e instituciones, promueve, canaliza y preserva el ahorro y lo dirige hacia proyectos de inversión rentables con un riesgo controlado –aunque también lleva a cabo otras funciones, como la de proporcionar un sistema de pagos eficiente, la gestión del riesgo y tareas de asesoramiento financiero, entre otras muchas.

Por tanto, los principios éticos de las finanzas parten de esa función de intermediación, que se puede llevar a cabo de muchas maneras: un banco comercial, por ejemplo,

recibe depósitos de los ahorradores y concede crédito a los inversores, y un fondo de pensiones recibe fondos de los ahorradores y los canaliza hacia activos financieros rentables que, probablemente a través de otros intermediarios, acaban en las manos de los inversores finales. Esto quiere decir que la responsabilidad ética del financiero se apoya, en definitiva, en los dos extremos de esa intermediación: promoción y gestión del ahorro y financiación de actividades que sean económica y socialmente rentables.

De modo coloquial, podríamos decir que el financiero

debe preguntarse frecuentemente por quién o quiénes son sus clientes (no solo el que se presenta ante él en ese momento, sino los que están implícitos en las operaciones de pasivo y de activo), cuál es la naturaleza de su relación con esos clientes (colocación de fondos, concesión de crédito, seguimiento de su cumplimiento, información sobre oportunidades y riesgos), cómo debe desarrollarse esa relación (que, habitualmente, tiene más de relación personal que de transacción impersonal, que suele tener lugar a través de medios electrónicos o de mercados abstractos) y, en consecuencia, qué obligaciones éticas presenta: no solo por lo que hay que evitar sino, sobre todo y en primer lugar, por cómo se puede ayudar a aquellos clientes a beneficiarse de esa relación, de modo que esta se transforme en un *win-win* para todos.

El financiero debe preguntarse a menudo qué espera su cliente, no porque él deba atender a todas sus expectativas, justificadas o no, sino porque el contrato que han suscrito no es un mero listado de deberes y obligaciones, sino una relación personal. Y la confianza, cualidad fundamental en el ámbito financiero, se basa no en el papel firmado, sino en la relación personal –y aquí el criterio ético puede no coincidir con el legal. En efecto, la confianza del cliente en el profesional financiero se basa, primero, en los conocimientos y capacidades que este tenga; segundo, en la actitud del profesional para poner esos conocimientos y capacidades a disposición de su cliente, y tercero, en la disposición del profesional para actuar siempre de acuerdo con los intereses de su cliente –y esto último constituye el núcleo del fundamento ético de la confianza.

O sea, la actividad financiera genera deberes de justicia, que se materializan, en primer lugar, en el cumplimiento del contrato: el principio de justicia es, probablemente, el primero en cualquier relación comercial –también cuando el agente está colocando o comprometiendo el capital de su organización, en cuyo caso su compromiso es con los propietarios de la entidad. Y de ahí se derivan numerosas relaciones, de acuerdo con la naturaleza del contrato. En un banco comercial, por ejemplo, el principio de justicia exige dar prioridad al derecho del cliente de pasivo, porque el banco está gestionando unos fondos que no son suyos; por eso la crisis de liquidez de un banco, cuando no puede atender a sus clientes que desean retirar su dinero, es una crisis gravísima, un incumplimiento de lo primero que está implícito en el contrato de depósito. Pero también debe atender a los derechos de sus clientes de activo: derecho a ser tratado con justicia a la hora de estudiar la concesión de un crédito, en el establecimiento de los tipos de interés y comisiones, en las condiciones del crédito y, muy importante, en el trato en caso de dificultades para la devolución del crédito o préstamo: porque es en las situaciones de conflicto

o de emergencia cuando resulta más patente la verdadera cultura de la entidad.

Si el principio de justicia es el primero en las relaciones comerciales, de él se derivan otros muchos, que se materializarán en las situaciones que se presentan en cada caso: objetividad, imparcialidad, independencia, integridad, veracidad, transparencia, honestidad y buena fe, confidencialidad, responsabilidad, rendición de cuentas, etc., y otros que se concretan en deberes internos del agente, como los de diligencia, competencia y capacitación profesional. De alguna manera, el principio de lealtad los resume todos, pero teniendo también en cuenta que el financiero tiene lealtades y deberes de justicia con otros *stakeholders*, incluyendo su propia entidad, sus colegas, aquellas personas y entidades con las que se relaciona en los mercados, y la sociedad en general.

