



FACULTAD DE EMPRESARIALES

ANÁLISIS INICIAL DE ÉTICA BURSÁTIL DESDE LOS CRITERIOS CLÁSICOS DE JUSTICIA

Autor: Francisco de Asís Serrano Hernández

Tutor: Raúl González Fabre

Madrid
Junio 2018

**Francisco de Asís
Serrano
Hernández**

ANÁLISIS INICIAL DE ÉTICA BURSÁTIL DESDE LOS CRITERIOS CLÁSICOS DE JUSTICIA



Análisis inicial de ética bursátil desde los criterios clásicos de justicia

Francisco de Asís Serrano Hernández

Universidad Pontificia Comillas (ICADE)

RESUMEN: Los avances de la revolución tecnológica implementados en los mercados de valores han supuesto la creación de una nueva dinámica de negociación en éstos. Este cambio, unido a los comportamientos por parte de sus agentes que, aprovechando las nuevas condiciones operacionales, han resultado en escándalos financieros sugiere la necesidad de un análisis ético bursátil.

En el presente estudio, se propone abordar este análisis desde el prisma de la teoría ética normativista de las virtudes, en concreto, desde los criterios clásicos de justicia. Para ello, primero se delimita la noción de justicia clásica y sus parámetros caracterizadores. Seguidamente, se estudia la aplicación de éstos en las dimensiones de justicia de los mercados de valores; equidad de condiciones (*fairness*) y justicia transaccional.

Finalmente se procede al examen de la adecuación de las condiciones operacionales y comportamientos, que rigen y tienen lugar en las Bolsas de valores, a los criterios de justicia clásicos previamente identificados. Los mismos se revelan como una herramienta de análisis eficaz para el enjuiciamiento ético de la nueva situación de los mercados de valores. Su utilidad consiste en permitir deslindar, a través de criterios atemporales, las circunstancias que impiden o coadyuvan a la integridad de las Bolsas de valores.



Ética bursátil, criterios clásicos de justicia, equidad de condiciones, justicia transaccional, mercado de valores

Initial analysis of stock market ethics from the classic criteria of justice

Francisco de Asís Serrano Hernández

Pontifical Comillas University (ICADE)

SUMMARY: The advances of the technological revolution implemented in the stock markets have meant the creation of a new dynamic of negotiation on them. This shift, together with the behavior of its agents that, taking advantage of the new operational conditions, have resulted in financial scandals suggests the need for an ethical stock market analysis.

In this study, we proposed to approach this analysis from the prism of the normative ethical theory of virtues, specifically, from the classical criteria of justice. In order to cover it, first the notion of classic justice and its characteristic parameters are delimited. Secondly, we study the application of these criteria in the justice dimensions of the securities markets; fairness and transactional justice.

Finally, we proceed to examine the adequacy of the operational conditions and behaviors that regulate and take place in stock exchanges, to the criteria of classic justice, previously identified. Those classic parameters of justice are revealed as an effective analysis tool for the ethical judgment of the new situation of the securities markets. Its usefulness is based on allowing us to delimit, through timeless criteria, between circumstances that impede or contribute to the integrity of the stock exchanges.



Stock market ethics, classic criteria of justice, fairness, transactional justice, stock market

Índice de Contenidos

1. Introducción	7
1.1 Propósito general de la investigación	7
1.2. Contextualización del objeto de estudio	8
1.3. Justificación del interés de la investigación	9
1.4. Objetivos del trabajo de investigación	13
1.5. Metodología empleada para la reflexión ética	13
1.6. Estructura del trabajo	14
2. Delimitación de los conceptos de ética bursátil y de justicia	15
2.1 Concepto de ética bursátil	15
2.2. Noción de justicia como virtud clásica	16
3. Aproximación del valor de la justicia a los mercados bursátiles	21
3.1. Aplicación y limitaciones de los criterios de justicia en el mercado de valores	21
3.1.1 Limitaciones al análisis de justicia social de los mercados de valores	21
3.1.2 Limitaciones a la aplicación de la justicia conmutativa	24
3.2. Integración de las exigencias de justicia en los mercados con sus criterios clásicos	28
4. Análisis de la equidad de condiciones en la operativa justa de los mercados	32
4.1. Asimetría informativa entre los agentes del mercado de valores	33
4.1.1 Problemas de justicia derivados del uso no autorizado de información financiera: <i>Insider trading</i>	34
4.1.2 Problemas de justicia derivados de la falta de difusión de información	40
4.1.3 Problemas de justicia derivados de la difusión no autorizada de información	45
4.1.4 Problemas de justicia derivados de la veracidad de la información	46
4.1.5 Problemas de justicia derivados de la mera posesión de la información	48
4.1.6 Problemas de justicia derivados de las fuentes de información financiera	49
4.1.7 Problemas de justicia derivados de la velocidad para operar en los mercados	51
4.2 Asimetría de poder de negociación y de la necesidad de realizar transacciones bursátiles	55
4.2.1 Problemas de justicia derivados de la capacidad de negociación en el mercado	55
4.2.2 Problemas de justicia derivados de operar por necesidad en el mercado	57
5. Análisis de justicia transaccional requerida en el comportamiento de los agentes	58
5.1 Problema de justicia derivado de conductas fraudulentas	59
5.2 Problemas de justicia derivados de los conflictos de interés	60
6. Conclusiones	62
7. Bibliografía	65

Índice de Figuras

Figura i: Criterios de justicia tomista.....	20
Figura ii: Criterios de igualdad entre las partes	28
Figura iii: Herramienta de análisis ético	31
Figura iv: Argumentos éticos acerca del <i>insider trading</i>	35
Figura v: Argumentos éticos acerca del HFT	51
Figura vi: Prácticas fraudulentas vinculadas con HFT	53
Figura vii: Problemas éticos relativos a los conflictos de interés	60

1. Introducción

1.1 Propósito general de la investigación

El objetivo de la investigación es constituir una reflexión ética sobre las condiciones transaccionales y relacionales de los mercados bursátiles. Se pretende estudiar en él la adecuación de las condiciones operacionales de los mercados de valores a las exigencias de la virtud de la justicia, a través de los criterios clásicos que definen a ésta.

1.2. Contextualización del objeto de estudio

El marco en que se desarrolla la investigación se ciñe al campo estrictamente bursátil dentro las ciencias financieras. Las razones del acotamiento del estudio se deben a criterios de eficiencia y de suficiente representatividad. Por una parte, no es posible examinar en profundidad la totalidad de condiciones y actuaciones de todos los mercados financieros existentes.

Por otra parte, es cierto que el mercado de valores no es el más relevante en volumen de transacciones, puesto que corresponde al mercado de divisas (Rime & Schrimpf, 2013). Sin embargo, sus condiciones operativas y comportamientos de sus integrantes son suficientemente paradigmáticos como para poder realizar un estudio ético cuyas conclusiones sean extrapolables al resto de mercados financieros.

El enfoque del análisis será doble, habida cuenta de las distintas dimensiones de la justicia en los mercados. Éste comprenderá una perspectiva transaccional, mediante el estudio de los comportamientos de los miembros del mercado, en tanto sus actuaciones configuran el entorno bursátil. También integra un aspecto sistémico que atiende a las condiciones generadas por las instituciones rectoras de las Bolsas y conforman la base sobre la que se asienta la operativa en dichos mercados.

Ahora bien, el estudio de estas dimensiones de justicia bursátil no se efectúa tratando las mismas de manera estanca. Por ello, se hace hincapié en el análisis de soluciones sistémicas parciales propuestas por el regulador español a problemas de justicia transaccionales.

Los comportamientos de los que derivan las reglas transaccionales objeto de análisis se dividen en función del origen de la conducta. Diferenciaremos entre conductas cuya fuente es el contrato de compraventa, que constituye la relación paradigmática de las operaciones que tienen lugar en los mercados de valores. De otro lado, las conductas que de forma unilateral desempeñan los agentes pero afectan a toda persona con las que su actuación guarde algún tipo de conexión.

La dimensión sistémica de la ética bursátil se concretará con el estudio de las circunstancias de negociación fijadas en los mercados de valores por las instituciones que hacen posible este tráfico. Entre ellas, serán objeto de análisis, las pautas requeridas por las instituciones que, en sentido propio, regulan y estructuran el mercado, haciendo alusión a las que integran BME (Bolsas y Mercados Españoles).

