

A mais recente crise nos mercados financeiros dá-nos a possibilidade de reinserir os princípios éticos na teoria e prática neste sector. Se as finanças continuarem a operar sem a preocupação com a ética (sejam os mesmos actores deste sector ou a sociedade em geral), existirá sempre alguém que vai pagar caro por isso.

tancia de la enseñanza de la ética a sus alumnos. Si la mayoría de las instituciones sigue esta tendencia, estaríamos formando una buena masa crítica de “financistas éticos” para la próxima generación.

Comentarios finales

G. Orwell decía que “uno de los deberes mas urgentes del hombre inteligente de hoy es reformular lo obvio”. Las últimas crisis de los mercados financieros nos dan la posibilidad de reinsertar los principios éticos en la teoría y la práctica de este sector, algo “obvio” que últimamente parece olvidado.

Humanizar las finanzas requiere devolverle al hombre su dimensión social, su preocupación por los

demás. Requiere dejar en un sano equilibrio a la eficiencia, la equidad y la reciprocidad a través de la coexistencia del trinomio mercado-estado-sociedad civil. Se debe revalorizar la importancia de las virtudes civiles, ya que las finanzas no son éticamente neutrales. Este es el único camino para lograr un desarrollo económico, ambiental y por sobre todo humano, que sea sostenible en el tiempo.

En economía “no hay comidas gratuitas”. Si las finanzas siguen actuando sin preocupación por la ética siempre alguien (ya sea los mismos actores de este sector o la sociedad en general), terminará pagando un alto costo por ello. •

Bibliografía

Benedicto XVI, “Caritas in veritate”, Carta Encíclica, Roma, 2009.

Bruni, Luigino y Zamagni, Stefano, “Economía civil”, trad. Por Carlos Catroppi, Buenos Aires, 2007.

Ferullo, Hugo Daniel, “Luces y sombras del pensamiento económico moderno”, Tucumán, Mayo 2006, UNT, 1º Edición.

Ferullo, Hugo Daniel, “La complejidad social del pensamiento económico moderno -Ensayos-“, Tucumán, 2010, Editorial UNSTA.

Sen, Amartya, “El papel de la ética empresarial en el mundo contemporáneo”, discurso del Programa Internacional sobre Ética Empresarial, sesión Training for Trainers, 2009.

Stigler, George, “Ethics or Economics?” Tunner Lectures.

Zak, Paul and Knack, Stephen, “Trust and growth”, Claremont Graduate University - Center for Neuroeconomics Studies - World Bank - Development Research Group (DECRG), 1998.

Instrumentos financieros derivados y Responsabilidad

Cómo tratar éticamente con el riesgo financiero

Ética en las Finanzas, Premio Robin Cosgrove
Edición global
Segundo Premio

Introducción

Cada día tomamos decisiones que implican riesgos financieros y económicos. ¿Qué opción de inversión debería elegir? ¿Qué tipo de seguro de automóvil debería tomar? ¿Deberíamos ahorrar dinero o gastar lo que debería evitarse siempre que sea posible. Muchas de nuestras decisiones financieras que implican riesgos son tomadas de forma individual. En muchos de estos casos las consecuencias, por ejemplo las ganancias y las pérdidas, sólo afectan al mismo portador de riesgo. Pero como la crisis de las hipotecas *subprime* de 2007-8 lo ha demostrado, los riesgos financieros asumidos individualmente también pueden estar asociados con costos para otros actores que las del solo creador del riesgo - dentro y fuera del sistema financiero. Estos casos tienen una relevancia ética particular: La creación y la

dispersión de los riesgos financieros pueden afectar potencialmente tanto a los profesionales de las finanzas como a la sociedad en su conjunto.

Uno de los medios para la dispersión del riesgo son los derivados financieros. Los derivados son un tipo especial de contratos negociables. Como su nombre lo indica, su valor comercial se deriva históricamente del valor de otros activos, productos pero también acciones de las empresas, divisas, tipos de interés, etc. Los derivados financieros han sido a menudo implicados en varios debacles financieros como los escándalos del Banco Barings, Metallgesellschaft o la caída del LTCM, por ejemplo. Son especialmente conocidos por producir un efecto multiplicador. A través del negocio de derivados, una amplia y compleja gama de diferentes productos para la gestión del riesgo financiero ha sido creada. Sin embargo, su impacto en el nivel agregado del riesgo que la sociedad tiene que soportar no es claro. Este

Uma pergunta se impõe : qual o nível agregado de risco que é eticamente aceitável. E há que estar ciente do facto de que os riscos assumidos a nível individual podem levar à materialização de custos externos que podem reduzir drasticamente o bem-estar humano.