2. La actividad financiera se basa en la información

En el negocio financiero se compra y vende información y confianza, de modo que muchos de los problemas éticos de las entidades financieras y de las personas que trabajan en el sector remiten a la asimetría de información, esa situación, habitual en las operaciones financieras, en la que lo que conoce una de las partes no coincide con lo que conoce la otra. Y esto es un problema técnico –una relación basada en esa asimetría será, probablemente, ineficiente, aunque puede ser muy rentable para una de las partes– y también un problema ético.

Cuando se explica el funcionamiento de los mercados, se acostumbra a decir que una relación financiera libre es favorable para ambas partes, aunque el reparto de los beneficios no tiene por qué responder a un criterio previo. Pero, además, una de las partes puede abusar de la otra, gracias a la información que ella posee y de la que la otra parte carece¹.

Este tipo de cuestiones se resuelve aplicando los principios de justicia y lealtad, así como los otros ya explicados: objetividad e imparcialidad en el uso de la información y en el juicio, independencia de criterio, integridad, veracidad, honestidad y buena fe. De alguna manera, estos principios convergen en el de transparencia, porque la asimetría de información se corrige, a menudo, facilitando la información que la otra parte necesita para tomar una decisión libre, eficiente y justa. Pero la aplicación de este principio no es fácil, porque no todas las partes tienen derecho a la misma información, ni todas saben qué información necesitan, ni cuál es la que necesita la otra parte, o no puede disponer de ella cuando hace falta, o no puede proporcionarla sin falta a sus deberes con otros interesados.

Lo que importa es, pues, que el financiero sea consciente en sus decisiones de que esa asimetría en la información

estará siempre presente, que tenga a su disposición criterios para hacerle frente, y que sea consciente de sus obligaciones, no solo legales o técnicas, sino también morales. De aquí se derivarán numerosas implicaciones, que deberán ser valoradas en cada caso: qué información hay que proporcionar de buena fe a cada cliente, por qué medios, con qué contenidos, qué defectos hay que evitar (por ejemplo, facilitar datos irrelevantes que oscurezcan lo relevante, ocultar los que resultan clave en la «letra pequeña» o, simplemente, obviar ciertos elementos que acentúen la verdadera naturaleza del riesgo de la operación) (Palazzo y Rethel, 2008), cómo adaptar la información a las capacidades y conocimientos del cliente, cuándo recurrir a la opinión de un experto independiente, etc.

Las diferencias en la información disponible tienen también otras manifestaciones, que dan lugar a problemas específicos, que en el ámbito financiero pueden ser importantes. Por ejemplo, el financiero tendrá, a menudo, información privilegiada de su cliente que, conocida en el ámbito de su relación profesional, no debe ser usada para conseguir una ventaja injusta para el financiero, su organización o terceras personas. El principio de confidencialidad o privacidad reconoce el deber del financiero de guardar el secreto sobre esas informaciones, porque forman parte de la intimidad del cliente y de la propiedad que tiene sobre esa información.

Hay conflicto de intereses potencial cuando el financiero, su organización o alguien en su entorno próximo puede tener un incentivo para aprovechar la información que posee por razón de su relación con el cliente, de modo que ese interés se ponga por delante del interés del cliente: por ejemplo, cuando el gestor o empleado de un fondo lleva a cabo operaciones por cuenta propia, en detrimento del interés de su cliente; o cuando genera compraventas innecesarias para generar ingresos por comisiones (Boatright, 1999; Carson, 1994). Otro caso interesante se presenta cuando el financiero utiliza la información disponible para discriminar en favor de un cliente, a costa de otro. Los principios de legalidad, honestidad e imparcialidad contemplan estas situaciones, y son muy importantes para construir relaciones de confianza duraderas y estables en el tiempo. La confianza, como las cosechas, son muy difíciles de trabajar y muy fáciles de perder (Cowton y Thompson, 1999).

