



L a responsabilidad económica empresarial: una regulación ética para unos mercados financieros ordenados

Ética en las Finanzas, Premio Robin Cosgrove
Edición Global 2012-2013

Primer Premio *ex-aequo*

Rafael ARP Gomes
Portugal
Consultor en riesgo,
Accenture*, Londres



*Las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente representan la opinión de la entidad para la que trabaja.

“Lo que les estoy diciendo es que si he encontrado un fallo. No sé qué importancia o qué permanencia tiene, pero es algo que me ha angustiado mucho.”

Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal de EE.UU., 2008

El descubrimiento de la responsabilidad económica empresarial

Desde los años ochenta, hemos oído a menudo el siguiente mensaje: “La codicia es buena”. Dicho mensaje seguía la lógica de que la codicia conducía a mercados eficientes, lo que a su vez conducía al crecimiento económico¹. Sin embargo, en los últimos

¹ Célebre cita del personaje Gordon Gekko en la película Wall Street (1987), véase: <http://www.youtube.com/watch?v=ONXpaBQnBvE>.

años este mensaje ha perdido su encanto irónico. Desde el comienzo de la crisis financiera en 2007-2008, viene siendo cada vez más habitual oír que la codicia es “irresponsable”. En septiembre de 2008, el primer ministro británico afirmó ante las Naciones Unidas que el mundo había atravesado una “época de irresponsabilidad” en los mercados financieros (Brown, 2008) y, cinco meses después, el presidente estadounidense anunció una “nueva era de responsabilidad” al escribir lo siguiente:

“Esta crisis no es ni el resultado de un cambio normal en el ciclo de los negocios ni un accidente histórico. Hemos llegado a este punto como resultado de una era de profunda irresponsabilidad que inundó las instituciones tanto públicas como privadas, desde los despachos de algunas de nuestras compañías más impor-

RESPONSABILIDAD ECONÓMICA EMPRESARIAL





Valorizada no passado, a avareza é desde a crise financeira de 2007 considerada como uma conduta “irresponsável”.

Em 2009, Barack Obama declarou que tinha chegado o momento de entrar numa nova era de responsabilidades, que lançasse novas bases de crescimento. O texto que se segue apresenta uma teoria sobre as responsabilidades dos organismos financeiros em matéria de estabilidade económica e financeira.

tantes hasta la sede del poder en Washington D.C. Durante décadas, demasiados en Wall Street desdeñaron toda precaución y persiguieron los beneficios con ciego optimismo y escasa consideración de los graves riesgos... y con una consideración aún menor por el bien público. [...]

Ha llegado la hora de abrir paso a una nueva era: una era de responsabilidad en la que actuemos no solo para crear y preservar nuevos puestos de trabajo, sino también para sentar unas bases nuevas de crecimiento, sobre las que podamos renovar la promesa americana” (Obama, 2009).

Estos mensajes representan una desviación respecto al pensamiento convencional sobre la economía y las virtudes del interés propio, y este artículo tiene que ver con lo que en ellos se dice². En concreto, el artículo esboza una teoría sobre la responsabilidad de las compañías en la estabilidad económica y financiera. Tres polémicas recientes sugieren que operar eficientemente y según la letra de la ley no es suficiente para garantizar el progreso económico o para satisfacer a los actores y reguladores del mercado. El presente artículo se centra en los episodios siguientes: la tristemente famosa operación *Dr. Evil* (Dr. Maligno) de Citigroup, el protagonismo adquirido por los fondos soberanos de inversión y el deba-

² Quisiera dar las gracias a la Dra. Wendy Chapple y al Prof. Jeremy Moon, del Centro Internacional para la Responsabilidad Social Corporativa de la Escuela de Negocios de la Universidad de Nottingham, por su orientación y apoyo durante esta investigación.

te regulador posterior a la crisis crediticia. En cada uno de estos casos, se invocó la responsabilidad corporativa hacia el sistema financiero en su conjunto.

¿Más responsabilidad corporativa?

¿Cuál es la responsabilidad de las compañías en la consecución de mercados financieros ordenados? Según la teoría económica, los mercados se autorregulan, por lo que la pregunta sería superflua. La estabilidad es el resultado de la actividad normal en los negocios, apoyada por los reguladores. Por tanto, según las famosas palabras de Milton Friedman (1970), “la responsabilidad social en los negocios consiste en maximizar los beneficios”. La afirmación de Friedman era su respuesta al concepto de responsabilidad social corporativa (RSC) que sostiene que las firmas deberían asegurarse de tener un impacto positivo en la sociedad. Pero los teóricos de la RSC están de acuerdo con los economistas en lo que a los mercados se refiere. La literatura de la RSC distingue entre la responsabilidad *social* de las firmas (en ámbitos fuera del mercado) y su responsabilidad *económica*. En la teoría de la RSC, la “responsabilidad económica” consiste en la producción eficiente y legal de bienes, tal y como la entienden los economistas (Carroll, 1979, 1991; Mitchell, 1998; Schwartz y Carroll, 2003; Wartich y Cochran, 1985; Wood, 1991). Por tanto, si los episodios que vamos a analizar sugiriesen que se espera





Para além da sua responsabilidade social, as empresas financeiras devem garantir que têm uma responsabilidade económica, que consiste não só produzir bens de forma eficaz e em plena legalidade, mas também de forma a promover a estabilidade dos mercados financeiros.

Analisando várias controvérsias que dizem respeito à instabilidade financeira, conseguiremos um melhor entendimento de que constitui a responsabilidade económica das empresas. Começamos pelo Citigroup.

que las firmas financieras vayan más allá de la maximización competitiva y legal de beneficios al realizar sus negocios, esto representaría una desviación respecto del pensamiento convencional.

Como contribución a los nuevos planteamientos tras la crisis crediticia, este artículo analizará estas polémicas y propondrá el concepto de responsabilidad corporativa de mercado) (RCM) para explicarlas. Comencemos con Citigroup.

Operación “Dr. Evil”

El lunes 2 de agosto de 2004, a las 10:28 a.m., cuatro *traders* de la mesa europea de deuda pública de Citigroup activaron un programa de *software* propietario llamado *Dr. Evil* para vender grandes cantidades de títulos públicos de forma rápida. Veinte segundos más tarde, al no estar seguros de si las operaciones se habían realizado, enviaron otra orden de venta. A las 10:29 a.m., Citigroup había vendido 119 títulos públicos europeos diferentes por valor de €13 000 millones en once plataformas del mercado MTS de deuda pública con sede en Roma (Mercato dei Titoli di Stato). Esta cifra, que equivale aproximadamente al valor de los títulos públicos que se venden habitualmente en todo el mercado en un día, se alcanzó en solo un minuto. Tras reconfigurar su programa, los *traders* recompraron €4000 millones en títulos públicos, con lo que a las 11:25 a.m. habían conseguido un beneficio de €15 millones.

Aunque Citigroup no fue acusado de abuso de mercado —lo que es ilegal, la operación fue muy polémica. Al mismo tiempo, provocó “la ira de la banca” (*The Daily Telegraph*, 2004a) y “desató una ola de mala voluntad en los mercados de deuda pública”, según *The Daily Telegraph* (*The Daily Telegraph*, 2004b). El MTS impuso límites de emergencia al *trading* en todo el mercado (*Financial Times*, 2004b). Durante la operación, “se desató el pánico” entre los rivales de Citigroup —principalmente bancos de inversiones—, que se vieron sobrepasados por sus dimensiones y rapidez, por lo que algunos se retiraron del mercado durante tres días. La prensa financiera informó sobre la opinión generalizada de que Citigroup había roto un “pacto entre caballeros”. Sin embargo, nadie dijo claramente en qué consistía dicho pacto y cuál era su objetivo.