Os derivativos são instrumentos simultâneos para gestão, transferência e cobertura contra riscos causados por possíveis flutuações do valor de mercado do activo subjacente.

artículo pretende demostrar que los derivados financieros son una cuestión ética. Tenemos que preguntarnos qué nivel de riesgo es éticamente aceptable. Y tenemos que ser conscientes del hecho de que los riesgos asumidos a nivel individual pueden conducir a la materialización de los costos externos que pueden reducir drásticamente el bienestar humano. En este artículo, llevaré a cabo una investigación normativa de la toma de riesgos y presentaré tres pautas para tratar éticamente con el riesgo financiero.

¿Qué son los derivados financieros?

Cuatro formas principales de instrumentos derivados existen: los futuros, los *forwards*, las opciones y los *swaps*. Todos estos instrumentos se definen tradicionalmente como instrumentos que aseguran contra, o transfieren el riesgo. Uno de estos tipos básicos de derivados, el *forward*, por ejemplo, es un acuerdo entre dos partes para participar en una transacción financiera en un punto futuro (*forward*) en el tiempo. Un ejemplo de un *forward* podría ser un acuerdo donde un agricultor vende diez sacos de patatas a un comerciante, dentro de seis meses a partir de hoy, a un precio acordado hoy, por ejemplo 100 euros, lo que representa, supongamos por razones de simplicidad, el precio actual de mercado. Si el precio de mercado de los productos básicos -incluida la patata- aumenta durante los siguientes seis meses, el valor del contrato

se reduce, ya que su propietario, el agricultor, tendría que vender sus patatas a un precio inferior al precio de mercado. Si el precio de mercado de la patata disminuye durante los próximos seis meses, el valor del contrato del *forward* aumenta, ya que el *forward* especificaría un precio superior al precio de mercado y el agricultor podría obtener un beneficio a pesar del precio de mercado más bajo. Por lo tanto, los derivados son al mismo tiempo instrumentos de gestión, transferencia y cobertura contra riesgos provocados por las posibles fluctuaciones del valor de mercado del activo subyacente. En caso de que el precio de mercado de la patata disminuya, el productor puede vender sus diez sacos al precio acuerdo que a su vez es un precio más alto.

Los otros tres tipos básicos de derivados son similares al contrato a término que acabamos de describir, ya que proporcionan un medio de negociar el riesgo comercial: los contratos de *futuros* son *forwards* estandarizados lo que significa que pueden ser negociados en la bolsa. La estandarización hace más probable que las distintas partes puedan coincidir en el mercado de futuros, aumentando así la liquidez del mercado. Una *opción* le da al comprador la posibilidad -o el derecho- de ya sea comprar (*call option*) o vender (*put option*) el activo subyacente a un precio determinado, ya sea en la fecha de vencimiento o en un plazo determinado. Los *swaps*, que son instrumentos financieros más

FINANCE & THE COMMON GOOD/BIEN COMMUN



Nos últimos 30 anos, houve um crescimento substancial em derivativos financeiros.

Estes espalharam-se em forma, com novos contratos que estão a ser inventados constantemente.

recientes, son los acuerdos de intercambio (*swap*), pagos de intereses sobre los préstamos (a menudo un tipo de cambio flotante y un préstamo a tasa fija). Estos tipos básicos de derivados pueden ser combinados y recombinados como se puede ver en las construcciones financieras como los *swaptions* (una combinación de opciones y *swaps*) y opciones compuestas (opciones sobre opciones).

El inmenso crecimiento de los derivados financieros

Los derivados financieros basados en productos físicos tienen su origen en los mercados agrícolas, que abarca desde los limones hasta el petróleo. Se puede decir que tuvieron su origen hace 4000 años (Swan, 2000). Incluso hoy en día los instrumentos derivados basados en productos físicos siguen siendo mercados importantes y cruciales. Sin embargo, en los últimos treinta años hubo un crecimiento sustancial de los derivados financieros, basados por ejemplo en bonos del tesoro. Se han extendido en forma, con nuevos contratos siendo inventados constantemente. La invención de los instrumentos derivados ha permitido a los participantes en el mercado financiero global, que van desde corporaciones internacionales con sofisticadas operaciones financieras a familias con hipotecas, enfrentar mejor los riesgos - ya sea el riesgo de cambios en materias primas o precios de las acciones, los tipos de cambio, de tasa de interés o la liqui-

INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS Y RESPONSABILIDAD

dez del mercado. Desde la década de 1970 la gama de contratos de comercio de *futuros* y *opciones* en todo el mundo aumentó de un puñado a un volumen enorme y en constante crecimiento. Nuevas posibilidades de cobertura se abrieron a los que quieren reducir la incertidumbre económica que les rodea y les permite hacerlo a un precio determinado por el mercado, mientras que los que están mejor equipados y dispuestos a asumir ciertos riesgos han ampliado las oportunidades. Hoy en día el valor nominal del mercado de derivados se estima en más de 583 trillones de dólares (Bank for International Settlements: Semiannual OTC Derivatives Statistics at End-June 2010) - que asciende a unos 100.000 dólares en contratos de derivados por cada persona en el planeta. Este desarrollo espectacular pone de relieve la importancia de comprender los riesgos inherentes a los instrumentos derivados, así como sus efectos en la sociedad.