Las finanzas son un ámbito en el que el conocimiento es la clave de las ventajas competitivas en el negocio. El financiero, como persona o formando parte de un equipo, tiene unos conocimientos que le permiten no solo desarrollar su propio negocio, sino también asesorar o aconsejar al cliente, tarea que deberá llevar a cabo de acuerdo con los principios de objetividad, independencia, honestidad o integridad, transparencia, diligencia, competencia y capacitación profesional.

3. La actividad financiera genera relaciones de poder

Cuentan de un ladrón que, al detenerlo la policía y preguntarle por qué robaba bancos, respondió: «Porque es donde está el dinero». Las entidades financieras tienen dinero, riqueza, activos y, por tanto, poder. La relación entre partes en una operación financiera tiene un componente de asimetría de poder cuando, por ejemplo, una entidad puede usarlo para presionar indebidamente al prestatario que no puede devolver puntualmente su deuda, o, en sentido contrario, cuando el deudor poderoso puede forzar al prestamista a aceptar un trato también injusto. El mal uso del poder puede generar situaciones de injusticia, tanto si es por abuso como si es por discriminación en el uso del poder para con distintas personas, o por insuficiente uso del poder, cuando este debe ser ejercido.

La desigual situación de poder puede estar relacionada con la asimetría de información, que pone en situación de ventaja al que tiene un conocimiento estratégicamente más relevante. También con el tamaño de la entidad o del cliente (el *too big to fail*, que muestra el poder de una entidad sistémicamente importante por su tamaño o por sus interconexiones), con la cuantía de la operación, o con la posible alianza con el poder político, en situaciones de influencia ante el supervisor o el regulador.

Un caso relevante es la existencia de poder de mercado. La teoría económica explica que, cuando se cumplen las condiciones de competencia perfecta, el mercado establece el precio del producto en condiciones de máxima eficiencia, y sin que ninguna de las partes pueda imponer a la otra unas condiciones que puedan considerarse injustas. Pero en la gran mayoría de transacciones financieras la competencia perfecta no existe, sino que hay siempre un cierto poder de mercado, derivado de las asimetrías de información, de la concentración en la oferta o la demanda, de la diferenciación del producto o del aprovechamiento de ventajas creadas por la regulación.

El profesional de las finanzas debe tener en cuenta esto, a la hora de establecer sus relaciones con sus clientes, por ejemplo, en el establecimiento de los precios de los productos (sobre todo cuando no opera en un mercado abierto y libre, como en las operaciones *over the counter*) y en las comisiones. La asimetría de información facilita la ocultación de los costes reales de productos y servicios; de nuevo, la respuesta está en el principio de transparencia.

El poder se manifiesta también en situaciones de impago; primero, porque muchas veces resulta difícil dilucidar cuál fue la responsabilidad de cada una de las partes: ¿fue culpa de la codicia o irresponsabilidad del cliente, o de la dejadez del prestamista, que dio crédito a quién no lo merecía? Y segundo, porque el acreedor puede ejercer su poder para

obligar al deudor a pagar, a veces en condiciones injustas. En estos casos, además del principio de justicia, puede ser oportuno invocar otros principios, no exclusivos de las finanzas, pero sí relevantes en ella, como los de humanidad y equidad en el trato, o el de responsabilidad, cuando se trata de reconocer los errores propios. La ética no consiste en no cometer errores (*errare humanum est*), sino en reconocerlos, pedir perdón y rectificar: siempre habrá casos en los que se ha evaluado una situación de solvencia de manera equivocada, o cuando las circunstancias del entorno cambian de manera imprevisible, haciendo que lo que al principio parecía solvente para prestamista y prestatario, ahora no lo sea tanto. De ahí la importancia central de la *prudencia*.

4. Las decisiones financieras deben estar presididas por la prudencia

La prudencia o sabiduría práctica es una virtud y un principio ético fundamental, que permite tomar las decisiones adecuadas en cada situación, atendiendo no solo a los principios, sino también a las circunstancias: es la que permite descender de los principios a las decisiones concretas. Esto es particularmente importante en el mundo de las finanzas, en el que hay dos variables clave que son la rentabilidad y el riesgo.