Cuando, en junio de 2005, la Financial Services Authority británica emitió su fallo sobre la transacción, impuso una multa de £14 millones, la mayor hasta la fecha. El banco no había violado ninguna ley, pero la FSA sostuvo que “llevó a cabo su estrategia de *trading* sin la debida consideración de los riesgos y consecuencias probables de su acción para la operación eficiente y ordenada de la plataforma MTS” (Financial Services Authority, 2005b). Así que cabe preguntarse si el mantenimiento del orden en el mercado era responsabilidad de Citigroup.

RESPONSABILIDAD ECONÓMICA EMPRESARIAL





No dia 2 de Agosto de 2004, quatro operadores do Citigroup activaram um programa informático para vender muito rapidamente um grande número de obrigações: mais de 9 mil milhões de euros [13 mil milhões de dólares] em poucos minutos.

A operação foi muito controversa e desencadeou a cólera de banqueiros, que acusaram o Citigroup de ter violado um “acordo de cavalheiros”.

A Financial Services Authority [Autoridade dos Serviços Financeiros] britânica estimou que o Citigroup tenha posto em prática uma estratégia de negociação sem levar em conta os riscos e as consequências para a estabilidade do mercado.

Caballeros y mercado

La idea de la ruptura de un pacto entre caballeros surgió dos días después de la operación, cuando la columna “Lex” del *Financial Times* se preguntó: “¿Ha sido inteligente Citigroup al vender de forma tan audaz €11 000 millones [sic.] de títulos públicos de la eurozona en dos minutos, o ha traspasado los límites del *trading* limpio?” (*Financial Times*, 2004a). Junto a esta columna aparecían las declaraciones de Citigroup, en las que se afirmaba que “los pactos entre caballeros no son un medio sensato de gestionar los riesgos” (*ib.*), pero no se arrojaba luz sobre lo que era dicho pacto entre caballeros o “los límites del *trading* limpio”. *The Wall Street Journal* citó las declaraciones de algunos *traders* que calificaban la operación de “astuta, por no decir algo indecorosa”, y se refería a la adopción de medidas por parte del MTS para detener “este tipo de comportamientos” (*The Wall Street Journal*, 2004b), pero sin especificar en qué consistía dicho “tipo” ni el motivo por el que la operación era “indecorosa”. *The Daily Telegraph* informó de que los *traders* rivales decían haberse sentido “protegidos por un ‘pacto entre caballeros’”, pero no desarrolló en qué consistía dicho pacto (*The Wall Street Journal*, 2004b). La columna “Notebook” de *The Guardian* consideraba lo siguiente: “Por supuesto, Citigroup no ha cometido ninguna ilegalidad en este caso. De forma legítima, cumplió con las instrucciones que recibió de contrapartes dispuestas a realizar las

operaciones, todas ellas entidades financieras maduras, acostumbradas a las transacciones de gran volumen” (*The Guardian*, 2004a). Ninguno de los periódicos estadounidenses o británicos que se refirieron a una conducta indecorosa especificó qué principios se habían infringido.

La siguiente reacción de un profesional de la banca ilustra el problema: “Lo que hicieron fue realmente hábil. No hicieron nada incorrecto, solo acorralaron al mercado. Ahora, le diré una cosa: \$25 millones no parece mucha ganancia cuando se tiene al mundo entero en contra” (*The Daily Telegraph*, 2004c). No obstante, si Citigroup había sido hábil y no había hecho nada incorrecto, ¿por qué el mundo se había puesto en su contra?

Defensa del interés de los mercados

Aproximadamente cinco semanas después de la operación, cuando el MTS levantó las restricciones temporales sobre el *trading*, los periódicos publicaron una circular filtrada de Tom Maheras, director de Mercados Mundiales de Capital de Citigroup, en la que se afirmaba lo siguiente:

- “Citigroup está comprometida con los más altos valores en sus prácticas de negocios. En este caso, no hemos cumplido con nuestros principios y, en consecuencia, lamentamos haber realizado la transacción. Desafortunadamente, no consideramos adecuadamente su





Os diferentes jornais económicos tiveram muita dificuldade em explicar como tinham sido ultrapassados os limites da legalidade das transações comerciais efectuadas.

Para alguns, o Citigroup jogou habilmente, sem cometer qualquer delito. Algumas semanas mais tarde, uma nota do Citigroup estipulava que o banco devia futuramente considerar na totalidade o impacto das suas acções sobre os clientes e os mercados, demonstrando bom senso.

Esta nota foi globalmente interpretada como sendo uma tentativa de acalmar os reguladores e os clientes envolvidos. Uma segunda nota do banco, divulgada em Janeiro de 2004, revelou que a instituição tinha fixado desde início como objectivo a desestabilização dos mercados. Tratava-se de prejudicar deliberadamente os concorrentes e reduzindo a atractividade dos mercados europeus.

impacto en nuestros clientes, en otros participantes del mercado y en nuestros reguladores.”

• “Debemos asegurarnos de que, hagamos lo que hagamos, consideremos exhaustivamente el impacto de nuestras acciones en nuestros clientes y en los mercados. **Debemos demostrar buen juicio, conocer bien nuestros mercados y a nuestros clientes, y actuar en defensa de sus intereses**” (recopilado de *Financial Times*, 2004d y 2004e, *The Times*, 2004b y 2004c, *The Daily Telegraph*, 2004d, *The New York Times*, 2004, destacado en negrita añadido).

Esta circular —y en especial, la referencia a actuar en defensa del interés de los mercados— se interpretó como un intento de aplacar a los reguladores y clientes. Los medios de comunicación calificaron la circular —que se había enviado a los 40 000 empleados de Citigroup, pero no a sus clientes— de “increíble” (*Financial Times*, 2004d), “humillante” (*The Daily Telegraph*, 2004d) y de “disculpa sin precedentes” (*The Times*, 2004b). *The New York Times* la definió como “un indicador de que el banco se está tomando la investigación y las quejas seriamente”, y estableció un paralelismo entre el lenguaje de Marehas y el utilizado por la FSA: “Cuando se anunció la investigación, el regulador dijo que los participantes en los mercados deberían ‘considerar las posibles consecuencias de sus estrategias de trading en el mercado concernido’” (*The New York Times*, 2004).

Una segunda circular, filtrada a

finales de enero de 2005, revelaba que la intención inicial del banco era desestabilizar los mercados. Dicha revelación dañó significativamente la posición de Citigroup. Sus objetivos incluían el imponer costes a los competidores, disminuir el atractivo de los futuros de deuda pública alemana, estimular el “*copycat trading*”³, “acabar con los pequeños agentes” y “acercar el modelo del mercado de deuda pública europeo al estadounidense” (circular reproducida en *Financial Times*, 2005a). Esta circular fue calificada por la columna “Lex” del *Financial Times* —que había apoyado inicialmente a Citigroup— de “terriblemente embarazosa” (*Financial Times*, 2005b), y anuló los anteriores esfuerzos de Maheras ante la opinión pública. Varias investigaciones europeas dirigidas por la FSA (Gans, 2006) terminaron con la imposición de multas por parte de Reino Unido y Portugal. El regulador de Portugal utilizó una interesante floritura lingüística para describir la operación de Citigroup: “Violaciones repetidas del deber de defender el mercado” (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2006). La inferencia estaba clara: los mercados no se defienden a sí mismos.

En los detallados análisis de la FSA sobre la operación *Dr. Evil* y sus consecuencias se esbozaba una gama de medidas —relacionadas con

³ Nota el traductor: El *copycat trading* consiste en transacciones similares ejecutadas por *traders* experimentados mediante el seguimiento de sus estrategias a través de una plataforma en línea.





A FSA apresentou um conjunto de medidas que visavam garantir a responsabilidade, a competência e a diligência, que o Citigroup teria de adoptar. A FSA estimou que o impacto sobre o mercado em sentido lato era um dos principais problemas da regulação.