¿Por qué que son éticamente importantes?

Los economistas en los últimos años han dedicado una cantidad extraordinaria de tiempo y atención al estudio de los derivados financieros. Sin embargo, la sintomatología de la negociación de estos instrumentos demuestra ser más bien un problema ético y no sólo económico o matemático. El presente artículo tratará de ilustrar los problemas éticos planteados por los derivados financieros. El argumento central consistirá en

Hoje, o valor nominal do mercado de derivativos é estimado em mais de \$ 583 trilhões - no valor de cerca de \$ 100 000 em contratos de derivativos para cada pessoa no planeta.

A sintomatologia da negociação de derivativos revela-os como sendo bastante éticos, e não apenas como sendo um problema económico ou matemático.

que los derivados no se limitan a proporcionar un medio para el intercambio de riesgo financiero, pero de hecho, también pueden crear riesgos y futuras incertidumbres que podrían ser - en algunos casos - éticamente inaceptables. Desarrollaré este argumento, y sus implicaciones, de dos maneras. En primer lugar, voy a abordar la cuestión de por qué debemos y deberíamos preocuparnos por los instrumentos derivados. Mostraré que, desde una perspectiva social, la transformación y la dispersión del riesgo, causadas intencionalmente por la negociación de derivados, podrían plantear problemas puesto que los derivados han estado involucrados en la crisis financiera actual, así como en otras debacles financieras desastrosas. En segundo lugar, identificaré tres pautas que son necesarias cuando se trata con la gestión de riesgos financieros, especialmente con el comercio de derivados.

Hasta ahora, el examen indica que el negocio de los derivados beneficia probablemente a los operadores financieros. Los derivados permiten convertir el riesgo en un producto corriente y por lo tanto comprar, vender, reestructurar y ponerle un precio. Por lo tanto, los derivados cambian la forma como las empresas y los bancos gestionan su negocio y como toman decisiones sobre el riesgo. Además, los derivados son a menudo una alternativa más barata que invertir en el activo subyacente. Su importancia radica en un costo de transacción más bajo, así como en la posibilidad de arbitraje de precios.

El arbitraje de precios se refiere a la capacidad de negociar sobre las diferencias entre el precio del derivado y el precio del activo subyacente o entre los precios en diferentes mercados. Hasta este punto, nos hemos interesado por los derivados de una manera positiva, ya que sirven por lo menos a las funciones antes mencionadas. Pero este enfoque no parece ser suficiente. Para ello sigue siendo cuestionable si dichas operaciones benefician a la sociedad en su conjunto. Con el fin de ir más allá y entender por qué todo el mundo debería interesarse por los derivados (incluso quienes no son operadores financieros), parece importante separar los beneficios privados y sociales de los derivados financieros.

¿Beneficios privados y costos sociales?

Desde un punto de vista privado, no hay duda que los derivados proporcionan eficiencia y beneficio a los operadores financieros (la eficiencia por ejemplo a través de una intensa competición entre intermediarios produciendo mayor transparencia, liquidez y información sobre los precios. De hecho, no esta del todo claro que los instrumentos derivados benefician a los operadores. Ver: también: Stout, Lynn A.: Insurance or Gambling? In: Brookings Review 14, 1 (Winter 1996), pp. 40 ff.). Para los individuos, los derivados constituyen un valioso medio para hacer frente al riesgo. Podemos concluir que, en la esfera micro-ética (Steigleder, 2011), se hace hincapié únicamente en el hecho de que los



Os derivativos não são apenas um meio de troca de risco financeiro, mas na verdade também podem criar riscos e incertezas do futuro que pode ser eticamente inaceitáveis.

Parece importante separar os benefícios privados e sociais de derivativos financeiros.

A principal causa da crise que se espalhou por todo o globo foi a transformação e realocação do risco, onde o uso de derivativos desempenhou um papel importante.

derivados siempre tienen dos lados, uno largo y otro corto: los operadores individuales deciden qué posición tomar y que riesgo manejar. Una contraparte entra en el contrato para hacerse cargo del riesgo de la primera parte que no está dispuesta a asumir o viceversa. Ambas partes actúan en su propio nombre. Y, en todo momento, por cada ganador hay un perdedor. Para decirlo de otro modo, el comercio de derivados es un juego de suma cero: la ganancia de un operador de derivados es necesariamente compensada por la pérdida de otro. Si el comercio de derivados no tuviese costo alguno, las posiciones sólo se anularían entre sí. Los mercados de derivados moverían riqueza alrededor, pero no aumentarían ni disminuirían la riqueza total. Sin embargo, la negociación de derivados no es gratuita. Stout estima (de manera prudente) que los derivados están costando a los inversores, como grupo, decenas de miles de millones de dólares (Stout, 1996). Sin embargo, a priori, ambas partes experimentan un aumento de la eficiencia que resulta del hecho de que los derivados les permiten gestionar los riesgos que tendrían de otra manera que asumir. En este contexto, el análisis ético de las operaciones de derivados se centra exclusivamente en las obligaciones o deberes de las personas en la contratación financiera y la equidad en las transacciones de mercado, mientras que el comportamiento ético está constituido principalmente por la relación contractual en la que una parte se com-

promete a asumir ciertos deberes - a cambio por supuesto de algún tipo de compensación.