El riesgo se puede identificar, gestionar, proteger y cubrir con criterios y modelos técnicos, pero tiene siempre un componente de incertidumbre, que exige una reflexión prudencial. Es una responsabilidad central de cualquier gestor o agente financiero asegurarse de que sus acciones no ponen en peligro la salvaguarda de los fondos financieros bajo su gestión, sea cual sea el perfil de riesgo de su mandato, actuando siempre con la debida diligencia, profesionalidad y prudencia tanto para con sus acreedores como para con el resto del sistema en los casos en los que una posición de riesgo, o la gestión conjunta de un balance, tenga consecuencias sistémicas para el resto de entidades.

En efecto, la mayoría de los problemas éticos en la reciente crisis financiera han estado relacionados con fallos en los mecanismos de identificación, definición, valoración y gestión del riesgo, porque el conflicto o *trade off* entre rentabilidad y riesgo se inclinó a menudo en favor de la primera, sin considerar el impacto que el segundo podía tener, no solo a largo plazo, sino a corto, y a menudo muy lejos de las variables inmediatas del financiero: por ejemplo, en la transmisión de los riesgos de unos productos, agentes y mercados a otros, y en la amenaza del riesgo sistémico. Los modelos técnicos identifican los aspectos económicos del riesgo, pero olvidan a menudo el impacto sobre las personas y la transmisión del problema a otros *stakeholders*, a menudo muy remotos. O sea, la dimensión ética del riesgo es siempre muy relevante.

La gestión del riesgo está también relacionada con otros principios: justicia, objetividad, veracidad, transparencia, rendición de cuentas, fortaleza y paciencia, principalmente. Y el de responsabilidad, especialmente en aquellas instituciones o mercados en los que la regulación y supervisión son más laxas, de modo que las oportunidades de beneficio son mayores, pero también los riesgos que, como hemos visto antes, afectan no solo al cliente concreto, sino a la entidad y a los demás clientes, de activo y de pasivo, y también a otros muchos implicados, en todas las direcciones de la cadena de valor (por ejemplo, a través de operaciones de titulización).

Y también se crea un problema de dilución de la responsabilidad de los gestores y los agentes financieros, cuando se automatizan peligrosamente las decisiones y se delega la responsabilidad en los modelos de riesgo o en la actuación del supervisor. De esta forma, bancos y demás agentes orientan su comportamiento exclusivamente a cumplir con la regulación vigente, empujando el sistema a situaciones de exceso de confianza y a la convergencia de los perfiles de riesgo de las entidades, lo que acentúa los comportamientos de manada (*herd behavior*).

5. Las finanzas se desarrollan en un marco legal e institucional propio

La actividad financiera es objeto de complejas regulaciones que afectan de manera desigual a las distintas entidades, mercados, operaciones y productos, y que se prolongan en un complejo sistema de supervisión y control, también variable. Todo ese entramado se justifica por las consecuencias que las decisiones de una entidad pueden tener sobre otras, a veces muy alejadas de la primera en el tiempo y en el espacio. Por ejemplo, la sospecha de que un banco puede sufrir una crisis de liquidez provocará probablemente una retirada masiva de depósitos que, efectivamente, provoquen esa crisis en el banco, que esa situación se convierta en una crisis de solvencia de esa entidad y que se contagie, en muy poco tiempo, a otras entidades, hasta llegar a poner en peligro la supervivencia de muchas entidades y aun de todo el sistema financiero del país, y el de otros países. O la venta rápida (*fire sale*) de activos financieros por una entidad, cuando es objeto de un ataque especulativo, puede provocar una caída en el valor de esos activos en otros mercados, que afecte también a la solvencia de otras entidades. Y, como último ejemplo, la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos en la década de los 2000 afectó a entidades muy remotas, que habían comprado derivados formados a partir de participaciones en aquellos créditos hipotecarios, arrastrando a otras entidades en una situación de confusión y oscuridad en los mercados.