Os fundos soberanos, financiados pelos governos e essencialmente situados na Ásia e no Médio Oriente, existem desde os anos 50. Estas entidades sempre adoptaram um perfil discreto até 2007, ano em que foram citadas milhares de vezes e foi tornado público o crescimento da sua força. Esses fundos detinham o poder de desestabilizar os mercados financeiros devido à grande dimensão que atingiram e à opacidade da sua governação.

el ejercicio de la precaución, competencia y diligencia debidas— que Citigroup debería haber adoptado para “considerar el impacto que probablemente tendría la operación” (Financial Services Authority, 2005a). La FSA concluía que este impacto en el mercado en su conjunto era “la cuestión que más preocupaba a los reguladores”. Lo anterior constituye un argumento poco habitual: se esperaba implícitamente que los bancos regulasen su propia conducta, no solo en aras de la transparencia y de su propio interés, sino también de la confianza y la estabilidad en los mercados⁴.

Volveremos sobre esta responsabilidad corporativa más adelante, tras hablar de un episodio de mayor amplitud.

Códigos de conducta para el capitalismo

Durante los años anteriores a la crisis crediticia, los fondos soberanos de inversión (FSI), denominados de formas muy diversas —“nuevos brókeres del poder mundial” (McKinsey, 2007), “langostas gigantes” (*The Daily Telegraph*, 2008), “fuerza de estabilidad” (*Financial Times*, 2008)— estuvieron sometidos a más escrutinio que casi ningún otro de los actores del mercado financiero. Estos vehículos de inversión estatal —principalmente de Asia y de Oriente Próximo— han existido desde los años cincuenta, pero pasa-

⁴ Véase también lo escrito por Beunza, Hardie y MacKenzie (2006) sobre la sociología de los mercados de deuda pública.

ron desapercibidos durante décadas. Según los datos del Google News Archive de junio de 2008, los fondos soberanos se habían mencionado solo en dos noticias en los nueve años comprendidos entre 1998 y 2006: una vez en 2004 y otra en 2006. Más tarde, y solo en el año 2007, se hizo mención a ellos más de 1400 veces, cifra que aumentó al año siguiente. Estos fondos adquirieron una rápida, aunque controvertida, notoriedad pública cuando durante la primera década del presente siglo se diversificaron para alejarse de los mercados de deuda pública de bajo rendimiento y comenzaron a invertir en compañías destacadas y en bienes raíces occidentales.

La polémica que rodeó a los FSI constituye una problemática interesante porque, en principio, no existían motivos claros para ella: no había mala praxis por su parte, ni pruebas de que esta fuera a darse de forma inminente. A algunos políticos, situados en posiciones proteccionistas, les preocupaba que poderosos inversores extranjeros accediesen a su economía⁵. Sin embargo, la cuestión más preocupante era que los FSI pudiesen desestabilizar los mercados financieros debido a su gran tamaño y a la opacidad de su gobernanza corporativa, a pesar de que todas las pruebas apuntaban

⁵ Sin embargo, no existían demasiados motivos para «proteger» a los sectores económicos nacionales ante los FSI durante la crisis crediticia. Por el contrario, el capital de los FSI ayudó a salvar a muchas compañías con necesidad de crédito, como los bancos de inversiones.





A partir de 2007, os responsáveis governamentais refizeram a sua política em relação aos investidores estrangeiros, à imagem do que fizeram Angela Merkel e Nicolas Sarkozy. A posição americana sobre os fundos soberanos foi igualmente explicitada.

Mas os fundos soberanos contavam com numerosos defensores, como Alastair Darling em Inglaterra ou Emma Bonino em Itália. Existia um risco de hostilidade política contra estes fundos, e a resposta dos defensores dos fundos foi de tentar influenciar o comportamento discricionário que eles assumiam.

a que eran compañías que maximizaban los beneficios y que cumplían estrictamente la ley. La respuesta final de los gobiernos ante los fondos consistió en exigirles la adopción voluntaria de códigos de conducta, con lo cual se sentaron las bases de una ética de actuación responsable en los mercados.

Los primeros signos de la polémica surgieron cuando los políticos revisaron su política sobre los inversores extranjeros. En julio de 2007, la canciller alemana, Angela Merkel, describió a los FSI como “una situación conflictiva completamente nueva a la que había que responder de forma adecuada” (Bloomberg, 2007); tras lo cual Alemania creó una nueva agencia según el modelo del Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) para examinar las inversiones extranjeras. El presidente francés, Nicolás Sarkozy, afirmó: “Hemos decidido no dejarnos traicionar por fondos especulativos ni por actitudes poco escrupulosas que no cumplen con los criterios de transparencia que se tiene derecho a esperar en un mundo civilizado” (*The Guardian*, 2007a). “Y todo esto — según escribía un columnista de *Bloomberg* en julio de 2007— está sucediendo sin que ninguno [de los FSI] haya hecho ninguna oferta [inversión digna de atención] últimamente”.

A su vez, y según *The Times*, “la posición de EE.UU. sobre los fondos soberanos quedó clara [...] en un discurso [pronunciado por un cargo del Tesoro en junio de 2007] que pasó totalmente inadvertido”:

“Identificar el ‘impacto potencial en la estabilidad de los mercados financieros’, [el cargo] dijo esto porque se conocía muy poco sobre las políticas de inversión de los fondos: los comentarios menores y los rumores podían producir volatilidad. ‘Es difícil descartar totalmente la posibilidad de una gestión de riesgos imprevista e imprudente de mayores consecuencias’, dijo [...]” (*The Times*, 2007).

La controversia genera acuerdos

Sin embargo, los FSI también tenían defensores. Los bancos estadounidenses y varios economistas (*The Wall Street Journal*, 2008) presionaron al gobierno para “limitar la revisión [de sus políticas] lo suficiente como para promover las inversiones extranjeras” (*The Wall Street Journal*, 2008). En Europa, el ministro británico de Hacienda, Alastair Darling, sostenía que había que resistirse a “los llamamientos a adoptar un planteamiento común en la UE para la aprobación de las adquisiciones de empresas por parte de inversores estatales extranjeros” (*Financial Times*, 2007). La ministra italiana de Comercio Internacional, Emma Bonino, adoptó una postura similar al decir lo siguiente respecto a Alitalia, la aerolínea nacional italiana: “No me importa quién la compre, los chinos o los esquimales, siempre que la reforme por completo” (*ib.*).

A lo largo del periodo 2007-2008, ambas facciones reconocieron que existía el riesgo de una reacción

RESPONSABILIDAD ECONÓMICA EMPRESARIAL





Os primeiros esboços de compromisso surgiram em 2008 com a elaboração de códigos de conduta para os fundos soberanos, em lugar de acordos juridicamente vinculativos.

Teriam de adoptar uma ética de transparência e de prudência. Foi finalmente possível obter um consenso mundial envolvendo os EUA, a União Europeia e o FMI. Estes acordos deram origem em 2008 aos princípios de Santiago.

Os fundos soberanos devem investir tendo em consideração os riscos de destabilização financeira. A adopção destes códigos marcou uma mudança de fase. Hoje, a ideia de que os fundos soberanos podem constituir uma ameaça para a economia mundial está ultrapassada, embora devam adoptar outros comportamentos éticos de boa governação, de gestão dos riscos e de probidade comercial.

política violenta contra los FSI, y el debate pasó a concentrarse en la conducta discrecional de estos. El comisario europeo de Asuntos Económicos, Joaquín Almunia, dijo de los FSI ofrecían “inversiones útiles” y añadió que estos debían “reconocer que su creciente peso en los mercados financieros mundiales conllevaba responsabilidades” (British Broadcasting Corporation, 2008).