Desde una perspectiva social, dicho análisis no es tan simple como parece. Como el Fondo Monetario Internacional (FMI) lo reconoció ya en 1994, aunque los derivados pueden ser utilizados con eficacia para reducir el riesgo asumido por los agentes individuales, estos instrumentos no pueden reducir el riesgo general del sistema, sino que más bien pueden "sólo transformar y volver a asignar" el riesgo (IMF Survey, 1994). A primera vista, la transformación y re-distribución del riesgo no debería ser un problema. Sin embargo, si echamos un vistazo a la crisis financiera de 2007/08, una avalancha de pérdidas ha sido reportada por bancos, corporaciones, fondos, gobiernos estatales y locales. La principal causa de la crisis que se extendió por todo el mundo fue la transformación y reasignación del riesgo, en donde el uso de derivados desempeñado un papel muy importante. La proliferación de aún más formas de derivados se llevó a cabo con la participación no sólo de paquetes de activos, sino también de la fragmentación del riesgo en cada vez más pequeñas y discretas unidades. Los denominados RMBS (Mortgage-Backed Securities) y CMOS (collateralized mortgage obligations) fueron diseñados para montar grandes paquetes de préstamos y dividirlos en rebanadas de obligaciones que son vendidas como teniendo características diferentes de riesgo y de

Partindo de uma perspectiva sistémica, o risco transformado e transferido por indivíduos pode ameaçar toda a infra-estrutura financeira da economia - taxas de juros, taxas de hipoteca, o valor das pensões pessoais e corporativas.

As inovações nos derivativos possibilitaram a cobertura de risco, mas também tornaram possível o envolvimento em especulações altamente alavancadas.

retorno. Estos instrumentos fueron destinados para la dispersión del riesgo, de manera que este último no tendría que ser asumido por el prestamista que hizo el préstamo, sino que podría ser comercializado como un bono o una acción entre los diferentes inversores financieros. En el corazón de estos instrumentos se encuentra un análisis calculado del riesgo y un intento de dividirlo para que las partes asuman los riesgos que quieren y dejen a un lado a los que no quieren.

Los riesgos sistémicos y costos

Los riesgos con los que tratan los operadores financieros en el nivel micro-ético juegan un papel muy importante desde una perspectiva macro-ética. Los operadores individuales tratan de buscar seguridad a través de las calibraciones de riesgos que, se espera, reducen sus pérdidas o daños presuntos. Pero, si tienen éxito en la predicción del futuro desconocido (y aún incierto) y hacen ganancias espectaculares, también pueden hacer pérdidas espectaculares, como lo ilustran varias catástrofes financieras. Se puede pensar, por ejemplo, a la crisis de los bonos en 1994. Justo antes de dicha crisis, se documentó ampliamente que George Soros había perdido 600 millones de dólares especulando con derivados frente al yen. Cuando el mercado de bonos estalló, las preocupaciones surgieron puesto que muchos operadores financieros de derivados (principalmente los fondos de cobertura) sufrieron grandes pérdidas. Se sos-

pechaba que los operadores podrían comenzar a dejar de pagar sus préstamos bancarios y que podrían desatar una reacción en cadena afectando todo el sistema financiero. Desde una perspectiva sistémica, el riesgo transformado y transferido por los individuos puede poner en peligro toda la infraestructura financiera de la economía - las tasas de interés, las tasas hipotecarias, el valor de las pensiones personales y corporativas. El llamado riesgo sistémico también puede aumentar la posibilidad de que las grandes empresas quiebren. Como lo muestra la crisis financiera actual, incluso los bancos no pueden ser “demasiado grandes para quebrar” cuando se enfrentan a un riesgo sistémico. Como hemos visto en la crisis de 2007/08, el riesgo sistémico puede provocar un choque sistémico que afecta a un número considerable de instituciones financieras o mercados en un amplio sentido. El buen funcionamiento en general del sistema financiero podría verse afectado en el caso de un evento generando por ejemplo que los ahorros no puedan ser canalizados de manera eficiente en las inversiones y un crédito extremo de racionamiento en el sector real (*credit crunch* o restricción crediticia). Las posibles consecuencias de los riesgos sistémicos, como el aumento de la tasa de desempleo y con ello la pobreza y la indigencia, han estado en las noticias desde el comienzo de la última crisis financiera. Los riesgos sistémicos son amenazas para el sistema en su conjunto lo que significa que se dife-



Ocultar os riscos das transacções adicionais opacidade ao mercado e representa um risco invisível para o funcionamento do sistema financeiro se estes falharem.