Además se estudiarán, las condiciones operacionales que fijan los intermediarios financieros. Tanto las impuestas por los miembros de las bolsas en sentido estricto (empresas de servicios de inversión y asesoramiento financiero), como impropio, (entidades de crédito en su labor de bancos de inversión). También las condiciones que indirectamente crean las empresas e inversores institucionales, que acuden y monopolizan la mayor parte de la negociación de los mercados bursátiles.

Como limitaciones del estudio, reseñar que se tratará de dilemas éticos estrictamente referentes a los comportamientos y condiciones operativas de los mercados de valores. Queda fuera del ámbito de estudio la dimensión referente a la distribución del excedente obtenido en la operativa en los mercados bursátiles. Ello nos conduciría a un análisis de la justicia social del mercado de valores que excede del propósito del estudio.

Asimismo, tampoco son objeto de la investigación los problemas éticos que pertenecen al campo profesional o corporativo de los agentes bursátiles. Entre ellos se encontrarían conductas tales como la falsificación de cuentas, el abuso de autoridad, el acoso laboral o *mobbing*, los sobornos y las demás formas de corrupción entre particulares.

1.3. Justificación del interés de la investigación

Existen dos posibles posturas sobre la vinculación entre las finanzas y la ética. La primera consiste en creer que no es posible implementar ningún tipo de conducta ética en los mercados. Postura ésta que únicamente podrán sostener los cínicos (Boatright, 2014). La segunda implica pensar que esta vinculación es un aspecto acerca del que, hasta hace no mucho, había “un espacio en blanco en los libros de finanzas donde una reflexión ética debería estar presente” (Walker, 1987).

Esta ausencia de una reflexión ética bursátil es fruto del predominio de la escuela económica neoclásica y sus dogmas. Entre ellos, postulan la concepción de la ciencia financiera como “*value-free science*” (Robbins, 2007). Así, justifican el uso de la figura literaria del oxímoron para hacer referencia a la ética bursátil, pues se tratan de dos términos con sentidos aparentemente opuestos (Duska, 2007).

Para la comprensión de cómo se ha llegado a semejante situación, es necesario explicar el denominado “cambio de paradigma” (Dobson, 1997) de los fines del mercado de valores en relación con la ética. Desde esta postura se defiende que los mercados financieros y sus participantes tienen, como único principio de actuación, el interés propio y la maximización del lucro personal. De esta forma, se justifica subordinar por interés personal cualquier principio moral, escudándose para el caso de su vulneración en la expresión “*that’s just business*”.

La escuela de pensamiento neoclasicista logró imponer la concepción de que la responsabilidad moral por la actuación de los agentes en los mercados bursátiles, guiada por el interés de consecución de un lucro, simplemente no existe (Carr, 1968; Friedman, 2007). La consecuencia derivada de ello, es lo que se cataloga como una situación de “esquizofrenia moral” (Duska, 2007; Sherwin Klein, 2002). Expresión que recoge la confrontación que esta finalidad de los mercados bursátiles tiene con las exigencias de la moral.

A pesar de estas tesis, la experiencia y el sentido común permiten sostener un planteamiento opuesto. El mercado bursátil, su operativa y funciones, no es posible desarrollarlas si éstos fueran ámbitos libres de valores por completo (Arrow, 2016). El mercado bursátil es un mecanismo económico en que se expresan cuestiones financieras pero también morales. Por ello, ética y finanzas no deberían contraponerse, sino complementarse.

La necesidad de una ética de las relaciones y condiciones de los mercados bursátiles se evidencia con la reflexión acerca de comportamientos que, carentes de ella, interpelan nuestro más elemental sentido de justicia (Boatright, 2014). De este modo, se pueden citar numerosos escándalos financieros que han afectado, durante las últimas décadas, a las profesiones relacionadas con los mercados de valores.

Sin ánimo de exhaustividad, se puede recordar la manipulación de subastas de letras del tesoro estadounidense de Salomon Brothers (1990's), los problemas de agencia puestos de manifiesto con los casos Nick Leeson de Baring's Bank (1995), Sumito Corporation (1996), Jérôme Kerviel del banco francés Société Générale (2008) o Kweku Adoboli el joven *trader* de UBS (2011). Las falsas contabilidades de Enron (2001) y de WorldCom (2002) o la más reciente estafa piramidal de Bernard Madoff (2008).

La comisión de tales escándalos quedó auspiciada por múltiples condiciones concurrentes en los mercados de valores. De un lado, la cultura organizacional de ciertas compañías o sectores, que podemos calificar como de corrupta. También la presión creciente en un mundo globalizado donde la competencia y la eficacia son los vértices del éxito empresarial. En éste, los valores éticos quedan en un segundo plano antes la premisa de "*just do it*".

Asimismo influye la participación en los mercado de valores de grandes inversores institucionales con poder suficiente como para obstaculizan los controles estatales de su actuación. Debido a este hecho, la toma de decisiones descentralizada, provoca una aparente dilución de la responsabilidad moral de los individuos y análogamente de sus compañías en relación con el mercado con que interrelacionan. Esta condición se conoce como "anonimato ambiental" (Oberlechner, 2007).

En definitiva, estos escándalos financieros nos alertan de que las condiciones de negociación y comportamientos en los mercados financieros merecen una reflexión ética. Dicho análisis ético queda justificado entonces por los siguientes factores:

- La relevancia económica y la responsabilidad para con el resto de la sociedad que tienen los mercados bursátiles.
- El cambio en las condiciones operativas acontecido en los mercados por la incorporación de avances propios de la revolución tecnológica.
- La insuficiencia de una reflexión moral adecuada a la realidad de los mercados debido al influjo de escuelas de pensamiento económico reacias a la misma.
- La propia práctica profesional imperante en los mercados de valores que exige, a la luz de los escándalos citados, la reflexión de su justicia transaccional.

Por otro lado, es cierto que no se puede decir, a día de hoy, que las propuestas de reconciliación entre ética y finanzas sean novedosas para la justificación de un trabajo de investigación. Ahora bien, la mayoría de estudios al respecto han tenido como objeto de análisis la Responsabilidad Social Corporativa (Arlow, 1991; Carroll, 1999) o la integración de valores éticos a través de códigos de conducta. Se ha tratado residualmente, en comparación, la reflexión ética acerca de la virtud de la justicia en los mercados bursátiles.

En este sentido, existen estudios que inciden en la necesidad de una equidad de condiciones de negociación (*fairness*) y de prácticas respetuosas con los fines de los mercados de valores (justicia transaccional), para alcanzar la justicia que exigen éstos. Entre ellos, destaca el estudio acerca de la injusticia bursátil de Baruch Lev (1988). También cabe mencionar la definición de los parámetros caracterizadores de las condiciones operacionales del mercado justas de Shefrin y Statman (1993) y más recientemente las reflexiones al respecto de Duska (2007) y Boatright (2014).

El estudio de la literatura precedente revela que el tratamiento de los dilemas éticos relacionado con la justicia del mercado se ha formulado desde teorías éticas descriptivas o prescriptivas (Dobson, 1997; Duska, 2007; Boatright, 2014). Además, dichos análisis se han formulado a través de criterios heterogéneos y no ubicables, por regla general, en las tradicionales teorías éticas normativas.

Parece que esta problemática ha sido tratada de menos en la literatura, hecho que justifica el trabajo de discernir la adecuación de las condiciones operacionales de los mercados bursátiles a los requisitos de justicia. Con más motivo queda justificado, si el juicio moral se efectúa, como es el caso, desde la perspectiva de la ética normativa de las virtudes, específicamente desde los criterios clásicos de justicia.

1.4. Objetivos del trabajo de investigación

El objetivo principal del trabajo de investigación es realizar un análisis inicial de los requisitos que han de concurrir en el mercado de valores para entender su operativa como justa. Por ello, se pretende analizar la eventual aplicación de los criterios clásicos de justicia a las condiciones de negociación y comportamientos de los agentes en los mercados. Seguidamente, se quiere estudiar la compatibilidad de estas circunstancias con las exigencias de justicia identificadas de cara a la elaboración de un juicio ético sobre éstas.

1.5. Metodología empleada para la reflexión ética

La realización de un juicio ético acerca de las condiciones transaccionales y sistemáticas de los mercados de valores se puede hacer, desde un enfoque ético normativista, conforme a tres tradiciones éticas. Es posible emplear las denominadas teorías de la ilustración, que son la utilitarista y la deontológica. Por otro lado, se puede utilizar la tradición aristotélica de las virtudes.