En 2008 aparecieron los primeros esbozos de acuerdo. Podría haberse esperado que los gobiernos trabajasen en políticas oficiales recíprocas, por ejemplo, en el establecimiento de cuotas sobre el dinero que los inversores extranjeros pudiesen invertir en determinados sectores económicos o sobre la influencia que pudiesen ejercer en las compañías en las que invirtiesen. En cambio, se centraron en desarrollar códigos de conducta con los FSI. Desde su punto de vista era más importante —y quizás más barato o más eficaz— asegurarse de que los fondos soberanos aprendiesen una buena conducta de mercado que el que se alcanzasen acuerdos legales vinculantes. De este modo, se pidió a los FSI que adoptasen una ética de transparencia y prudencia como modo para regular la estabilidad de los mercados.

A partir de la primavera de 2008, un año después de que se desatase la polémica, los EE. UU., la UE y el FMI actuaron de forma más o menos coordinada. El Tesoro de Estados Unidos acordó el primer código de conducta trilateral para los FSI con los gobiernos de Singapur y Abu Dabi (US Treasury, 2008). Este código se elaboró como contribución a las ini-

ciativas multilaterales emprendidas por el FMI. El Consejo de Ministros de la UE, que representa a los gobiernos nacionales a nivel europeo, acordó adoptar una postura común ante los FSI y canalizar su contribución al FMI (European Commission 2008a y 2008b). Estos esfuerzos culminaron en una iniciativa pública/privada dirigida por el FMI, que estableció los Principios de Santiago:

“Los participantes acordaron que los FSI invirtieran sobre la base del riesgo económico y financiero y de las consideraciones de rentabilidad [...] [y establecieron] un conjunto común de **principios voluntarios para los FSI**, basado en el cuerpo existente de principios y prácticas, **para ayudar a mantener el libre flujo de las inversiones transfronterizas y la apertura y estabilidad de los sistemas financieros**” (International Monetary Fund, 2008a).

Un editorial de *The Guardian* se refirió a los códigos como “manuales de usuario” (*The Guardian*, 2007b) que ayudarían a los FSI a participar de forma constructiva en los mercados. Los escépticos, como la Kuwait Investment Authority (en un principio) y el senador estadounidense Evan Bayh, se refirieron a ellos despectivamente como “buenas prácticas” (*The Guardian*, 2008, *The Wall Street Journal*, 2008a). La adopción de estos códigos supuso un cambio radical. A medida que los FSI “aprendían” a tener una buena conducta de mercado mediante la adopción de protocolos de gestión responsables, su percepción por parte de la opinión pública maduró.





A fazer fé numa história curiosa que refere uma conversa entre o presidente do JP Morgan, Jamie Dimon, e a sua filha, as crises financeiras ocorriam com uma periodicidade de 5 a 7 anos, não havendo por isso qualquer motivo para surpresas.

Como é que um grande banco negligencia a responsabilidade e a diligência na análise dos riscos? Potencialmente porque conta com o apoio do Estado para intervir e avançar com financiamento se ocorrer uma crise. Este comportamento denomina-se de “risco moral”.

A governação interna dos bancos é colocada em causa, assim como as práticas contabilísticas que contornam as exigências regulamentares em vez de procurarem dar-lhes resposta.

Soluciones gracias a la responsabilidad

En noviembre de 2009, el FMI, adalid de la liberalización mundial durante cincuenta años, animó al gobierno de Angola a que estableciese su propio fondo de gestión de reservas extranjeras (IMF, 2009). Hoy día, la idea de que los FSI pudieran suponer una amenaza para la economía mundial está tan pasada de moda que resulta casi pintoresca.

En los Principios de Santiago queda patente la idea de que los FSI deben hacer algo más que perseguir objetivos comerciales y cumplir las normas. Si se desea preservar un sistema financiero eficaz, los FSI deberán adoptar unos principios éticos de gobernanza sensata, gestión del riesgo y corrección comercial. Antes de desarrollar estos principios éticos, haré algunas reflexiones sobre los nuevos planteamientos de regulación que han seguido a la crisis crediticia.

“Papá, ¿qué es una crisis financiera?”

En su declaración ante la Financical Crisis Inquiry Commission (FCIC) de EE.UU. el 13 de enero de 2010, Jamie Dimon —presidente de JP Morgan— contó dos anécdotas que ofrecen una curiosa yuxtaposición⁶. La primera anécdota es la siguiente:

- “Mi hija me llamó desde el colegio y me dijo: ‘Papá, ¿qué es una

⁶ FCIC, 2010, minutos del vídeo 02:34:00 y 01:53:00.

crisis financiera?’. Yo, sin tratar de ser gracioso, le contesté: ‘Es algo que sucede cada cinco o siete años’. Y ella repuso: ‘Entonces, ¿de qué se extraña todo el mundo...?’. Así que no... no debería extrañarnos”.

La segunda anécdota la contó una hora antes:

- “En cierto modo, el error más grave que cometimos [en JP Morgan] en la evaluación del riesgo hipotecario fue que nos olvidamos de que los precios de la vivienda no suben indefinidamente”.

Bryan Moynihan, director del Bank of America, dijo ante la FCIC que su banco había cometido el mismo error; y Lloyd Blankfein reconoció que, en Goldman Sachs, las pruebas de estrés eran extremadamente deficientes (FCIC, 2010, minuto 01:56:00). Estos bancos habían olvidado de forma ostensible la posibilidad de que los precios de la vivienda cayesen, a pesar de que el Banco de Pagos Internacionales (BPI) —que supervisa la coordinación de la política bancaria internacional— alertó en sus Informes Anuales de los años 2003, 2004, 2005, 2006 y 2007 del alto riesgo de que se produjese una bajada de los precios de la vivienda (ver capítulo VII de cada informe). Sin embargo, según Dimon, JP Morgan estaba preparada para “casi todo lo demás” (FCIC, 2010, minuto 01:53:00).

Si el presidente de un banco puede bromear sobre que las crisis suceden cada cinco o siete años, ¿cómo puede su banco “olvidar que los pre-



As empresas financeiras estão doravante confrontadas com uma reestruturação regulamentar duradoura. Segundo a FSA, esta regulamentação bancária, bem como a supervisão, devem radicar numa abordagem sistémica.

No debate pós-crise importa salientar duas responsabilidades essenciais: a cumprimento responsável da regulamentação que constitui o ponto de partida, e a competência ética. As direcções dos bancos devem incentivar os seus trabalhadores a desenvolverem técnicas inovadoras de vigilância e de controlo.

cios de la vivienda no suben indefinidamente”? La respuesta es que la entidad podría no haber ejercido la competencia, precaución y diligencia debidas al analizar los riesgos (lo que contravendría los Principios de Conducta en los Mercados de la FSA). También podría haber percibido la garantía implícita de que el Estado la financiaría en caso de crisis, para evitar el desmoronamiento del sistema. En economía, esto se conoce como “riesgo moral”, el cual consiste en la disposición excesiva a asumir riesgos cuando gran parte de las consecuencias van a recaer sobre otros⁷.

Ya fuese por falta de la debida precaución o por la influencia de riesgo moral, los bancos se embarcaron en una amplia gama de actividades legales, aunque controvertidas. Su gobernanza corporativa no consiguió incorporar voces críticas a las juntas directivas (UK Treasury, 2009, pp. 91-92) e hizo demasiado hincapié en modelos matemáticos que no se comprendían y que fracasaron en la diversificación del riesgo (Financial Services Authority, 2009d). Las prácticas de contabilidad innovadoras se utilizaron más para eludir los requisitos reguladores que para cumplirlos (Securities and Exchange Commission, 2009b, 2009c y 2009e). La pobre estructura de la remuneración promovió una asunción excesiva de riesgos (Turner & Financial Services Authority, 2009). En los mercados

⁷ Curiosamente, se habla poco sobre el «riesgo moral» como cuestión moral; por ejemplo, véase Pauly (1968, p. 531), cf. Dembe y Boden (2000).

de capital, la práctica de la venta en descubierto (consistente en apostar por la caída del valor del producto financiero) creó una gran inestabilidad y condujo a prohibiciones temporales en Europa (ver International Organization of Securities Commissions, 2008; Securities and Exchange Commission, 2009e; UK Treasury, 2009a). La banca minorista ofreció las denominadas “hipotecas bomba” a compradores de vivienda demasiado ambiciosos, a menudo de forma agresiva o con engaños (UK Treasury, 2009a)⁸.