Dependendo do futuro desconhecido, o risco associado a derivativos é, portanto, difícil de avaliar.

rencian de los riesgos que amenazan las empresas domesticas específicas, instituciones financieras o incluso los mercados. Estos riesgos pueden ser catastróficos para la economía.

Como el apalancamiento es un componente clave del riesgo sistémico, los instrumentos derivados pueden desempeñar un papel en ello. Las innovaciones en materia de derivados no solo han permitido cubrir el riesgo, sino que también han hecho posible dedicarse a la especulación altamente apalancadas. En el auge anterior a la crisis financiera 2007/08, el apalancamiento aumentó de forma masiva, junto con el suministro de derivados ilíquidos de alto riesgo (Crotty, 2008, pp 1-61, p. 47f).

Los derivados también tienden a fortalecer los vínculos entre los segmentos del mercado y las instituciones. Con esto, las interrupciones en un mercado son más propensas a desbordar y afectar a otros mercados lo que puede convertirse en un efecto dominó. Además de eso, los bancos tenían un fuerte incentivo para crear productos tan complejos que no se podían vender en el mercado oficial. El ochenta por ciento de los derivados se vende “bajo el mostrador” en operaciones extra-bursátiles privadas que carecen de transparencia (Crotty, 2008, p. 25).

Ocultar los riesgos que los operadores toman y dispersan, agrega opacidad en el mercado y supone un riesgo invisible para el funcionamiento del sistema financiero lo que debería conducir al fracaso de

los mismos operadores. Cuando el riesgo se materializa, no es posible evitar un colapso del sistema. Por lo tanto, tenemos que asumir la responsabilidad del mismo riesgo antes de que sea demasiado tarde - antes de que el riesgo se materialice.

Riesgo, lo desconocido desconocido

Se puede concluir que, en los mercados financieros, el riesgo se ha convertido en una mercancía que puede comprarse y venderse según un acuerdo mutuo y que parece ser aún más flexible que cualquier otro producto. Aquí, el término “riesgo” se refiere tanto a eventos posibles (negativos) a los que se pueden asignar probabilidades, como a aquellos (negativos) a los que no se pueden asignar probabilidades. Considerando que la primera definición mencionada describe el riesgo en un sentido estricto, la última definición corresponde a lo que llamamos la “incertidumbre”. Para un economista, el riesgo es un término técnico que significa variación en los resultados, posibilidades de ganancias y pérdidas. Considere la situación en la que se ofrece la opción de recibir un euro o lanzar una moneda y obtener dos euros si sale cara, y nada si sale cruz. Una probabilidad de 50 por ciento de recibir dos euros es, estadísticamente hablando, el equivalente de un euro. Lanzar la moneda es más riesgoso, sin embargo, debido a que dos euros o nada es un resultado más variable que un euro con certeza.

En el mundo financiero, muy

Se uma transacção de derivativos resultou num aumento do nível global de risco, pode esta situação afectar negativamente a actividade económica e acarretar custos para aqueles que não estão primeiramente envolvidos na transacção. Numa perspectiva ética, as operações com derivativos devem ser consideradas como situações sociais de risco uma vez que os riscos podem ter que ser suportados por indivíduos ou grupos que não criaram esse mesmo risco.

pocos problemas son similares a los problemas que plantea el lanzamiento de una moneda. Cuando se lanza una moneda, nos encontramos con probabilidades agudas y objetivas, por las cuales nuestras decisiones pueden ser guiadas. El típico lanzamiento de una moneda no es incierto, ya que sabemos con seguridad que la probabilidad de cualquiera de los casos es de 50 por ciento. Las decisiones financieras son a menudo influenciadas por condiciones mucho más complejas y matizadas. Con respecto a los derivados, se puede afirmar que su valor cambia con el tiempo y depende del comportamiento futuro de los productos básicos financieros (precios, tasas de interés, etc.) del que se derivan los productos derivados. Este comportamiento es, hoy por hoy, desconocido. En función de un futuro desconocido, el riesgo asociado con los derivados es mucho más difícil de evaluar. Al tratar con derivados, no podemos conocer los riesgos que enfrentamos, ni ahora ni en el futuro, pero debemos actuar como si lo hiciéramos, cuando llegamos a un acuerdo.

Riesgo y ética

El riesgo es inherente a todas las actividades de negocio sin importar el orden económico. La preocupación fundamental, por lo tanto, no es si el elemento de riesgo está presente en una actividad determinada (o si el riesgo crea oportunidades para la actividad económica, inversión y comercio que contribuyen a un buen

funcionamiento y productividad de la economía). Es más bien el impacto de una determinada operación en el nivel total de riesgo que la comunidad tiene que asumir. A nivel del operador financiero individual, el riesgo puede ser reducido o sigue siendo el mismo al ser transformado y transferido. Pero este no es el caso en el nivel sistémico. Si una transacción de derivados da como resultado un aumento del nivel total de riesgo, esto podría afectar negativamente la actividad económica y la carga de aquellos que no están principalmente involucrados en la transacción. Desde una perspectiva ética, las transacciones de derivados tienen que ser consideradas como situaciones sociales de riesgo es decir los riesgos que deben ser asumidos por los individuos o grupos que no han los creado. Por lo tanto, los derivados tienen externalidades sociales. Incluso si el daño o pérdida incurrida es sólo potencial, ya que las decisiones se toman en condiciones de incertidumbre, esto tiene sin embargo relevancia ética.