El juicio ético utilitarista es postulado por el economista Jeremy Bentham (1789). Este llevaría a enjuiciar la moralidad de las condiciones de los mercados de acuerdo con sus consecuencias. Para esta tradición, las condiciones y comportamientos en Bolsa serían moralmente aceptables cuando, para los afectados por una transacción, ésta suponga una maximización de la utilidad agregada de todos ellos. En otras palabras, las condiciones operativas y conductas más justa serán las que redunden en un mayor beneficio para la mayoría de agentes del mercado.

La teoría utilitarista se puede criticar por las dificultades que su uso plantea. De un lado, es limitada para la correcta identificación de los objetivos de los agentes del mercado. Por otro lado, no ofrece criterios de distribución justa (Duska, 2007). En ningún momento especifica que la maximización del beneficio (objeto instrumental) haya de repercutir en una mejor calidad de vida (objeto final). Tampoco que la maximización de la utilidad global haya de ser repartida conforme a unos criterios de justicia. Se permite así que una mayor utilidad social se pueda dar a costa de una minoría perjudicada.

La teoría deontológica la crea el filósofo alemán Inmanuel Kant (1787). Ésta basa su juicio ético en el respeto a unos imperativos categóricos que se resumen en; hacer lo que racionalmente puede convertirse en principio de legislación universal, concebir a las personas como fines y no como medios y respetar los derechos de los demás.

Es cierto, que parte de estos criterios de enjuiciamiento ético son válidos para identificar conductas éticamente reprochables. Aun así, es una teoría que presenta problemas tales como su imposibilidad de aplicación ante un conflicto de valores (Trevino & Nelson, 2007). Pero su crítica fundamentalmente reside en la no aportación de criterios con los que se pueda llegar a la observancia de una conducta ética excelente y no sólo irreprochable.

La tradición ética de las virtudes postula que los participantes de los mercados de valores pueden alcanzar los fines a que se orientan éstos mediante la práctica habitual de las virtudes cardinales. La diferencia con respecto a las teorías ilustradas es que éstas se basan en una perspectiva conductual. El uso de éstas permite estudios sólo centrados en el análisis de relaciones contractuales (Sherwin Klein, 2002). En cambio, la ética de la virtud permite un acercamiento “*agent-based*” (Dobson, 1997) focalizado en las motivaciones e ideales de los participantes en el mercado bursátil.

Este cambio de aproximación al objeto de estudio supone la superación de las dificultades antes apuntadas. Esto es así porque aporta criterios que permiten determinar las condiciones sistémicas y transaccionales éticamente mejores del mercado, y no constreñirse a normas de conducta. Dentro de estas virtudes, se ha optado por la justicia por ser la virtud relacional por antonomasia. Es la virtud que mejor se ajusta al objeto de enjuiciamiento al ser los mercados de valores sistemas de intercambio.

1.6. Estructura del trabajo

Este estudio se estructura en tres grandes bloques temáticos. El primero incluye la aclaración de los conceptos que serán manejados para el análisis ético, integrando la explicación de la noción de ética bursátil y de justicia clásica. Además, a través del repaso histórico de la construcción clásica del concepto de justicia, se pretende poner de manifiesto los criterios formales y procesales que conforman la misma.

En el segundo apartado se lleva a cabo un estudio sobre la aplicación de los criterios clásicos de justicia, previamente identificados, a las condiciones operacionales de los mercados de valores actuales. Se pondrá de manifiesto las limitaciones que a este respecto tienen tanto los criterios de justicia conmutativa como de justicia distributiva. Seguidamente, se presenta la justificación de la utilización en el análisis ético posterior de los restantes criterios clásicos de justicia. También se procede a integrar los requisitos de justicia del mercado con los criterios clásicos antes mencionados para así confeccionar una herramienta de enjuiciamiento ético.

En el tercer apartado, se realiza el análisis ético propiamente dicho. Se comienza estudiando las circunstancias problemáticas para la salvaguarda de la equidad de condiciones operaciones en el mercado (*fairness*). Para ello, se distingue entre las que derivan de asimetrías informativas, asimetrías en el poder de negociación y en la necesidad de realización de una transacción.

Por último, se analizan los comportamientos de los agentes que potencialmente puedan suponer una quiebra de la justicia transaccional que exige el mercado de valores. Para abordar su estudio, se diferencia, por un lado, entre comportamientos que dan lugar a una manipulación de las condiciones del mercado. Por el otro, aquellos que se desarrollan en el seno de una relación fruto del mercado de valores donde existen intereses enfrentados.

2. Delimitación de los conceptos de ética bursátil y de justicia

2.1. Concepto de ética bursátil

El término “ética” etimológicamente proveniente del vocablo griego “*ethos*” que significa conducta, carácter o personalidad. Éste se concibe como “el conjunto de normas de comportamiento basadas en nuestras creencias acerca de cómo deberían ser las cosas” (De Mott, 2001).

El denominador común de las formulaciones de este concepto hace referencia al modo de actuar que se ha de observar para con uno mismo y los demás. En este sentido, se ha definido también como, “los principios, normas, y pautas de conducta que conducen a individuos y grupos” (Trevino & Nelson, 2007). También como “las conductas buenas y malas, cumplir nuestras obligaciones, respetar los derechos de los demás, actuar con justicia y equidad y tratar a los demás con dignidad” (Boatright, 2014).

El segundo término que se ha de examinar es “bursátil”. Con él se designa a aquellos mercados regulados y organizados en los que el objeto de intercambio son instrumentos financieros representativos de partes alícuotas de la propiedad de sociedades. Estos instrumentos se materializan en “acciones (...) y valores negociables equivalentes a las acciones por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieren.”¹

La conjunción de ambos conceptos lleva a la conclusión de que la ética relevante para este estudio es la que atañe a la ciencia financiera y más específicamente la relativa a los mercados de valores. Se establece así que ética bursátil es “el estudio de las circunstancias y decisiones propias de los mercados de valores que señala como buenos o malos los dilemas morales que en el mismo pueden surgir” (Oberlechner, 2007). De manera más sencilla, “las normas morales aplicadas a la actividad financiera bursátil” (Boatright, 2014).

¹ Definición de instrumento financiero en el sentido del artículo 2.1 a) del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

2.2. Noción de justicia como virtud clásica

El enjuiciamiento de las condiciones y comportamientos bursátiles desde los criterios clásicos de justicia hace necesario la aclaración del concepto de justicia que se va a manejar. El término de justicia se suele utilizar con tres diferentes acepciones. La primera de ellas, alude a su dimensión ética como virtud cardinal. Se revela así como una cualidad moral que se puede predicar de múltiples objetos y sujetos, como por ejemplo de los intercambios mercantiles, o de las mismas personas en relación con sus actos (Martínez Navarro, 1998).

La segunda acepción hace alusión a una dimensión jurídica, entendiendo como justo aquello que es conforme a un ordenamiento jurídico. Es significativo corroborar que la etimología latina de derecho (*ius*) y justicia (*iustitia*) comparte una misma raíz. La última de las acepciones usuales de justicia, en estrecha relación con la anterior, hace referencia a una dimensión institucional. La misma entiende que son los órganos judiciales determinados por las leyes los que imparten justicia (Martínez Navarro, 1998).

Para esta investigación es relevante la primera de las acepciones propuestas. Ahora bien, la determinación de la noción de justicia, como virtud, no es unívoca entre las fuentes de pensamiento grecolatino clásico. El propósito de este apartado es realizar un recorrido histórico acerca de la conceptualización y sistematización de la justicia. Se analizan, para ello, las líneas de pensamiento más significativas de la época clásica al respecto.

Los primeros teóricos que acuñaron una noción clásica de justicia que haya llegado hasta nuestros días son Sócrates y Platón. Este primero calificaba a la justicia como “la más hermosa y la primera de las artes” (Jenofonte, 1993). Además, la definía como la observancia de lo dispuesto en la ley, no por el hecho de que lo prescrito en éstas sea bueno, sino porque aunque sea molesto cumplirla, no se ha de vulnerar (Fassó, 1982).