Cumplimiento normativo responsable

Las compañías financieras afrontan ahora un replanteamiento regulador duradero. Antes de la crisis, los reguladores suponían que la regulación de las entidades individuales mitigaría los riesgos generalizados. La interdependencia no era una prioridad en sus agendas. Para la FSA, la razón principal por la que los reguladores no afrontaron de forma adecuada las cuestiones que condujeron a la crisis es la siguiente: “La realidad de un exceso de riesgo a veces solo puede detectarse a nivel sistémico”, escribía (Financial Services Autho-

⁸ Este texto no pretende atribuir toda la culpa de la crisis a los bancos. Sin embargo, me interesa subrayar que se espera que los bancos controlen ciertas actividades legales cuando estas amenazan la estabilidad de los mercados. Los ejemplos anteriores sirven para ilustrar esta idea. (N.B. Una «hipoteca bomba» es aquella con reembolsos a un tipo de interés muy bajo, pero obligatorio que, en consecuencia, aumentan desproporcionadamente).



A competência ética de cada pessoa é, evidentemente, primordial: a apreciação humana e responsável deve prevalecer. Constitui muitas vezes um imperativo ético reconhecer que se é capaz ou não de executar uma dada missão. A honestidade e a competência estão, pois, estreitamente ligadas.

ity, 2009d, p. 80)⁹. En concreto, el regulador británico escribió que el futuro de la regulación y la supervisión bancarias necesitaba basarse en un planteamiento sistémico (Financial Services Authority, 2009d, p. 52). Una de las facetas de esta nueva regulación se centra en la protección de los mercados financieros por parte de las compañías.

Me gustaría destacar dos importantes responsabilidades corporativas del debate posterior a la crisis crediticia: las de cumplimiento normativo responsable y competencia ética. A pesar de lo específica o prescriptiva que pueda ser una regulación, siempre requerirá una interpretación discrecional y responsable¹⁰. Las autoridades de Reino Unido, que favorecen una regulación basada en principios, han hecho hincapié en este punto: “La Prudential Regulation Authority espera que las firmas no se limiten a cumplir la letra de estos requisitos, sino que también consideren el principio supremo de seguridad y sensatez”, escribía el Banco de Inglaterra (2012) sobre la sucesora de la FSA. Quizá resulte sorprendente que la Securities and Exchange Commission, que regula mediante reglas, también concluyese así una de sus declaraciones sobre “Control Legal de Valores”:

⁹ Un riesgo sistémico es aquel que amenaza al sistema financiero en su totalidad o a una de sus partes esenciales (FSA6); por ejemplo, la caída de una entidad que ocasiona graves pérdidas a otras (FMI, 2010).

¹⁰ En ciertos casos, cuanto más específica es una ley, más interpretación requiere para su aplicación idiosincrásica.

“[...] debemos promover un estilo y una cultura [...] en los que limitarse al mero cumplimiento de la ley no constituya la meta más alta a la que aspirar, sino solo la base de la que partir. El sector de los valores en su conjunto debe adoptar esta cultura del cumplimiento normativo y [convertirse en] un gestor responsable de los activos que se le han confiado” (Securities and Exchange Commission, 2009d, p.14-15).

El cumplimiento normativo responsable de la regulación conlleva la persecución de objetivos compartidos con los reguladores. Lo anterior no debería implicar un cumplimiento normativo acritico; al contrario, su atención se centra en el espíritu de la ley, no en la letra. Siguiendo el principio europeo de “cumplir o explicar” (UK Treasury, 2009, p. 38; CE, 2006), los bancos podrían identificar modos innovadores de implementar controles que podrían, de hecho, mejorar las directrices oficiales y resultar menos costosos. En última instancia, la dirección deberá animar al personal a desarrollar técnicas innovadoras de supervisión y, a menudo, a compartirlas con el resto del sector.

Competencia ética

Por supuesto, la competencia ética de los individuos es primordial. El debate regulador ha discutido con frecuencia sobre lo que la FSA definió como una “confianza excesiva en las matemáticas sofisticadas” (Financial Services Authority, 2009d, 16), discusión que no se limita al

RESPONSABILIDAD ECONÓMICA EMPRESARIAL



Roszana Haniffa argumenta a favor de uma formação sobre a maneira de aplicar os códigos de conduta na actividade financeira quotidiana. A competência ética introduz dimensões humanas e qualitativas que visam otimizar a gestão dos riscos e a conformidade regulamentar. Uma iniciativa não proactiva pode colocar em perigo todo o sistema.

Os estabelecimentos bancários devem contribuir para assegurar um sistema financeiro estável e equitativo incluindo a adopção de uma nova ética para a condução dos negócios. Entre os comportamentos esperados por parte dos financeiros figura a adopção de práticas de gestão dos riscos para antecipar os impactos na estabilidade dos mercados. Referenciar os limites dos modelos de riscos é igualmente crucial, tal como a preparação para cenários de crise previsíveis.

contenido técnico (como el mérito relativo de los modelos de evaluación de riesgo frente a las pruebas de estrés), sino que afecta también al juicio humano. Se ha acusado a los ejecutivos sénior de no entender sus modelos de riesgo, y a los gestores no tan sénior de “confundir el modelo con el mundo” (*The New York Times*, 2008b). Según palabras de Andrew Lo, del MIT, “la tecnología tomó la delantera a nuestra capacidad para utilizarla de forma responsable” (*ib.*).

Parece lógico que el “mercado laboral” no siempre reemplace con individuos más competentes a quienes no consiguen hacer su trabajo de forma eficaz. A menudo, es prerrogativa ética de cada uno el reconocer su falta de competencia para un puesto. La honradez y la competencia están íntimamente relacionadas. Ambas constituyen las dos categorías de la británica “*Fit and Proper Test for Approved Persons*”, una prueba que deben superar los individuos para poder optar a ciertos puestos en el sector financiero o para adquirir grandes compañías. Las categorías de la prueba son “Honradez, integridad y prestigio” y “Competencia y aptitud”. Al explicar los motivos del suspenso a un individuo en esta prueba, la FSA citó los indicios de incompetencia en los profesionales de la banca que, como consecuencia, “perjudican los intereses de los consumidores” (Financial Services Authority, 2009e, p. 2).

Roszaini Haniffa hace un llamamiento a “practicar la aplicación de los códigos de conducta en las

situaciones [contables] cotidianas” (*Financial Times*, 2009). “Hay que exponer a los estudiantes modelos y planteamientos de negocio alternativos —continúa— y no solo enseñarles a resolver complicados problemas financieros mediante el modelado matemático. Estos problemas tienden a estar alejados del mundo real y a no considerar los factores humanos” (*ib.*). La competencia ética introduce una dimensión humana y cualitativa en la gestión del riesgo y el cumplimiento normativo formalistas, ya que busca los puntos débiles del modelo y los propios (ver también *The New York Times*, 2008a y *The Wall Street Journal*, 2009).

La teoría económica sostiene que quienes no demuestren la debida pericia caerán ante competidores más fuertes. Sin embargo, ha quedado claro que quienes no mejoren de manera proactiva podrían ponerse en riesgo a sí mismos y a todo el sistema. Hay algo más en juego que la libertad corporativa o individual para competir legalmente. La eficacia de los mercados descansa en el cumplimiento normativo responsable y en la competencia ética.

Responsabilidad económica empresarial

Las polémicas en las que se han visto implicados Citigroup, los fondos soberanos y muchos bancos durante la crisis crediticia sugieren que las firmas financieras deben ayudar a asegurar un sistema financiero justo y estable, mediante la adopción



É igualmente necessário colocar em prática uma política transparente de investimento dotada de parâmetros que fixem as transações financeiras aceitáveis, para reforçar a confiança nos mercados.