La actitud del directivo o experto financiero ante este tipo de problemas puede considerarlos como datos externos,

que deben preocupar a los reguladores y supervisores, pero que él no tiene por qué considerar, tratándose, probablemente, de un pequeño actor en el mercado, al que no se pueden imputar las consecuencias de sus acciones. Esto puede ser razonable en algunos casos, del mismo modo que un ciudadano puede considerar que no tiene ninguna responsabilidad por el detergente que vierte en su bañera, o por las pilas de mercurio que lanza a la basura. Pero esas acciones tienen también efectos sobre otras personas, que el ciudadano puede (y debe) conocer, y cuya solución está, al menos en parte, en sus manos. O sea, el financiero debe tener en cuenta, de alguna manera, los impactos que sus acciones pueden tener en otros actores, y no refugiarse en la ignorancia, la falta de capacidad de acción u otros argumentos.

Esto está recogido, de alguna manera, en los principios de justicia (ante sus clientes, pero también ante otros interesados y ante la sociedad en su conjunto) y prudencia, así como en los de honestidad, responsabilidad y rendición de cuentas. Y, en general, por el principio de legalidad, que abarca el cumplimiento leal de las leyes, así como de otras disposiciones y regulaciones, también las que, con carácter privado, establecen las entidades (códigos éticos y de buena conducta, por ejemplo), asociaciones empresariales, colegios profesionales, etc.

IV: A modo de conclusión: La aplicación práctica de los principios éticos

Los párrafos anteriores no son una guía para el uso de los principios éticos en las finanzas, porque, como ya dijimos, no todos los principios tienen la misma importancia y algunos principios son más relevantes que otros según sean las circunstancias. También es probable que, a la hora de aplicarlos, haya una cierta contradicción entre principios, que deberá resolverse dando prioridad a uno u otro, a veces con carácter general y, más frecuentemente, analizando, para cada caso concreto, cuál debe prevalecer, o cómo debe aplicarse en esa situación. O sea, los principios no son algoritmos de aplicación automática, sino que necesitan una reflexión previa, orientada por la virtud de la prudencia, que contemple también las circunstancias. En sentido positivo, inspiran el trabajo del financiero; en sentido negativo, señalan los límites morales a su actuación. En cualquier caso, la norma orienta pero nunca es definitiva e incluso en ciertos casos puede ser un elemento que reme en sentido contrario a la ética.

Pero esto no quiere decir que el analista, directivo o empleado financiero se encuentre sin ayuda en esas situaciones. Tomar conciencia del problema ya nos sitúa a medio camino de su resolución. Como hemos señalado, una de las claves para hacer frente a situaciones que supongan

un dilema moral, de situaciones imposibles derivadas del conflicto entre dos o más principios éticos con solvencia, se encuentra en tener buenos hábitos éticos. Hemos hablado de «nariz ética» lo que con el tiempo facilita la resolución de dichos conflictos.

Imaginemos el siguiente ejemplo: nos encontramos ante una situación en donde un hermano nuestro tiene un tema pendiente con Hacienda que nos obliga a reportar el tema, pero sabemos que de hacerlo le caerá una inspección que puede acabar con su negocio y poner en peligro su sustento de vida. ¿Qué hacemos? ¿Seguimos el principio de honestidad y equidad y reportamos fríamente la situación a la autoridad competente? ¿O nos mantenemos leales a nuestro hermano (a nuestra familia) y el régimen de confianza que caracteriza una relación filial? Lo cierto es que muchas veces con creatividad y astucia podemos dar con soluciones intermedias que permitan superar lo que aparentemente parece un *trade off* insalvable.

Podemos ponernos hacer horas extras o poner en contacto a nuestro hermano con un asesor fiscal muy bueno para que, rápidamente, regule la situación cuanto antes. De este caso, también se deriva la norma que, quizás, al igual que un cirujano no opera a su hijo, también en el mundo financiero, sobre todo con respecto a las operaciones de crédito y que conlleven cierta complejidad, mejor guardar cierta distancia con el cliente precisamente para no verse envuelto en dilemas imposibles como el anterior.