Los problemas éticos al tratar con el riesgo que surge cuando - en el caso de su materialización - aquellos que asumen el riesgo sufren una pérdida de bienestar que constituye una violación de sus derechos como la integridad física, el bienestar y el derecho a realizar sus proyectos. Una crisis del sistema financiero puede implicar una violación masiva de derechos, ya que no se asegura más la protección de los derechos de los agentes individuales. Debido a los

Uma crise financeira sistémica pode envolver uma enorme violação de direitos, uma vez que não existe mais a certeza de que os direitos dos agentes individuais estejam protegidos. Um bom funcionamento do mercado financeiro é, portanto, moralmente relevante, pois traduz-se num elemento indispensável para a protecção dos direitos.

efectos muy adversos de degradación que pueden manifestarse en los mercados financieros, las instituciones tanto gubernamentales como no gubernamentales, pueden ser privadas de condiciones necesarias para asegurar los bienes comunes y públicos. En general, no se paga realmente una compensación a los perjudicados. El proceso de realización de los pagos y la determinación de la indemnización correspondiente implicaría enormes costos de transacción. Además, es imposible a menudo identificar a quienes imponen el riesgo ya que se trata de riesgos acumulativos y multidimensionales. Un mercado financiero que funciona bien es entonces moralmente relevante, ya que es un elemento indispensable para la protección de los derechos. Con referencia a los derivados, tenemos que asegurarnos que hay ciertas situaciones negativas donde no hay que arriesgarse y deberían ser evitadas si es posible, incluso si la probabilidad de que se produzcan es baja. Se precisan consideraciones y análisis detallados, especialmente sobre el impacto de los derivados en el riesgo sistémico. Esto también es importante como la crisis financiera de 2007/08 puso de manifiesto la existencia de un déficit terrible en la gestión de riesgos. Los riesgos sistémicos causados por las innovaciones financieras fueron descuidados. Además de eso, los supuestos en las estimaciones y en los cálculos de riesgo han sido en muchos casos injustificados, ya que dieron la ilusión de ser capaces de hacer estimaciones fiables y cálculos

de probabilidad. Los problemas no siempre pueden remontar a los derivados como tal. Con frecuencia, los fracasos en última instancia se sitúan en la alta dirección, que no ve a través de operaciones complejas de derivados, lo que conduce a catástrofes financieras como lo ilustra el caso de Barings. Para hacer frente de manera responsable con el riesgo financiero, se necesita ser conscientes del hecho de que la creación y dispersión del riesgo es éticamente relevante, incluso antes de que ocurra una catástrofe financiera.

Tres pautas para enfrentar éticamente el riesgo financiero

El riesgo es un elemento absolutamente central de los instrumentos derivados, así como para el manejo de ellos. La razón por la cual necesitamos tener cuidado de los derivados radica en su capacidad de proporcionar herramientas para la gestión del riesgo, así como su poder para impulsar al individuo y - más importante - la dispersión del riesgo sistémico. El riesgo sistémico puede ser catastrófico para la economía, ya que puede conducir a un colapso del sistema y a la violación de los derechos humanos fundamentales. Por tanto, necesitamos pautas que ayuden a prevenir las crisis sistémicas proporcionando métodos preventivos - tanto en el nivel micro-ético como macro-ético: 1) Prevenir el riesgo sistémico; 2) Distinguir la generación de riesgo de la dispersión del riesgo de los instrumentos deri-

Precisamos de diretrizes que ajudem a prevenir crises sistêmicas com o fornecimento de métodos de precaução, tanto a nível micro- como macroético.

Ao integrar o conceito de prevenção de riscos sistêmicos na teoria e na prática, as calibrações e modelos de risco teriam de ser ajustados.

vados; 3) Transparencia a través de la supervisión.

Prevenir el riesgo sistémico

En primer lugar, necesitamos una visión macro-prudencial que debería centrarse en el sistema financiero en su conjunto y tratar de evitar y por lo menos reducir al mínimo todo el sistema de rescate en caso de necesidad. Tenemos que entender que el riesgo es creado de manera endógena y transportado a través del sistema. La vigilancia debe llevarse a cabo a nivel internacional ya que los agentes del mercado actúan a nivel global. En cuanto a los derivados se refiere, su impacto en el nivel de riesgo sistémico todavía no está claro. Se requiere investigación adicional por parte de los científicos, así como por parte de los actores de las finanzas y los profesionales con el fin de sacar a la luz cuales transacciones de derivados en el nivel micro-ético generan un riesgo acumulado para el buen funcionamiento de todo el sistema. Al integrar el concepto de prevención de riesgos sistémicos en la teoría y en la práctica, las calibraciones y modelos de riesgo serían ajustados.