Su discípulo Platón viene a ampliar la noción de justicia propuesta. La presenta en su diálogo de La República, como “la perfecta armonía de los elementos del alma” (Fassó, 1982). En este mismo diálogo, formula la más clásica de las definiciones de justicia, diciendo que “lo justo consiste en devolver a cada uno lo que se le debe”. Platón acto seguido, transcribe la crítica más razonable a dicha formulación, en tanto en cuanto se pregunta qué es lo que se puede deber a cada uno. En respuesta a esta pregunta, afirma que lo que se debe es lo que conviene a cada uno (Platón, 1988).

Aristóteles es el filósofo clásico que llevará a perfeccionamiento la teorización de sus maestros acerca del concepto de justicia. Además será el primero en ofrecer una categorización de la justicia, plasmándola en el Libro V de su Ética a Nicómaco. En términos genéricos explica el Estagirita que, la justicia es la más excelente y perfecta de las virtudes porque es la que posibilita el ser virtuoso con los demás buscando lo que conviene al otro, el bien ajeno, y no sólo con uno mismo (Aristóteles, 1988).

En cuanto a las distintas clasificaciones que Aristóteles enumera, éste comienza distinguiendo la justicia universal de la justicia particular. La primera, tiene un carácter arquitectónico entre las virtudes morales por ser la manifestación de todas las virtudes en su dimensión social. La segunda, hace referencia a la parte de la anterior que procura alcanzar justicia para unas determinadas personas, en una situación y según una cierta relación de igualdad.

En relación con la segunda clasificación, Aristóteles plantea una condición formal de la justicia, formulando el principio de equidad de trato a los iguales. Éste se resume en la regla de tratar igual a los que son considerados iguales y desigual a los desiguales.

“Quiero decir, que la relación en que están las cosas es también la relación de las personas entre sí. Si las personas no son iguales, no deberán tampoco tener partes iguales. Y de aquí las disputas y las reclamaciones, cuando aspirantes iguales no tienen partes iguales; o cuando no siendo iguales, reciben sin embargo porciones iguales”. (Aristóteles, 1988)

Ahondando más en la concepción de justicia particular, Aristóteles entiende por justo lo igual. La igualdad a la que se refiere se concreta de tres maneras distintas; igualdad entre prestación y contraprestación, entre el daño causado y su reparación e igualdad como proporción por la que se equiparan dos relaciones.

La primera será objeto de la justicia conmutativa, que es en la que nos centraremos por ser propia de los intercambios de bienes. La segunda atiende a la justicia correctiva y la última a la justicia distributiva. La justicia conmutativa tiene como nota característica el ser voluntaria, al nacer de la concordancia de voluntades. Además, Aristóteles explica que en toda acción de intercambio voluntario pueden darse tres situaciones;

- Que alguien salga ganando: recibiendo el bien mayor o el mal menor.
- Que las partes salgan igual, es decir, no ganen ni pierdan.
- Que una parte salga perdiendo: percibiendo el mal mayor o el bien menor.

Entre estas opciones el término medio, o lo justo, es lo igual, es decir, lo proporcionado aritméticamente. Por ello señala que el parámetro que determina la justicia o injusticia de un intercambio de bienes es su conmensurabilidad, esto es, poder medir prestación y contraprestación.

Con posterioridad a los filósofos griegos, serán los jurisconsultos romanos Cicerón y Ulpiano los que continúen delimitando la noción de justicia. Cicerón en su Tratado sobre la República expondrá que “la justicia nos manda, por el contrario, respetar a todos, velar por los intereses del género humano, dar a cada uno lo que le pertenece.” (Cicerón, 1991).

Su concepción de justicia no deja de ser sinalagmática e intersubjetiva en el sentido de que recupera la formulación platónica. De esta forma, concibe la justicia como la exigencia de procurar a cada cual lo que le corresponde. Además Cicerón es consciente de que a la justicia compete respetar la integridad de las personas con las que se entra en relación.

Una aportación que se debe a Cicerón es situar la fidelidad como presupuesto de la justicia. Éste autor entiende que “el fundamento de la justicia es la fidelidad; esto es, la firmeza y veracidad en las palabras y contratos (...) la fidelidad consiste en hacer lo que se ha prometido“(Cicerón, 1995). De esta manera, añade un nuevo parámetro para el enjuiciamiento de lo justo que impide apreciar como tal un comportamiento contrario al que una persona, por pacto, se ha obligado.

El jurista Ulpiano, recogiendo la tradición platónica y aristotélica, define esta virtud cardinal como “la voluntad firme y perpetua de dar a cada uno su derecho” en Libro I, Título I, Ley X del Digesto justiniano. Frase que pasará a la posteridad como el paradigma de las definiciones clásicas de justicia. En puridad, es una máxima heredera de la tradición platónica, con la diferencia de que especifica que lo que se ha de dar a cada persona, lo que es exigible, es “su derecho” (*ius*).

Por una parte, se trata de una noción más precisa pues un derecho posee la característica de su exigibilidad por su titular y la obligación de los demás de respetarlo. Pero, por otra parte, son comprensibles las dudas que surgen del alcance de la definición de derecho. No se aclara si éste ha de concebirse estrictamente desde una perspectiva positivista o si se hace extensivo a una concepción iusnaturalista que abarcaría todos los derechos naturales del hombre en sus relaciones con los demás.

Finalmente, Francisco de Vitoria, haciéndose eco de las tesis de Santo Tomás, señala una serie de características de la justicia. Las mismas serán fundamentales para justificar la aplicación de los criterios de justicia al análisis ético de los mercados de valores. Entre ellas señala que:

Figura i: Criterios de justicia tomista

-
- La justicia se predica siempre de un contexto relacional entre personas.
 - Se manifiesta como una razón de igualdad, que subyace de la noción de que toda persona es igual en dignidad a sus semejantes.
 - La justicia es independiente de la voluntad de los partícipes en la relación. El requisito de que el sinalagma prestacional de un intercambio se equilibre se hace dejando de lado las preferencias particulares de los interesados en la relación.
-

- La justicia es siempre debida y no una cualidad moral opcional.
- La justicia tiene un cariz abstracto y no se predica de una situación coyuntural en un contexto determinado sino que se colige de la naturaleza de aquello sobre lo que se aplica.
- La justicia, en sentido moral, se hace patente siempre a posteriori del acto injusto, es decir, cuando se ha vulnerado la posición de igualdad que la caracteriza.
- Lo justo es aquello que se ciñe a la ley. Se entiende ésta como la ley natural que el Creador ha dejado en los hombres para alcanzar el conocimiento de su Ley Eterna, que es esencialmente justa.
- A nadie se le puede causar una injusticia sino es contra su voluntad. Un presupuesto de la justicia es que la determinación de la voluntad, consciente e informada de quien sufre injusticia, anula la misma. Al no ocurrir la relación bajo una razón perfecta de débito, no se causa la injusticia.

Fuente: elaboración propia a partir de González Fabre (1998)

A partir de las características generales apuntadas se deducen, en la tradición tomista, dos principales formas de justicia. En primer lugar, la justicia general o social, que deriva de la noción de alteridad de la justicia al ser la virtud que permite orientar nuestras actuaciones al bien común. En segundo lugar, la justicia particular que subdivide, igual que hacía Aristóteles, en una justicia vertical (distributiva) y otra horizontal (conmutativa).

También son reseñables las consideraciones de Vitoria acerca del “precio justo” de los bienes plasmadas en su obra “Comentarios a la Secunda Secundae”. Su importancia radica en que el precio es la medida de la conmensurabilidad y por ende presupuesto de la justicia de los intercambios. Dicho autor, diferencia dos vías de formación de precios, una basada en los costes y otra en la oferta y demanda del mercado.

En este último caso, todo objeto de comercio vale lo que su comprador éste dispuesto a pagar por él, lo que de facto supone caracterizar la justicia como voluntariedad plena de las partes en transacción. Las limitaciones de esta afirmación son la existencia de un precio fijado legalmente, un precio corriente derivado de la fuerza del mercado o la extrema necesidad de la persona que pretende adquirirlo.