Las contradicciones, situaciones ambiguas, o dilemas morales forman parte del día a día del ejecutivo financiero. Estas situaciones suelen ser más intensas y difíciles de sobrellevar cuanto mayor es la responsabilidad del cargo. En los niveles bajos de la organización, donde los procesos están más automatizados, este tipo de situaciones cuando no pueden resolverse «con el manual» simplemente se elevan hacia un nivel superior en la jerarquía. En todo caso, resultado de una reflexión que recoge teoría y práctica, cerramos esta nota con algunos consejos que pueden tomarse como guía a la hora de prevenir conflictos y dilemas morales y también ayudar (algo) a la hora de dirimirlos, es decir de qué manera jerarquizamos los principios cuando no tenemos más remedio que enfrentarnos a ellos.

- Para evitar dilemas morales *a posteriori*, una de las guías más efectivas es la de ser prudente y diligente en la gestión del riesgo *a priori*.
- Salvo en casos donde la propia conciencia ética de la persona dicte lo contrario, el principio de legalidad debe regir nuestra conducta en todo momento.
- Hay que ser riguroso y precavido a la hora de pensar los contratos, siempre situándonos en el peor escenario.

- Procurar no hacer nada que facilite la especulación o que favorezca comportamientos ilegales o poco éticos.
- El trato con los clientes debe situarse entre un sano equilibrio entre la cortesía y la atención y un sano desprendimiento. Hay que ser próximo, pero también guardar las distancias y ser conscientes del rol que ocupa cada uno.
- Ante la duda en una operación, bien por desconfianza hacia alguna de las partes, bien por dudas ante la conveniencia de la operación para la entidad o el mismo cliente, mejor no hacerla.
- Evitar dar consejos no pedidos, y en caso de tener que darlos no recomendar nada que uno no invertiría por sí mismo.
- Mantener nuestra propia empleabilidad en todo momento, y nuestra independencia financiera en la medida de lo posible. Que el miedo a perder el trabajo y no poder encontrar otro no sea un obstáculo para que nos comportemos de manera ética.

Bibliografía

- ARGANDOÑA, A. (2016), «Three Ethical Dimensions of the Financial Crisis», en A.G. Malliaris, L. Shaw y H. Shefrin (eds). *The Global Financial Crisis and Its Aftermath: Hidden Factors in the Meltdown*, Oxford University Press, Nueva York, pp. 413-428.
- ARGANDOÑA, A. (1995a), «The Treatment of Ethical Problems in Financial Institutions», en A. Argandoña (ed.), *The Ethical Dimension of the Financial Institutions and Markets*, Springer, Berlín, pp. 1-26.
- ARGANDOÑA, A. (1995b), «The Treatment of Ethical Problems in Financial Institutions and Markets», en A. Argandoña, *The Ethical Dimension in Financial Institutions and Markets*, Springer, pp. 1-26.
- BOATRIGHT, J.R. (1999), «Financial Services», en M. Davis y A. Stark (Editores), *Conflict of Interest in the Professions*, Oxford University Press, Nueva York.
- BOATRIGHT, J.R. (2012), «The Ethics of Risk Management: A Post-Crisis Perspective», en Fundación BBVA, *Values and Ethics for the 2st Century*, pp. 473-496, Madrid.
- BUCHANAN, B.G. (2015), «Securitization: A Financing Vehicle for All Seasons?», *Journal of Business Ethics*, DOI 10.1007/s10551-015-2636-y.
- CARSON, T.L. (1994), «Conflicts of Interest», *Journal of Business Ethics* 13:5, pp. 387-404.
- COWTON, C.J. y THOMPSON, P. (1999), *Ethical Banking: Progress and Prospects*, Financial Times Business, Londres.
- DONALDSON, T.L. (2012), «Three Ethical Roots of the Economic Crisis», *Journal of Business Ethics* 106:1, pp. 5-8.
- EASTERLY, W. (2009), «Think Again: Debt Relief, Foreign Policy», 16 de noviembre de 2009.
- GRAAFLAND, J.J. y VAN DE VEN, B.W. (2011), «The Credit Crisis and the Moral Responsibility of Professionals in Finance», *Journal of Business Ethics* 103:4, pp. 605-619.
- HAYEK, F.A. (1976), *The Denationalisation of Money*, Institute of Economic Affairs, Londres.
- HENDRY, J. (2013), *Ethics and Finance: An Introduction*, Cambridge University Press.
- HUERTA DE SOTO, J. (2006), *Dinero, crédito bancario y ciclos económicos*, Unión Editorial, Madrid.
- HÜLSMANN, J.G. (2008), *The Ethics of Money Production*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama.
- KOEHN, D. (2010), *Living with the Dragon: Thinking and Acting Ethically in a World of Unintended Consequences*, Routledge, Nueva York.
- LEWIS, M. (2016), *La gran apuesta*, Debate, Barcelona.
- MUNRO, J.H. (2003), «The Medieval Origins of the Financial Revolution: Usury, Rentes, and Negotiability», *The International History Review*, 25(3), pp. 505-562.
- PALAZZO, G. y RETHEL, L. (2008), «Conflicts of Interest in Financial Intermediation», *Journal of Business Ethics*, 81(1), pp. 193-207.
- PINDL, A.R. y PRODHAM, B. (editores) (1994), *Ethical Conflicts in Finance*, Blacwell, Oxford.
- RAINES, J.P. y LEATHERS, C.G. (1994), «Financial Derivative Instruments and Social Ethics», *Journal of Business Ethics* 13:3, pp. 197-204.
- REYNOLDS, J.N. y NEWELL, E. (2011), *The Ethics of Investment Banking*, Plagrave McMillan, Houndmills.
- ROBERTS, R. (2010), *Gambling with Other People's Money. How Perverted Incentives Caused the Financial Crisis*, Mercatus Center, George Mason University (Mayo).
- ROTHBARD, M.N. (2008), *The Mystery of Banking*, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Albama.
- TALEB, N. N. (2013), *Antifrágil. Las cosas que se benefician del desorden*, Paidós, Barcelona.
- TALEB, N. N. (2018), *Skin In The Game*, Allen Lane.
- TERMES, R. (1995), «Ethics in Financial Institutions», en A. Argandoña (editor), *The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets*, Springer, Berlin, pp. 118-135.