A terceira medida ética esperada diz respeito cumprimento responsável das leis e à proactividade necessária que permitam corrigir as lacunas. Importa cooperar com os organismos de regulamentação na compreensão e codificação das responsabilidades e na elaboração de técnicas de vanguarda para supervisionar as transações e detectar as que parecerem suspeitas.

de una nueva ética de conducta en los negocios, más allá de la regulación legal y de la maximización de los beneficios¹¹. En el curso de mi investigación sobre estos episodios, he analizado los datos de más de 540 documentos, incluyendo documentos reguladores (como indicadores de los riesgos de regulación) y artículos de los medios de comunicación (como indicadores de los riesgos de prestigio). Los datos apuntan a que son tres los principios éticos que se espera que posean las compañías financieras.

El primer principio ético es el de *adoptar prácticas de gestión del riesgo que prevean el impacto de la firma en su entorno de mercado*. Los incentivos del personal bancario deberían promover la competencia ética en todos los niveles, y la responsabilidad por las consecuencias en los niveles superiores, para los modelos clave de riesgo de los bancos. Los controles de la gestión diaria, tales como los límites en la asunción de riesgos, deberían estar en consonancia con el deseo de riesgo general de la compañía y establecerse a nivel directivo, según las condiciones del mercado en su conjunto. La precisión de los límites de los modelos de riesgo y del papel del juicio subjetivo también es esencial. La previsión

¹¹ Recurrí al *Oxford Dictionary* (Oxford University Press) para buscar las definiciones de *ética* («conjunto de normas morales, en especial, las relacionadas con un grupo, campo, o forma de conducta específicos; o que los sostienen») y *moral* («perteneciente o relativo a los principios del buen o mal comportamiento»). Ver oxforddictionaries.com.

adecuada del riesgo era importante para Citigroup, que falló al considerar el impacto de sus operaciones en el mercado MTS; para los FSI, que querían asegurar a los países anfitriones que no desestabilizarían sus economías; y para muchos bancos, que no se prepararon adecuadamente ante las probables situaciones de crisis.

El segundo principio ético es el de *implementar una política de inversiones transparente, con parámetros para las transacciones financieras aceptables*. Lo anterior puede hacerse patente de muchas formas. Los productos de inversión deberían estar en consonancia con los perfiles de riesgo de los clientes: por ejemplo, los derivados complejos no suelen ser productos adecuados para pensionistas. Las estrategias financieras, tales como la venta en descubierto, deberían suspenderse en caso de amenazar la liquidez de los mercados; en caso contrario podrían llegar a ser abusivas u ocasionar ellas mismas los efectos sobre los que especulan¹². Las inversiones deberían estar motivadas por los retornos financieros o los activos de inversión, y no por la consecución de ventajas injustas en mercados concretos. En general, los parámetros que definen

¹² La venta en descubierto ocasiona ella misma los efectos sobre los que especula cuando la compañía objeto de la operación tiene más dificultades para conseguir fondos a medida que más *traders* se unen a la apuesta, y termina declarándose insolvente. La venta en descubierto puede constituir un abuso de mercado (lo que es un delito) si los *traders* conspiran para crear una apuesta de este tipo

RESPONSABILIDAD ECONÓMICA EMPRESARIAL





O respeito pela ética tornou-se indispensável e a sua ausência dá origem a riscos regulamentares e causa danos na reputação. O modelo de ética REE constitui a melhor representação da meta-regulação. REE dispõe igualmente de uma qualidade normativa: trata-se do interesse público e da interdependência económica.

las transacciones financieras aceptables ayudan a aumentar la confianza en los mercados. En cada uno de los episodios analizados, la falta de tales parámetros (por ejemplo, en la estrategia del *Dr. Evil*, las inversiones de los FSI o las “hipotecas bomba”) condujo a la controversia.

El tercer principio ético es el cumplimiento normativo responsable *para seguir el espíritu de la ley y corregir los fallos de forma proactiva, incluso aunque estos no constituyan un quebrantamiento literal de las normas*. Existen numerosas áreas poco definidas en la implementación de las normas, ya sea en su espíritu o en su letra. Este principio ético promueve la cooperación con los reguladores para entender y codificar las responsabilidades; desarrollar y adoptar prácticas sectoriales de referencia; hacer hincapié en los valores de las organizaciones y reflejarlos en sus procedimientos; y consolidar los departamentos de cumplimiento normativo (por ejemplo, mejorando la comunicación entre las unidades de cumplimiento y las que tratan directamente con el cliente). Estas expectativas generales quedaban patentes en cada uno de los tres episodios analizados. La multa impuesta a Citigroup disminuyó por las mejoras que hizo el banco durante la investigación realizada por la FSA (Financial Services Authority, 2005a). Los FSI evitaron la limitación de las inversiones extranjeras al ayudar a diseñar códigos de conducta autoaplicables. Tras los llamamientos de los reguladores a la introducción de me-

jas proactivas, he podido conocer de primera mano las importantes inversiones que han hecho los grandes bancos de inversión en tecnologías de supervisión de operaciones que les permitan detectar las actividades sospechosas e informar sobre ellas a los reguladores.

Aplicación de los principios éticos

El conjunto de estos principios éticos constituye la nueva responsabilidad económica empresarial (REE). Los episodios analizados sugieren que la ausencia de estos principios aumenta los riesgos de regulación y de prestigio, mientras que su adopción los disminuye. Por tanto, los principios éticos de la REE son voluntarios, aunque también deben hacerse cumplir. Sostengo que el concepto de la REE pertenece al modelo denominado *metarregulación*, a menudo definido como “la regulación de la autorregulación” (Black, 2006; Braithwaite, 2003; Gray y Hamilton, 2006; Grabosky, 1995; Parker, 2007). En la metarregulación, “la calidad de los controles internos de las firmas constituye el centro de atención primordial”, escribe Black (2006), a menudo, con el fin de gestionar “la medida en que dichas firmas cumplen los requisitos normativos y el modo en que lo hacen” (p. 3).

Sin embargo, la REE posee una cualidad normativa (se trata de un contenido, no solo de un método) que responde al interés público y a la interdependencia económica. A este





Se crises financeiras ocorrem de sete em sete anos, então talvez seja este o momento para nos debruçarmos sobre a responsabilidade do mercado das empresas.

respecto, la REE también es similar a la denominada *autorregulación ética*¹³. Chiu (2009) la resume así: “En un sentido limitado, la ética puede referirse a la prevención del [...] comportamiento nocivo que puede ocasionar gastos organizativos y sociales. Vista así, la autorregulación ética incluiría la gestión de riesgos, la responsabilidad social en el sentido de la prevención y mitigación de externalidades, y la gobernanza corporativa. La ética también puede referirse a la contribución ‘proactiva’ al bien común [...]” (p. 32).

Al ilustrar algunos de los paralelismos entre los distintos modelos, Parker (2007) escribe sobre “la responsabilidad social corporativa con consecuencias legales” y Shamir (2008) sobre la “responsabilización” por las conductas morales. La REE constituye una invitación a implementar y desarrollar mejores conductas en los mercados.

Conclusiones

A menudo se ha dado por hecho que si existe un incentivo económico, la moralidad quedará incluida en él. Esta corriente de pensamiento está perdiendo credibilidad rápidamente. Alan Greenspan, uno de sus más célebres defensores, declaró lo siguiente ante el Congreso de EE.UU. (2008): “Quienes, como yo, pensaban que el interés propio de las entidades de préstamo serviría para proteger el capital de sus accionistas, estamos en un estado de *shock* y de

incredulidad. [...] Me equivoqué al suponer que el interés propio de las organizaciones, especialmente el de los bancos y otros, era tal [que] las convertía en las más aptas para proteger a sus propios accionistas y el capital que estos habían invertido en sus firmas [...]” (pp. 35-37).