3. Aproximación del valor de la justicia a los mercados bursátiles

3.1. Aplicación y limitaciones de los criterios de justicia en el mercado de valores

3.1.1 Limitaciones al análisis de la justicia social de los mercados de valores

La justicia es una virtud relacional, en tanto que sólo se puede estimar respecto de una relación que genere obligaciones de débito para con otro. Por ello, para poder hablar de justicia en la Bolsa de valores primero se han de examinar los tipos de relaciones a las que dan lugar los mercados bursátiles. Podemos identificar dos tipos de relaciones interpartes que se dan en el seno de los mismos:

a) Relaciones intersubjetivas o “interpersonales” (González Fabre, 1998): son aquellas establecidas de manera bilateral o multilateral, directa o indirectamente entre los agentes del mercado, en aras a efectuar su propia operativa en éstos. La articulación jurídica de tales relaciones se vehicula paradigmáticamente en contratos propios de los mercados bursátiles como los de compraventa, colocación, aseguramiento, coordinación, garantía y tantos otros. Lo relevante de los mismos es que, siguiendo la terminología aristotélica, se han de caracterizar por su justicia conmutativa.

b) Relaciones políticas o sociales: en contraposición con las primeras, son aquellas que se entablan entre los mercados bursátiles y el resto del sistema financiero y económico. Atañe a las mismas la cualidad de la justicia distributiva, según la cual se reparte el fruto de la riqueza generada en los mismos, siguiendo unos criterios justos de reparto.

La primera modalidad relacional, constituye el ámbito objetivo de este trabajo de investigación. En conexión con las relaciones intersubjetivas la justicia de los mercados se predica en dos ámbitos. De un lado exige una equidad de condiciones o un mismo “*level playing field*” para la negociación de dichos contratos. De otro lado, requiere que lo estipulado en estos acuerdos sea materialmente justo, así como que su cumplimiento no atente contra la integridad del mercado y sus funciones.

Ambas exigencias de justicia de los mercados de valores derivan directamente del concepto clásico de ésta. La equidad de condiciones es la concreción del principio de igualdad de trato a los iguales así como de la noción de justicia como lo igual o lo simétrico. Unas mismas condiciones operacionales evitan que los agentes que operan en los mercados bursátiles partan con una situación ventajosa o perjudicial con respecto a los demás. Por ello, se hace justicia si todos inician su actividad en igualdad de condiciones.

La necesidad de que lo acordado en los contratos negociados en Bolsa sea materialmente justo procede de la exigencia de una igualdad aritmética propia de la justicia conmutativa. De esta forma, se hace justicia si ninguna de las partes que intercambia dinero y acciones recibe más o menos que la otra, sino algo mensurablemente igual. Por último, el comportamiento de los agentes en la negociación o cumplimiento de lo acordado ha de ser justo, en el sentido en que debe respetar la integridad de sus contrapartes y la del mercado.

En cuanto a la segunda modalidad relacional, es posible colegir que la distribución justa del beneficio de los mercados justifica moralmente a los mismos. Ello hace que se conviertan en un instrumento idóneo para el incremento del bienestar social y el respeto de los derechos (Boatright, 2014). Esto es así porque un sistema de libertad de transacción en el que todas las partes salen beneficiadas y alcanzando el “óptimo de Pareto” redundaría necesariamente en beneficio de toda la sociedad y de la economía financiera y no financiera.

Sin embargo, desde el punto de vista del juicio ético, resulta dificultoso estudiar los criterios de justicia que exigen los mercados bursátiles para alcanzar la justicia distributiva propia de este reparto. La razón fundamental que puede esgrimirse es que no existe ninguna manera de delimitar la contribución que hacen los mercados de valores al bienestar de la sociedad.

Nos encontramos ante la imposibilidad de poder inferir el *output* creado por los mercados bursátiles en pos de una mayor riqueza colectiva. Igualmente es imposible fijar unos criterios de justicia con los que asignar un resultado (que no podemos medir) entre personas que tampoco podemos determinar del todo.

Piénsese que, ni conociendo con precisión el grado de bienestar que aporta el mercado bursátil a la sociedad, podríamos asignar el excedente justamente. Esto se debe a que los artífices de la misma no son únicamente los partícipes de los mercados. También contribuyen toda una serie de sujetos extrabursátiles, como los trabajadores de empresas cotizadas, sus directivos, y de factores como políticas monetarias, fiscales, económicas que en último término emanan de la sociedad en su conjunto. Por todo ello, la justicia social no será objeto de la investigación.

3.1.2 Limitaciones a la aplicación de la justicia conmutativa

Una vez fijado el tipo de relaciones cuya adecuación a los criterios de justicia es objeto de estudio, es preciso matizar las circunstancias que hacen posible y adecuado el análisis ético de los mercados bursátiles desde la óptica de la justicia. Éstas son consecuencia de la adecuación de los parámetros clásicos de aplicación de la justicia a las condiciones de negociación y comportamientos que tienen lugar en las Bolsas. Se concretan en que:

- Las relaciones intersubjetivas que tiene lugar en los mercados de valores, instrumentadas jurídicamente a través de contratos, hacen nacer entre sus partícipes una razón de débito sinalagmática.
- Las relaciones entabladas en los mercados bursátiles son siempre abstractas. No entran en juego, *a priori* las preferencias particulares de los individuos en conexión por cuanto los mercados de valores se caracterizan por ser impersonales y cada vez más robotizados.
- Todas las interacciones entre partícipes de los mercados de valores se encuadran en un contexto de valoración de los bienes (títulos, dinero, servicios) que se intercambian. Esto lleva a un problema crucial de imposibilidad de determinación objetiva de la situación de justicia conmutativa.

Esta afirmación merece una explicación pormenorizada de los motivos del problema. Como se expuso, la justicia conmutativa que exige las relaciones intersubjetivas que surgen en los mercados de valores se caracteriza por la proporción aritmética.

Para poder aplicar la misma, el objeto sobre el que se predicaba había de ser medible, esto es, conmensurable objetivamente. En los mercados de valores los bienes que se intercambian son por definición partes alícuotas del capital social de las empresas y como tal intangibles. Esta intangibilidad es posible apreciarla, ya no sólo en el hecho de que, por estar materializadas en anotaciones en cuenta, no puedan ser aprehensibles por sus titulares, sino en lo referente a su propio avalúo.

El valor de las acciones cotizadas no es una cifra objetiva e inmutable, sino más bien un valor subjetivo “que depende de las expectativas sobre su precio futuro formadas por los agentes” (Ansotegui & alia, 2014) y que varía continuamente. De hecho, si la conformación del valor de las acciones fuera objetivo, la cifra de consenso a la que llegarían todos los analistas financieros sería única y e inequívoca. En definitiva sólo habría un mismo precio futuro.

Lo expuesto entrar en aparente contradicción con la función del mercado consistente en servir de instrumento de valoración objetivo de las cotizaciones. En este sentido, distinguimos, de un lado, el precio al que una participación societaria cotiza, que es público, objetivo e igual para todos los intermediarios del mercado. De otro lado, está el valor que los intermediarios asignan a dichas acciones, que es por definición subjetivo.

Para explicar la determinación del precio de una acción ya sea el de apertura, cierre o el precio medio ponderado, es necesario la referencia al mecanismo de formación de precios. Someramente, se trata de un sistema de conformación de precios vía oferta y demanda materializada en el cruce de órdenes.

Dichas órdenes de compraventa se entrecruzan dentro de un rango dinámico de precios con ligeras variaciones estandarizadas porcentualmente. De esta forma, superado el límite del rango por una oferta mayor o menor que la demanda existente, provoca que se subaste el precio de referencia nuevamente, bien por encima o por debajo respectivamente que el precio de referencia inicial (BME, 2018).

En el caso de BME, el mercado de renta de variable se articula a través del SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español). Por éste se unifica en un registro electrónico todas las órdenes emitidas y recibidas en las cuatro Bolsas españolas y se casan mediante un sistema basado en el criterio de precio-tiempo. Lo que se colige es que de las operaciones realizadas por todos los intervinientes en el mercado es posible confeccionar un valor objetivo al que denominamos precio de cotización.

En cambio, cometeríamos un error si únicamente analizásemos la justicia conmutativa de las operaciones efectuadas en los mercados de valores fijándonos en el precio de cotización. Si se hubiera determinado el precio de la acción a través de órdenes de compraventa no adulteradas, que reflejen de manera tempestiva y fidedigna la información en la cotización y se realiza el intercambio de manera libre y voluntaria, toda transacción sería justa si comprador y vendedor valoran, en un mismo momento temporal, y exactamente por igual cuantía, los objetos conmutados.

Ahora bien, hay una serie de elementos que no se han tenido en cuenta para el análisis correcto de la justicia conmutativa en estas transacciones. Entre ellos está que el precio de las acciones no es estático. De hecho, una vez realizada la transacción, si la Bolsa se encuentra en periodo de sesión, en la misma se habrán ejecutado órdenes con la correspondiente variación del precio objetivo de las acciones que ha sido objeto de la negociación. Por tanto, ya se habrá roto la proporción aritmética que exigían estas operaciones para entenderlas justas.