Notas al pie

1. La asimetría de información puede radicar en una o en otra de las partes, o en ambas: el prestatario, por ejemplo, conoce sus riesgos mucho mejor que el presta

Sobre los autores

Antonio Argandoña, profesor emérito de Economía y Ética de la Empresa y titular de la Cátedra CaixaBank de Responsabilidad Social Corporativa, IESE Business School.

Luis Torras, consultor financiero en Koala Sicav, Panda Agriculture Water Fund y Japan Deep Value. Profesor visitante en ESADE Business School. Miembro del Comité editorial del Observatorio de Divulgación Financiera del Instituto de Estudios Financieros (IEF).

Otras publicaciones ODF

| | | | | |
|-----|------|----|---|---|
| Nov | 2018 | NT | Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración | Xosé Garrido |
| Nov | 2018 | NT | Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los robo advisors | David Cano Martínez |
| Oct | 2018 | DT | La Crisis Financiera 2007-2017 | Aristóbulo de Juan |
| Jul | 2018 | NT | Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017 | Marc Montemar Parejo y Dra. Helena Benito Mundet |
| Jul | 2018 | NT | Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español | Javier Santacruz Cano |
| Jun | 2018 | NT | Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las empresas españolas | Ernesto Akerman Brugés |
| Dic | 2017 | DT | «Factor investing», el nuevo paradigma de la inversión | Thomas Franzen |
| Nov | 2017 | NT | La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea | Francisco José Alcalá Vicente |
| Oct | 2017 | NT | El Marketplace Lending: una nueva clase de activo de inversión | Eloi Noya |
| Oct | 2017 | NT | Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales | Alex Bardaji |
| Set | 2017 | NT | El proceso de fundraising: Como atraer inversores para tu Startup | Ramón Morera Asiain |
| Jun | 2017 | NT | Clases de ETF según su método de réplica de benchmarks y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez | Josep Bayarri Pitchot |
| May | 2017 | NT | Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días | L.B. De Quirós y J. Santacruz |
| Mar | 2017 | DT | Indicadores de coyuntura en un nuevo entorno económico | Ramon Alfonso |
| Ene | 2017 | NT | La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional | Álex Planay Miguel Lobón |
| Oct | 2016 | NT | Basilea III y los activos por impuestos diferidos | Santiago Beltrán |
| Sep | 2016 | DT | El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico | Ferran Lemus |
| Jul | 2016 | DT | MAB: Una alternativa de financiación en consolidación | Jordi Rovira |
| Jun | 2016 | NT | Brasil, un país de futuro incierto | Carlos Malamud |
| May | 2016 | DT | La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión | Eszter Wirth |
| Abr | 2016 | DT | Shadow Banking: Money markets' odd relationship with the law | David Ramos Muñoz |
| Mar | 2016 | DT | El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo | José M ^a Martín-Moreno |
| Feb | 2016 | NT | Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM | David Cano |
| Ene | 2016 | DT | 1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión | Pere Ventura Genescà |
| Nov | 2015 | DT | ¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales | Pablo Martínez Casas |
| Oct | 2015 | NT | Educación Financiera: ¿un verdadero estímulo para la economía? | Aleix Soler Carreras |
| Sep | 2015 | NT | Revitalizando el mercado de titulizaciones en Europa | Rosa Gómez Churruca Olga I. Cerqueira de Gouveia |
| Abr | 2015 | NT | Ganancias de competitividad y deflación en España | Miguel Cardoso Lecourtois |
| Ene | 2015 | DT | Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas | Josep M. Villarrúbia |
| Dic | 2014 | DT | China's debt problem: How worrisome and how to deal with it? | Alicia García y Le Xía |
| Nov | 2014 | NT | Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro? | Pilar de Torres |
| oct | 2014 | NT | El bitcoin y su posible impacto en los mercados | Guillem Cullerés |