La antigua moralidad económica se ve desafiada por la emergente ética de la responsabilidad económica empresarial. Los mercados financieros occidentales parecen estar recuperándose de la crisis crediticia. De hecho, varios bancos de inversiones se han recuperado hasta alcanzar niveles de rentabilidad anteriores a la crisis. Si Jamie Dimon, de JP Morgan, estaba en lo cierto al afirmar que las crisis financieras ocurren cada cinco o siete años, quizá sea este el momento oportuno para ocuparnos de la responsabilidad económica empresarial. •

¹³ Véase también «aplicación de la autorregulación», Ayres y Braithwaite (1992).



References

- Aggarwal, V. (2001). Corporate Market and Nonmarket Strategies in Asia: A Conceptual Framework. *Business and Politics*, 3(2)
- Ayres, I. y Braithwaite, J. (1992). *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*. Oxford: University Press
- Bank for International Settlements Financial (Banco de Pagos Internacionales). Informes Anuales del BPI. Extraídos de www.bis.org
- Bank for International Settlements Financial Stability Board (Junta de Estabilidad Financiera del Banco de Pagos Internacionales) (2009). *Financial Stability Board response to Turner Review*. Extraído de www.bis.org
- Bank for International Settlements Financial Stability Board (Junta de Estabilidad Financiera del Banco de Pagos Internacionales) (2009b). *Improving Financial Regulation: Report to the G20 Leaders*. Extraído de www.bis.org
- Bank of England (Banco de Inglaterra) (2009). *Financial Stability Report: Global Instability and Policy Response*. Extraído de www.bankofengland.co.uk
- Bank of England (Banco de Inglaterra) (2009b). *Financial Stability Report: Building a more resilient financial system*. Extraído de www.bankofengland.co.uk
- Bank of England (Banco de Inglaterra) (2012). *The PRA's Approach to Banking Supervision*. Extraído de www.fsa.gov.uk
- Baron, D (1995). Integrated Strategy: Market and Non-Market Components. *California Management Review*, 37(2)
- BBC (2008). *EU in sovereign wealth fund call*. Extraído de www.bbc.co.uk
- BBC (2009). 'Be afraid', warns regulator Sants. Extraído de www.bbc.co.uk
- Beunza, D., Hardie, I. y MacKenzie, D. (2006). A price is a social thing: Towards a material sociology of arbitrage. *Organisation Studies*, 27(5)
- Black, J. (2006). Managing Regulatory Risks and Defining the Parameters of Blame: A Focus on the Australian Prudential Regulation Authority. *Law & Policy*, 28(1)
- Bloomberg (2006). Deutsche Bank Sets Pace in European Bond Revolt: Mark Gilbert. Extraído de www.bloomberg.com
- Bloomberg (2006). The lonely, lonely wife of a wealthy UBS client: Mark Gilbert. Extraído de www.bloomberg.com
- Bloomberg (2007). Hypocrisy Reigns in Anti-Takeover Defenses: Michael R Sesit. Extraído de www.bloomberg.com
- Boddewyn, J. (2003). Understanding and Advancing the Concept of 'Nonmarket'. *Business and Society*, 42(3)
- Braithwaite, J. (2003). Meta Risk Management and Responsive Regulation for Tax System Integrity. *Law & Policy*, 25(1)
- British Academy (2009). An open letter to the Queen. Extraído de www.britac.ac.uk
- British Banking Association] y Clifford Chance (sin fecha). *Double Jeopardy in the EU: Focusing on the possibilities of Schengen as a solution of prosecutors and regulators alike*. Londres: BBA y Clifford Chance
- Brown, G. (2008). Discurso ante la Asamblea General de Naciones Unidas del 26 de septiembre de 2008. Extraído de www.un.org
- Carroll, A. B. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, 4
- Carroll, A. B. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Towards the



Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 34

Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct. *Business and Society*, 38(3).

Chiu, I. H. Y. (2007). Enhancing Responsibility in Financial Regulation – Critically Examining the Future of Public-Private Governance. *Working Paper 08/10*. Londres: Centre for Law and Governance in Europe, University College

Cochran, P. y Wood, R. (1984). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 27

Comisión Europea (2008). A Common Approach to Sovereign Wealth Funds. Extraído de ec.europa.eu

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2006). Processo de contra-ordenação da CMVM no: 56/2004, Arguido(s): Citigroup Global Markets. Extraído de www.cmvm.pt

Committee on Foreign Investment in the United States] (2009). Covered transactions, withdrawals, and presidential decisions, 2006-2008. Extraído de www.treasury.gov

Congreso de EE.UU. (2008). Declaración de Alan Greenspan: The Financial Crisis and the Role of Federal Regulators to the House Committee on Oversight and Government Reform, 23 de octubre de 2008. Extraído de www.gpo.gov

Crane, A. y Matten, D. (2003). *Business Ethics: Managing Corporate Citizenship and Sustainability in the Age of Globalization*. Oxford: University Press

Dembe, A. y Boden, L. (2000). Moral Hazard: A question of morality? *New Solutions*, 10(3)

European Commission (Comisión Europea) (2006). Corporate Governance: Eu-

ropean Forum clarifies 'comply or explain' principle and issues annual report. Comunicado de prensa IP/06/269

European Commission (Comisión Europea) (2008a). The EU response to the rise of sovereign wealth funds (Discurso/08/168). Extraído de ec.europa.eu

European Council (Consejo Europeo) (2008). Presidency Conclusions: 13/14 de marzo de 2008. Bruselas: CE

European Union (Unión Europea). (2003). Directiva 2003/6/CE del Parlamento y Europeo y del Consejo sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). *Diario Oficial de la Unión Europea*, 12 de diciembre de 2003

Financial Crisis Inquiry Commission (2010). First Public Hearing of the FCIC: Día 1 (Vídeo). Extraído de www.fcic.gov/hearings

Financial Services Authority (2000). Our new approach to risk based regulation, risk, and what will be different for firms. Extraído de www.fsa.gov.uk

Financial Services Authority (2005). Final Notice – Citigroup Global Markets Limited. Extraído de www.fsa.gov.uk

Financial Services Authority (2005). Final Notice – Citigroup Global Markets Limited. Extraído de www.fsa.gov.uk

Financial Services Authority (2005a). FSA fines Citigroup £19.9 million for Euro-bond trades. Extraído de www.fsa.gov.uk

Financial Services Authority (2005b). Principles-based Regulation - Focusing on

Financial Services Authority (2009a). FSA Handbook: Principles for Business – 95 [35]. Extraído de www.fsa.gov.uk

Financial Services Authority (2009d). The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis. Extraído de www.

RESPONSABILIDAD ECONÓMICA EMPRESARIAL



fsa.gov.uk

Financial Services Authority (2009e). Final Notice [regarding Philip Lloyd and MWM Investments]. Extraído de www.fsa.gov.uk

Financial Services Authority (2009f). Turner Review: A regulatory response to the financial crisis. Extraído de www.fsa.gov.uk

Financial Times (2004). Citigroup deals unsettle rivals. Extraído de www.ft.com

Financial Times (2004). Repercussions of Citigroup bond probe worry big banks. Extraído de www.ft.com

Financial Times (2004a). Lex live: Bond trading. Extraído de www.ft.com

Financial Times (2004b). Citigroup displays contrition over deal. Extraído de www.ft.com

Financial Times (2004c). Citigroup apologises over \$15m bond coup. Extraído de www.ft.com

Financial Times (2005). Circular interna de Citigroup. Extraído de www.ft.com

Financial Times (2005a). Lex: Citigroup/MTS. Extraído de www.ft.com

Financial Times (2007). UK warns over push for state protection. Extraído de www.ft.com

Financial Times (2008). Sovereign wealth investment is a force for stability. Extraído de www.ft.com

Financial Times (2009). Time the boardroom learnt about ethics. Extraído de www.ft.com

Fondo Monetario Internacional (2008). International Working Group of Sovereign Wealth Funds is established to facilitate work on voluntary principles (Comunicado de prensa del FMI, 08/07). Extraído de www.imf.org

Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*. Extraído de www.colorado.edu

Gans, B. (2006). Lessons of MTS: Citigroup argues for international regulatory cooperation. *International Financial Law Review*, 44

Grabosky, P. (1995). Using Non-Governmental Resources to Foster Regulatory Compliance. *Governance: An International Journal of Policy and Administration*, 8(4)

Gray, J. y Hamilton, J. (2006). *Implementing Financial Regulation: Theory and Practice*. Chichester: John Wiley y Sons.