Los factores que se había dejado fuera de esta identidad son; el factor tiempo, el factor de la información y el de las distintas expectativas de los sujetos intervinientes en los mercados bursátiles, los tres estrechamente relacionados. Del primero, baste decir que debido al influjo de los factores restantes los precios objetivos de las acciones nunca son estáticos, excepto al cierre de las sesiones.

En lo que respecta a la información, ésta siempre refiere a sucesos pasados o que se desarrollan en el presente. Sin embargo es clave en la conformación de los precios al modificar las expectativas de los agentes (Ansotegui & alia, 2014).

Finalmente las expectativas son el motor que mueve las decisiones de compra o venta de todos los participantes del mercado. Asimismo, las expectativas positivas sobre un valor llevarán a proferir órdenes de compra en la creencia de que se está comprando barato, y en el futuro las cotizaciones subirán. En caso contrario se enviará al mercado órdenes de venta.

Independientemente de los problemas que puedan darse con la información, es indiscutible es que se trata de la herramienta fundamental para que los inversores proyecten los posibles precios futuros de las acciones. También para que los agentes del mercado puedan emitir un consentimiento pleno sobre las transacciones que se dispone a efectuar. En definitiva es esencial para la fijación su valor.

Para llegar a fijar el valor de los títulos de participación societaria se empleará información financiera relevante desde el punto de vista bursátil a la que se le dará un determinado tratamiento. Si hablamos de información cuantitativa, esta será susceptible de ser utilizada en los modelos estadísticos de valoración de acciones que utilicen los analistas financieros; descuento de flujos de caja, valoración por múltiplos, por comparables, “*real options*” (modelo Black y Scholes). Con ellos se proyecta cual será el retorno, más probable, de la inversión en el futuro para, por comparación con el precio actual, emitir una recomendación de compra, venta o mantener el título.

En cuanto a la información cualitativa, de difícil traducción a modelos matemáticos, ésta se integraría por todo tipo de rumor, percepción, planes estratégicos por desarrollar o conocimiento histórico entre otros. En definitiva, por cualquier dato intangible que en vez de poder ser procesado mediante sistemas econométricos y estadísticos ha de ser analizado bajo el prisma de experiencia profesional y de la intuición (Ansotegui & alia, 2014).

Lo relevante es que el tratamiento de la información, independientemente de su naturaleza, se hace en términos probabilísticos y en forma de proyecciones. Esto lleva, a quienes tratan la información, a efectuar asunciones acerca de un futuro siempre incierto. Por ello se introducen en estos modelos (a priori objetivos), un componente de expectativa, que no deja de ser subjetiva, por cuanto expresa lo que en opinión del analista o inversor sucederá con aquello que es objeto de asunción.

Es imposible, por tanto, determinar un “precio justo” medible y objetivable (valor natural) para las acciones, pues sólo es estimable su valor. Esto implica que no es posible analizar la justicia conmutativa de una transacción bursátil teniendo en cuenta el precio objetivo al que se realizó pues las acciones son instrumentos financieros cotizados que someten su precio a las expectativas de los inversores sobre su valor.

Siendo esto así, serían justas aquellas operaciones de compraventa de valores en que, dándose las condiciones de correcta publicidad, libertad y voluntariedad, las partes intercambiaran dinero y acciones que subjetivamente valoren igualitariamente. Esto nos lleva a no poder pronunciarnos sobre esta categorización de justicia para toda operación bursátil sino en un examen *ad hoc*, y por tanto a un concepto de justicia conmutativa subjetivo o, como apuntaba Vitoria, de voluntariedad plena.

Por ello, nuestra investigación analiza, los aspectos bursátiles de las relaciones intersubjetivas susceptibles de ser examinado desde parámetros objetivos de justicia clásica. En concreto, la equidad de condiciones entre participantes y la exigencia de un comportamiento que respete a los demás agentes y al propio mercado, pero no la justicia material de los intercambios.

3.2. Integración de las exigencias de justicia en los mercados con sus criterios clásicos

La configuración de una idea de justicia de los mercados de valores, no ha sido pacífica. Desde que se concibiera como la cualidad por la que todos los integrantes del mercado podían acceder por igual a toda la información relevante para la adecuada valoración de los activos financieros (Lev, 1988), han sido contantes sus reinterpretaciones.

Entre las mismas, destaca el trabajo de identificación de siete derechos exigidos por el principio de justicia en las Bolsas de valores de Shefrin y Statman (1993). Entre éstos derechos se ubicaba; la autonomía de la libertad, el derecho a recibir información verídica y sin omisiones, la equidad en el acceso a la información, el igual poder de procesamiento de la misma, la libertad de operativa frente a las pulsiones, los precios fijados de manera eficiente y la equivalencia en los poderes de negociación (Shefrin & Statman, 1993).

De entre las interpretaciones más modernas destaca la concepción de justicia en los mercados de valores de Boatright (2014). Siguiendo los postulados de este autor, la justicia en los mercados de valores requiere, en primer lugar, contemplar dos aspectos; uno procedimental y otro sustantivo.

Por un lado, todos los participantes iguales del sistema han de ser tratados conforme a unas mismas pautas previamente acordadas. Esta es la regla de justicia formal. En definitiva, supone la necesidad de una igualdad de trato a los iguales o “equidad de trato”. Si recordamos éste es, a su vez, uno de los criterios clásicos de justicia ya enunciado por Aristóteles.

La dificultad mayor para adaptar este principio clásico a la justicia de las condiciones operacionales y comportamientos del mercados es la determinación de la cualidad de iguales entre los sujetos que entran en relación (Nieves García, 2005). La concepción clásica de justicia tampoco ofrece una solución unívoca que nos permita categorizar a los participantes iguales y los desiguales pues ésta diferencia no se puede determinar apriorísticamente. En esta investigación se han propuesto tres criterios para ello:

Figura ii: Criterios de igualdad entre las partes

Criterio	Explicación
Participación en el mercado de valores	Todos los intervinientes en el mercado, por el hecho de operar en él, deberían ser tratados por igual. Es posible la discriminación de trato con los sujetos que no participen en los mercados.
Coyuntura Subjetiva	Se permite la discriminación de trato entre sujetos con diferencias justificadas en su naturaleza, conocimiento, experiencia, inversión previa, esfuerzo o mérito entre otros.
Función que desempeñan en el mercado	Sería permisible considerar desiguales a aquellos participantes del mercado que llevan a cabo una función específica distinta dentro de la operativa del mercado; a modo de ejemplo; los entes de contrapartida central, arbitraje, inversión especulativa o de control.

Fuente: elaboración propia a partir de Nieves García, (2005)

La justicia bursátil también requiere para Boatright de un elemento sustantivo. Este se concreta en que los criterios que se aplican por igual a los que intervienen en los mercados, sean materialmente justos. En nuestro análisis, supone la valoración de que las condiciones operativas del mercado y los comportamientos de los agentes sean sustancialmente justos. Para el estudio de este aspecto de la justicia de los mercados se utilizarán los criterios de índole material de la concepción clásica de justicia.

En primer lugar, las reglas que se apliquen a todo los participantes en la Bolsa han de ser respetuosas con la integridad de los demás y “velar los derechos del género humano” (Cicerón, 1995). En otras palabras, no se pueden vulnerar los derechos inalienables que derivan de la dignidad de los operadores en el mercado como personas. Es reseñable que el criterio de justicia por el que “las transacciones han de hacerse sin usar al otro y sin fraude” (Duska, 2007), suele introducirse en los análisis efectuados por la doctrina científica pero no desde el prisma de su exigencia por un principio clásico de justicia.