Distinguir la generación de riesgo de la dispersión riesgo de los instrumentos derivados

En segundo lugar, necesitamos desarrollar métodos para distinguir la generación del riesgo de la dispersión del riesgo de los instrumentos derivados. Bajo la condición de ser cuidadosamente elegidos, tratar con derivados puede reducir el riesgo

inherente a los negocios, pero también hay operaciones que pueden proporcionar potentes mecanismos de apalancamiento para la creación de riesgo con una influencia negativa en la estabilidad económica. Un mayor riesgo puede ser creado por ejemplo, cuando cubrir alguno de ellos los inversores individuales acumulan más de algún otro riesgo. Además, los derivados también pueden ser generadores de riesgo cuando el riesgo involucrado en la transacción no se concentra entre los más capaces de soportarlo, sino entre los más dispuestos a tomarlo. Los operadores individuales y las instituciones pueden ser demasiado confiados al correr riesgos enormes poniendo en peligro el bienestar del sistema.

La segunda pauta se centra principalmente en la conexión de la esfera micro-ética y macro-ética. Con los derivados, los operadores financieros individuales pueden colocar un enorme volumen de apuestas en el movimiento de las variables del mercado. Especialmente las que involucran operaciones de derivados a venta corta (*short-selling*), permutas (*swaps*) de incumplimiento crediticio o especulación en los precios de los alimentos han sido a menudo catalogadas como generadoras de riesgo, desestabilizadoras de mercado y contribuyen a la reducción del bienestar. Además, a menudo se asume que el negocio de derivados es utilizado con fines especulativos pudiendo aumentar el riesgo asociado a las dos partes del contrato, al igual que los jugadores aumentan el riesgo

Considerando que as transações de derivativos cuidadosamente escolhidos podem reduzir o risco inerente, há operações que podem fornecer mecanismos poderosos de alavancagem para a criação de risco com uma influência negativa sobre a estabilidade econômica.

É necessária uma regulação institucional para se certificar de que quem transaciona só assume os riscos que é capaz de suportar.

Há um imperativo ético para reunir e partilhar informações, e estabelecer instituições reguladoras para monitorizar os riscos sistêmicos criados ou dispersos por instrumentos financeiros e para alertar os participantes do mercado da probabilidade de uma acumulação de riscos sistêmicos.

en sus apuestas. Hay evidencia empírica de que es probable que esto resulte en un aumento del riesgo de mercado, reducción de rendimientos para los inversores, distorsiones de precios y burbujas especulativas que disminuyen el bienestar social. En definitiva, se necesita más investigación sobre la estructura del riesgo de las diferentes formas de derivados y las preocupaciones fundamentales tienen que ser analizadas de cerca.

Aunque la segunda pauta trata en particular sobre el comportamiento de los participantes del mercado, parece poco realista para las partes individuales poder determinar, cuando negocian con derivados, cual estrategia podría generar riesgo y cual podría dispersar el riesgo, ya que sólo juegan un pequeño papel en el sistema global de riesgo. Por lo tanto, se necesita una regulación institucional para asegurarse que los operadores financieros sólo se hagan cargo de los riesgos que son capaces de asumir. Esto puede lograrse al exigir garantías adecuadas de riesgo, tales como depósitos de margen, en las bolsas, así como en lo más importante en los mercados extra-bursátiles u operaciones "bajo el tapete" (*Over-the-counter*).

Transparencia a través de la supervisión

En tercer lugar, debemos establecer la transparencia a través de la supervisión reguladora. En general, el autor de un contrato implicando instrumentos derivados no conoce

la identidad del propietario actual del contrato. Además, el regulador o la agencia estatal por lo general el banco central que está a cargo de la supervisión macro-prudencial, no lo sabe tampoco. Posteriormente, es imposible en este punto determinar si la actual distribución de los riesgos inherentes a los contratos de derivados estabiliza o desestabiliza el sistema y si los propietarios de los contratos están demasiado interconectados o son demasiado grandes para quebrar. Muy a menudo se argumenta que no existe una reglamentación para continuar con el uso de derivados ya que los operadores siempre encuentran una manera de evitar las normas regulatorias. Además, puede parecer cuestionable si las instituciones de regulación encargada de supervisar las operaciones y de prever el riesgo sistémico pueden realmente cumplir su tarea, ya que incluso los inversores institucionales y agencias de calificación crediticia no lo hicieron antes de la crisis de 2007/08. Es evidente que el riesgo sistémico no puede evitarse completamente, ni por los reguladores, ni por las autoridades del mercado financiero. Transparencia, experiencia y recursos son necesarios para analizar y determinar si los riesgos son éticamente aceptables o no. Sin embargo, esto no debe impedirnos de tratar de hacerlo. Hay un imperativo ético para reunir y compartir información y crear instituciones de regulación encargadas de vigilar los riesgos sistémicos creados o dispersados por los instrumentos

Integrando estas orientações em teoria e prática ajudaria os participantes do mercado a entenderem que o risco financeiro pode representar ameaças enormes para o bem-estar do sistema e para a sociedade como um todo.

financieros y de alertar a los actores del mercado, si una acumulación de riesgo sistémico pudiese ocurrir.