Hutter, B. (2005). The Attractions of Risk-based Regulation: Accounting for the emergence of risk ideas in regulation. *ESRC Centre for the Analysis of Risk and Regulation*, Discussion Paper 33. Extraído de www.lse.ac.uk

International Monetary Fund (2009). IMF lends Angola \$1.4 billion to support reserves, reforms. *IMF Survey Magazine*. Extraído de www.imf.org

International Monetary Fund (2010). *Global Financial Stability Report*. Extraído de www.imf.org

International Monetary Fund (Fondo Monetario Internacional) (2008a). Generally Accepted Principles and Practices (GAPP) for Sovereign Wealth Funds - Los Principios de Santiago. Extraído de www.imf.org

International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2008). *IOSCO Technical Committee Members' Initiatives Relating to Restrictions on Short Sales*. Comunicado de prensa. Extraído de www.iosco.org

Matten, D. y Moon, J. (2004). 'Implicit' and 'Explicit' CSR: A conceptual framework for understanding CSR in Europe. *ICCSR Research Paper Series 29-2004*. Extraído de

FINANCE & THE COMMON GOOD/BIEN COMMUN



www.nottingham.ac.uk

McKinsey (2007). The New Global Power Brokers. *McKinsey Global Institute*, 4 de octubre de 2007

Moon, J. (2002). The Social Responsibility of Business and New Governance. *Government and Opposition*, 37(3)

New York Times (2004). Citigroup Regrets Bond Trades in Europe. Extraído de www.nytimes.com

New York Times (2008). Fair Game - They're Shocked, Shocked, About the Mess. Extraído de www.nytimes.com

New York Times (2008a). In Modeling Risk, the Human Factor Was Left Out. Extraído de www.nytimes.com

Obama, B. (2009). Mensaje del presidente. A New Era of Responsibility: Renewing America's Promise. Washington: la US Office of Budget Management y la Casa Blanca

Parker, C. (2007). Meta-Regulation: Legal Accountability for Corporate Social Responsibility?, in McBarnet, D., Voiculescu, A. y Campbell, T., eds. *The New Corporate Accountability: Corporate Social Responsibility and the Law*. Cambridge: University Press

Pauly, M. (1968). The Economics of Moral Hazard: Comment. *The American Economic Review*, 58(3)

Schwartz, M. S. y Carroll, A. B. (2003). Corporate social responsibility: a three-domain approach. *Business Ethics Quarterly*, 13(4)

Securities and Exchange Commission (2009b). Testimony Concerning Securities Law Enforcement in the Current Financial Crisis, 20 de marzo de 2009. Extraído de www.sec.gov

Securities and Exchange Commission (2009c). Testimony Before the Subcommittee on Financial Services and General Government. Extraído de www.sec.gov

Securities and Exchange Commission (2009d). Testimony Concerning Lessons Learned in Risk Management Oversight at Federal Financial Regulators. Extraído de www.sec.gov

Securities and Exchange Commission (2009e). Testimony Concerning Securities Law Enforcement in the Current Financial Crisis. Extraído de www.sec.gov

Securities and Exchange Commission (2009f). Testimony Concerning Enhancing Investor Protection and Regulation of the Securities Markets. Extraído de www.sec.gov

Shamir, R. (2008). The Age of Responsibility: On market-embedded morality. *Economy and Society*, 37(1)

The Daily Telegraph (2004). Citigroup faces bankers' wrath over bond coup. Extraído de www.telegraph.co.uk

The Daily Telegraph (2004a). Coup could lose Citigroup work, say rivals. Extraído de www.telegraph.co.uk

The Daily Telegraph (2004b). How Citigroup launched a wave of ill will in the bond markets. Extraído de www.telegraph.co.uk

The Daily Telegraph (2004c). We're sorry, Citigroup tells staff. Extraído de www.telegraph.co.uk

The Daily Telegraph (2008). Germany acts to halt the 'giant locusts'. Extraído de www.telegraph.co.uk

The Guardian (2004). Citigroup's brazen bond bet pays off. Extraído de www.guardian.co.uk

The Guardian (2004a). Citigroup admits £7bn bond trade was wrong. Extraído de www.guardian.co.uk

The Guardian (2004b). Notebook: Citigroup's brazen bond bet pays off. Extraído de www.guardian.co.uk

The Guardian (2005). Citigroup chief

RESPONSABILIDAD ECONÓMICA EMPRESARIAL



preaches ethics in the counting house. Extraído de www.guardian.co.uk

The Guardian (2007). Chancellor backs G7 move to get tough on sovereign wealth funds. Extraído de www.guardian.co.uk

The Guardian (2007). Leader: When Beijing goes buying. Extraído de www.guardian.co.uk

The Guardian (2008). Investors talk to sovereign wealth funds. Extraído de www.guardian.co.uk

The Times (2004). Bank apologises for controversial bond transaction. Extraído de www.thetimes.co.uk

The Times (2004). Citigroup contacts FSA over 'breached agreement'. Extraído de www.thetimes.co.uk

The Times (2004b). Citigroup regrets London bond scandal. Extraído de www.thetimes.co.uk

The Times (2007). America to press for restrictions on potent sovereign wealth funds. Extraído de www.thetimes.co.uk

The Times (2008). Gordon Brown: Time to end the age of financial 'irresponsibility'. Extraído de www.thetimes.co.uk

The Wall Street Journal (2004). Citigroup faces broad UK probe over bond trades. Extraído de www.wsj.com

The Wall Street Journal (2004). MTS to Keep Curbs on Bond Trades. Extraído de www.wsj.com

The Wall Street Journal (2007). Cross-Border Deals Take New Direction. Extraído de www.wsj.com

The Wall Street Journal (2008). Lobbyists Smoothed the Way For a Spate of Foreign Deals. Extraído de www.wsj.com

The Wall Street Journal (2008a). Time for Sovereign Wealth Rules. Extraído de www.wsj.com

[wsj.com](http://www.wsj.com)

The Wall Street Journal (2009). We Need Honest Accounting. Extraído de www.wsj.com

Turner, A. y la FSA [Financial Services Authority] (2009b). The financial crisis and the future of financial regulation: Discurso de Adair Turner, presidente de la FSA, en la conferencia inaugural de la City *The Economist*, 21 de enero de 2009. Extraído de www.fsa.gov.uk

UK Treasury (2009). The Walker Review of Corporate Governance of the UK Banking Industry. Extraído de www.treasury.gov.uk

UK Treasury (2009a). Reforming Financial Markets. Extraído de www.official-documents.gov.uk

Underhill, G. R. D. y Zhang, X. (2008). Setting the Rules: Private power, political underpinnings, and legitimacy in global monetary and financial governance. *International Affairs*, 84(3)

US Treasury (2009). Financial Regulatory Reform – A new foundation: Rebuilding financial supervision and regulation. White Paper. Extraído de www.treasury.gov

US Treasury. (2008). Agreement on Principles for Sovereign Wealth Fund Investment with Singapore and Abu Dhabi. Extraído de www.treasury.gov

Wartich, S. y Cochran, P. L. (1985). The Evolution of the Corporate Social Performance Model. *Academy of Management Review*, 10

Wood, D. J. (1991). Corporate Social Performance Revisited. *Academy of Management Review*, 16