Por otro lado, se han de procurar dar a cada participante “su derecho”. Esto es lo que le corresponda y pueda exigir. Siguiendo la concepción legalista de Ulpiano, los agentes de los mercados de valores podrán exigir el respeto de sus derechos legales. En cambio, siguiendo la noción tomista de lo que cabe exigir, ésta incluye no sólo los derechos que derivan del pacto entre los hombres sino los que éstos por naturaleza tienen. Acerca del contenido de este derecho natural, el propio Santo Tomás establece que:

“(H)ay ciertos principios naturalmente conocidos, a modo de principios cuasi indemostrables y lo que está próximo a ellos, tales, como hay que evitar el mal; que nadie debe ser dañado injustamente y otros similares” (Santo Tomás, 2001)

En definitiva, los agentes del mercado pueden exigir el respeto de sus derechos morales, entre los cuales se encontraría; el derecho a no ser engañado, a no ser utilizado o a tomar sus decisiones de inversión de forma libre entre otros. Indiscutiblemente la diferencia con los derechos legales, es que éstos dependen de la relación jurídica subyacente y por tanto no se pueden determinar fuera de un contexto. En cambio los derechos morales son inmutables y prevalecen de los que procedan del convenio entre agentes.

No menos importante es el presupuesto clásico de la justicia enunciado por Cicerón relativo al principio de confidencialidad. En lo que respecta a este criterio, no se podrá reputar una condición de negociación o conducta como justa si uno de los agentes del mercado, de forma contraria a lo que se obligó voluntariamente, rompe sus promesas.

Además del aspecto formal y material de la justicia de los mercados, esta virtud se predica con respecto a las dos dimensiones de la misma que forman parte de nuestro análisis. Por un lado, las condiciones operativas en las que tienen lugar las transacciones y que conforman el *level playing field*. Por el otro, las prácticas que se ponen en juego con la realización de las transacciones.

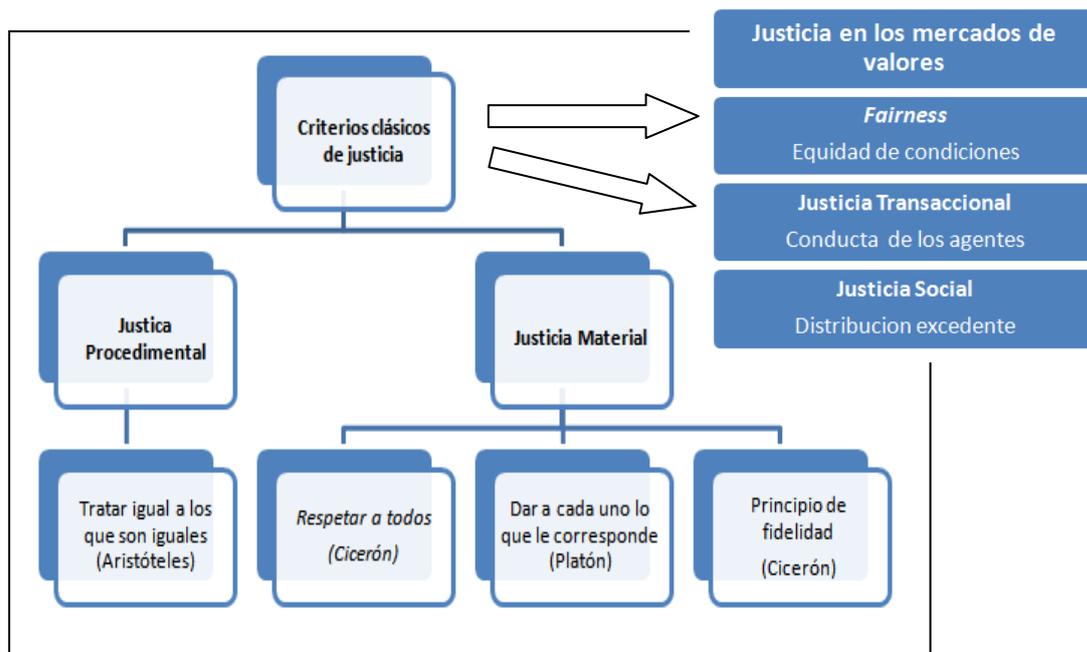
La primera de estas dimensiones de justicia alude al *fairness* del mercado. Se entiende como la equidad de condiciones operacionales a través de las cuales podemos decir que todos los participantes gozan de las mismas oportunidades de salida. Éste mismo *level playing field* dependen de los organismos rectores de las Bolsas y sus reguladores que son los que fijan dichas condiciones.

Las segundas atienden al ámbito de la justicia transaccional. Requiere de prácticas que, respetando la dignidad de las personas y los fines del mercado, no supongan situaciones de abuso de éste e impliquen fraude y manipulación de precios.

Aunque estas últimas no se traten de condiciones operativas estrictamente, están estrechamente ligadas con ellas. Por un lado, las condiciones de negociación se orientan a la eliminación de los comportamientos que trasgreden la justicia transaccional. Por otro lado, una mala praxis de los participantes del mercado tiene su reflejo directo en la fijación de los precios de los valores cotizados que supone, *per se*, una condición operativa y por tanto relativa al *fairness* en el mercado.

Fijados los criterios de justicia clásica y las dimensiones de la justicia del mercado de valores a los que es posible su aplicación, se ha confeccionado una herramienta de enjuiciamiento ético del siguiente modo:

Figura iii: Herramienta de análisis ético



Fuente: Elaboración propia

4. Análisis de la equidad de condiciones para la operativa justa en los mercados

Partimos de una noción de justicia clásica que exige para su existencia una igualdad o simetría. Por ello, los problemas de injusticia en relación con las condiciones en las que los participantes acceden y operan en los mercados de valores serán, por definición, condiciones asimétricas entre ellos. Estas desigualdades pueden ser de diferente índole;

- De Información; pensemos en los supuestos en que los inversores desconocen las características de las acciones, su naturaleza financiera o el riesgo inherente.
- De poder de negociación; conllevan a que la parte más fuerte de la relación pueda coartar o imponer por la fuerza condiciones más beneficiosas a su favor en las operaciones bursátiles.
- De necesidad; entre una parte inversora, compelida por sus instintos a efectuar operaciones, y otra a la que no afecta dicha pulsión. Ésta necesidad puede ser de origen patológico o inducida. (González Fabre, 1998)

4.1. Asimetría informativa entre los agentes del mercado de valores

La información en los mercados de valores es un activo intangible con valor para sus intervinientes (Prat & Arroyo, 2000). Siendo esto así, que quien posee mayor cantidad o calidad de información se posiciona frente al resto de los partícipes del mercado en una situación de ventaja frente a quien carece de ella (Boatright, 2014).

Por otro lado, es importante clasificar la información que atañe al mercado según su naturaleza, pudiendo ser ésta: pública, restringida, que sea obligatorio comunicar al regulador o información secreta (Ansotegui & alia, 2014). La relevancia de esta categorización reside en que dependiendo de cómo calificuemos una información, ésta influirá en la difusión y uso permitido de la misma.

La eventual asimetría informativa tiene una doble manifestación. De un lado, deja de haber un verdadero escenario competitivo entre los integrantes del mercado (Boatright, 2014).

Los agentes desinformados, o con información mendaz, tienen menos posibilidades de incorporar datos, que otros sí conocen, para efectuar sus proyecciones de precios y tomar sus decisiones de inversión. La carencia o falta de calidad de la información se convierte en un factor de expulsión de los agentes menos informados para operar en Bolsa.

Por otro lado, la asimetría informativa redundante en una menor eficiencia de los mercados financieros (Boatright, 2014). La base de este argumento son los principios que la teoría económica predica de los mercados eficientes, entre los que se encuentra la información perfecta de sus integrantes. Se parte de la idea de que la virtud de la eficiencia de los mercados sólo es posible alcanzarse si las partes de una transacción de valores se benefician mutuamente.

Pero ello ocurre si ambas pueden tomar su decisión a la vista de toda la información relevante a tal efecto. Se establece así que un mercado de valores es eficiente en la medida en que la información que atañe al mismo, independientemente de su naturaleza, se vuelque en éste, sustanciándose en una correcta formación de los precios de las acciones. (Boatright, 2014)

En lo que respecta a los dilemas éticos relativos a la disposición de información financiera, existen tres posibles focos de alteración de las condiciones de equidad de los participantes de los mercados, a saber:

- El uso de la información por quien no está autorizado para ello.
- Que una información no sea accesible por los agentes que debieran conocerla.
- El hecho de que la información se difunda a aquellos que no deberían tener constancia de la misma.

(Ansotegui & alia, 2014)

4.1.1 Problemas de justicia derivados del uso no autorizado de información financiera: *Insider trading*

Comenzando por el primer grupo de situaciones problemáticas, la práctica de de disposición indebida de información más frecuente recibe el nombre de *insider trading*. Se puede definir ésta como “la operación o la incitación a operar en el mercado de valores con información que no es pública” (Boatright, 2010).