| | | | | |
|------|------|----|--|--|
| sep | 2014 | NT | Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC | Enric Ollé |
| mar | 2014 | DT | Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa? | Celia de Anca |
| dic | 2013 | DT | Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción? | José María Raya |
| nov | 2013 | DT | El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución? | Xavier Combis |
| sept | 2013 | DT | CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC | Edmond Aragall |
| may | 2013 | DT | La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional | José María Raya |
| abr | 2013 | NT | Introducción al mercado de derivados sobre inflación | Raúl Gallardo |
| abr | 2013 | DT | Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades? | Alicia García Herrero |
| feb | 2013 | DT | Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado | Philipp Bagus |
| nov | 2012 | NT | Brent Blend, WTI... ¿Ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global? | José M. Domènech |
| oct | 2012 | L | Arquitectura financiera internacional y europea | Anton Gasol |
| sep | 2012 | DT | El papel de la inmigración en la economía española | Dirk Godenau |
| jun | 2012 | DT | Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF | José María Raya |
| abr | 2012 | NT | Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) | Ignacio Fernández |
| mar | 2012 | M | La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales | César Villazon Lina Salou |
| dic | 2011 | NT | La inversión socialmente responsable. Situación actual en España | M ^a Ángeles Fernández Izquierdo |
| dic | 2011 | NT | Relaciones de agencia e inversores internacionales | Aingeru Sorarrain Olga del Orden |
| oct | 2011 | NT | De la heterodoxia monetaria a la herodoxia fiscal | Sergi Martrat |
| jun | 2011 | DT | Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias | Rafael Hurtado |
| may | 2011 | NT | Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente | Ricard Climent |
| mar | 2011 | NT | Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles | Alejandro Scherk |
| dic | 2010 | NT | Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿cuándo utilizarlos? | Juan Mascareñas Marcelo Leporati |
| nov | 2010 | NT | Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino | M Belén Guercio |
| oct | 2010 | DT | Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática | Jordi Planagumà |
| jun | 2010 | DT | Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito | Antoni Vidiella |
| mar | 2010 | NT | La reforma de la regulación del sistema financiero internacional | Joaquín Pascual Cañero |
| feb | 2010 | NT | Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito | M Elisa Escolà Juan Carlos Giménez |
| feb | 2010 | NT | Diferencias internacionales de valoración de activos financieros | Margarita Torrent |
| ene | 2010 | DT | Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis | David Martínez Turégano |
| ene | 2010 | NT | La morosidad de bancos y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios | Margarita Torrent |
| nov | 2009 | DT | Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez | Raül Martínez Buixeda |

M: Monográfico

DT: Documento de Trabajo

NT: Nota Técnica

L: Libro