Conclusión

Los derivados pueden mejorar la asignación de riesgo, pero no hay garantía de que lo harán. Hay ciertos eventos negativos, como una crisis financiera o una catástrofe donde no hay que arriesgar y deberían ser evitados.

Hasta ahora, un análisis ético calificado de la aceptabilidad del riesgo agregado generado en los mercados financieros aún hace falta. Esta es probablemente una de las razones principales por las que tantos errores se han cometido en la gestión del riesgo financiero. Se requiere mayor investigación por parte de científicos, así como de profesionales de las finanzas y profesionales con el fin de averiguar que transacciones financieras a nivel micro-ético hacen

correr un riesgo acumulado para el buen funcionamiento del sistema en su conjunto.

Las pautas presentadas anteriormente (1. Prevenir el riesgo sistémico, 2. Distinguir la generación de riesgo de la dispersión del riesgo de los instrumentos derivados, 3. Transparencia a través de la supervisión) no pretenden ser completas. El objetivo era aclarar la importancia de las tareas y mostrar que se requieren soluciones con urgencia. Integrar estas pautas en la teoría y en la práctica ayudaría a los actores del mercado a entender que el riesgo financiero puede ser una amenaza masiva para el bienestar del sistema y de la sociedad en su conjunto. Asumir riesgos con responsabilidad es parte de un marco necesario para la promoción de la ética y la integridad en las finanzas. •

Bibliografía

Bank for International Settlements: Semiannual OTC Derivatives Statistics at End-June 2010. Amounts Outstanding of Over-the-Counter (OTC) Derivatives, http://www.bis.org/publ/otc_hy1011.pdf (28.03.10).

Crotty, James: Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'. Working Paper 2008-14. University of Massachusetts Amherst, August 2008.

IMF Survey, 21 February 1994: Banks And Derivatives Markets: A Challenge For Financial Policy.

Steigleder, Klaus: Ethics and Global Finance. Outline of a Macroethical Approach. In: Michael Boylan (ed.): The Morality and Global Justice Reader. Boulder, Co: Westview Press, 2011, p. 169-184.

Stout, Lynn A.: Insurance or Gambling? In: Brookings Review 14, 1 (Winter 1996), p. 41.

Swan, E.J.: Building the Global Market. The Hague: Kluwer Law, 2000.

Ética: una dieta para los mercados financieros altamente apalancados

Ética en las Finanzas, Premio Robin Cosgrove
Edición global
Primer Premio

“Los hombres a menudo, por debilidad de carácter, eligen el bien más cercano, aunque saben que es el de menor valor” - JS Mill, El utilitarismo

Jakub Kuriata
Analista de crédito
de instituciones
financieras en el
grupo de gestión de
riesgo, BNP Paribas
(Londres). Polonia



Nos últimos anos, a ênfase nas discussões relativas à ética e finanças foi uma consequência natural do investimento altamente alavancado e os riscos excessivos por parte dos bancos, que estavam entre as causas da crise financeira de 2007 - 2009.

En años recientes, el énfasis puesto en las discusiones relacionadas con la ética y las finanzas ha sido una consecuencia natural de la alta inversión apalancada y la toma excesiva de riesgos por los bancos, lo que se cuenta entre las causas de la crisis financiera de 2007 a 2009. El sentimiento predominante era que el sistema financiero estaba al borde del colapso y los posteriores esfuerzos de los bancos centrales, los reguladores financieros, los gobiernos y otros actores del mercado han estado centrados en el diseño de un nuevo marco para aumentar la estabilidad de los mercados financieros. Como Lehman indicó en 1988, los mecanismos de intermediación financiera crean “la mayoría de las cuestiones filosóficas interesantes sobre el capitalismo corporativo” en gran parte porque las instituciones financieras acumulan y manejan fondos particularmente grandes y requieren la

participación de intermediarios cada vez más sofisticados. En este contexto no es de extrañar que, entre la gran variedad de temas sobre ética financiera, la cuestión más urgente a tratar es la dimensión ética del reciente fracaso de los mercados financieros y en qué medida las teorías éticas pueden ser pertinentes en el diseño de los mercados financieros del mañana.

Comentarios preliminares

Uno de los principales problemas en la discusión sobre los fracasos de las finanzas contemporáneas es que los participantes no hablan la misma lengua. Nielsen (2010) pone de relieve que muchos economistas modernos “han separado el estudio de la economía, las formas evolutivas del capitalismo, y los problemas estructurales relacionados con la ética, como las “prácticas monopólicas “de los juicios éticos sobre estos temas”. Se convirtió en una regla y no una