Esta información no pública recibe el nombre de privilegiada y hace alusión a “aquella información relevante no pública, referente a valores mobiliarios que, si se conociera, influiría en las cotizaciones” (Arroyo Rodríguez & Vaquero Lafuente, 2005).

Es importante reseñar las dos condiciones que exige una información para calificarse como tal. De un lado, su relevancia, que se mide en la medida en que la información, si fuera conocida, influiría en las cotizaciones. De otro lado, su falta de publicidad, pues sólo es conocida por los llamados *insiders*, enterados o iniciados (Prat Prat & Arroyo, 2000).

También es relevante para nuestro análisis conocer que existen dos grados de iniciados en función de la proximidad de la fuente de información. De esta forma, distinguimos a los iniciados de primer grado como aquellos que perciben la información por motivo de su profesión o funciones. Sería el caso de los datos conocidos por los directivos o los consejeros ejecutivos (Arroyo Rodríguez & Vaquero Lafuente, 2005).

Por contraposición, los iniciados de segundo grado son aquellos que obtienen la información directamente de los iniciados de primer grado. A priori, son imposibles de categorizar por la gran variedad de canales y circunstancias por los que éstos pueden llegar a apropiarse de una información (Arroyo Rodríguez & Vaquero Lafuente, 2005).

Generalmente, las discusiones éticas acerca de esta práctica giran en torno a la disputa de preponderancia entre eficiencia o la equidad de las condiciones de participación en el mercado. De esta manera, se esgrimen una batería de argumentos a favor y en contra de la permisión ética del *insider trading*, que procedemos a señalar:

Figura iv: Argumentos éticos acerca del insider trading

Argumentos a favor de su permisión	Argumentos en contra de su permisión
<p>Mejor y más rápida fijación de los precios: suponen una “difusión natural” de éstos por el que las cotizaciones reflejan de manera más fidedigna la situación real del activo subyacente.</p> <p>(Khanna & Slezak, & Bradley, 1994)</p>	<p>Supone una vulneración de los derechos de propiedad industrial: la información con que se opera es un activo cuya propiedad y derecho de explotación pertenece a la sociedad.</p> <p>(Prat & Arroyo, 2000)</p>
<p>Reduce el riesgo: las cotizaciones reflejan una información próxima a las fuentes y por tanto más fiables que las estimaciones o los rumores (Manne, 1965).</p>	<p>El uso de información no pública sitúa al <i>insider</i> con ventaja frente al resto de los agentes que no pueden acceder a dicha información. (Boatright, 2010)</p>
<p>Aminora las oscilaciones bruscas de los precios (Manne, 1965).</p>	<p>La disposición de información no pública vulnera el principio de confidencialidad inherente al puesto profesional por el que se ha obtenido la información.</p> <p>(Prat & Arroyo, 2000)</p>
<p>El empleo de información no pública beneficia a quien la posee y usa como al que no la posee (Manne, 1965).</p>	<p>Se expulsa del mercado a los agentes que no tienen ni pueden tener esa información privilegiada (Kraakman, 1991)</p>
<p>Efecto difusión a coste menor: se prescinde de obligaciones formales, materiales y temporales de comunicación (Nieves García, 2005).</p>	<p>Permitir su uso aumentaría los costes de los agentes en el reforzamiento de sus sistemas de seguridad para impedir las filtraciones (Nieves García, 2005).</p>
<p>La delimitación de la información secreta es imprecisa. Un ejemplo de esa laxitud es la definición legal de información privilegiada (art. 225 del RDL 4/2015).</p>	<p>Si la empresa propietaria de la información permitiera que sus trabajadores la usaran, podría ocasionarse un conflicto de intereses.</p>

Fuente: Elaboración propia

En lo que respecta a nuestro análisis, la primera precisión que debe hacerse es que la mayoría de los argumentos expuestos aluden a la eficiencia de los mercados. A pesar de la vinculación entre justicia y eficiencia, el segundo parámetro no es un criterio exigido por la concepción clásica de justicia para entender que existe una equidad de condiciones. En todo caso, se trataría de un elemento orientador, en el análisis de justicia de una condición operativa, desde su vertiente material, relativo al respeto a la integridad del mercado y sus fines.

En lo referente a la justicia procedimental, debemos preguntarnos si el *insider trading* vulnera la exigencia de la equidad de trato a los agentes considerados iguales. Por ello es fundamental delimitar la condición de iguales de los *insiders* con respecto a los que no usan información privilegiada. Debemos partir del hecho de que los primeros operan, o incitan a operar, con información que no sólo no es pública, sino que es “información inaccesible” para el resto de los agentes del mercado (Boatright, 2014).

La información privilegiada es un tipo de información no pública, igual que puede ser no pública la información resultante de un proceso de análisis de datos de una entidad dedicada a la asesoría financiera. Es patente, a priori, que la condición de operar con información no publicada por el regulador no puede ser, sin más, un criterio definitorio que no justifique una asimetría de trato.

En este sentido, habrá circunstancias en las que disponer de información no pública esté justificado y ello permita un tratamiento diferenciado hacia quienes poseen dicha información. Por regla general, quedará justificado el uso de datos no públicos si a través de una misma información pública es posible, aunque se disponga de medios de procesamiento de datos y modelos de valoración distintos, obtener la misma información privada.

Lo que diferencia esta condición de la práctica del *insider trading* es que el iniciado opera con información que está fuera del alcance del resto de participantes del mercado. Es una información, a la que ningún agente del mercado puede llegar usando el resto de información pública disponible para ello.

Esta imposibilidad de acceso a los datos, no cumple con la justificación del uso de información no pública que antes hemos aludido. Por ello, podemos concluir que no habiendo criterios que justifiquen la desigualdad de tratamiento entre *insiders* y el resto de operadores, es una práctica que infringe las exigencias de la justicia procedimental. Esto es patente a la luz de que, a operadores del mercado, considerados iguales, se les aplican criterios de actuación, con respecto a la información que manejan, diferentes.

Por otra parte, se ha de examinar si esta práctica infringe las condiciones de justicia sustantiva que requiere la equidad de condiciones operacionales en el mercado de valores. Atendiendo a los criterios materiales de justicia clásica, siempre hay una parte involucrada, aunque sea indirectamente, en la negociación que no recibe lo que le corresponde, o su “derecho”.

Justificando esta afirmación, el *insider trading* supone la vulneración de dos derechos que derivan del pacto entre los agentes. Éstos pueden ser exigidos por el agente con el que el *insider* mantiene una relación laboral y por cuya virtud se ha obtenido el acceso a esta información. Por un lado se infringe el derecho de propiedad que la corporación ejerce sobre la información usada. De esta forma, se le priva de su legítimo derecho a usar y beneficiarse de esa información, que es lo le correspondería, en caso de que pueda hacerlo.

De otro lado, se vulnera el deber de confidencialidad que el iniciado tenía con la empresa debido a su relación jurídica con ésta. Por virtud de esta relación, el principal adquiere el derecho a exigir de su agente el primar los intereses de la empresa por encima de los suyos propios. Dentro de esta premisa se incluye el no usar, ni incitar al uso, de información sensible. Por tanto, a la sociedad propietaria de la información le pertenece exigir esa pauta de conducta a su empleado debido a que éste prestó su consentimiento libre y voluntariamente para obligarse por las mismas.

Las mayores objeciones de este razonamiento es que no siempre el iniciado ha prestado su consentimiento de obligarse a guardar un deber de fidelidad. Esto se produce en el caso de los *insiders* de segundo grado, que pueden o no, tener relación con la empresa. Para esos casos, seguiría siendo de aplicación la injusticia que supone para la empresa que, como propietaria de la información, se le niega la capacidad de lucrarse de ella.

Además podríamos preguntarnos si esta práctica supone la violación del derecho moral de los participantes del mercado a conocer una información que por definición tiene la cualidad de influir en la formación del precio de los títulos valores. Desde el prisma de los criterios clásicos de justicia diríamos que sí es una práctica vulneradora de tales derechos.

En este sentido, los agentes del mercado pueden exigir que su toma de decisiones se efectúe con información suficiente como para entender que su voluntad de negociar se ha conformado sin vicios. De lo contrario se estaría obviando el derecho inmutable, derivado de la ley natural, a la libertad de los agentes, que no podemos considerarla desligada de la verdad. Claramente, la incapacidad de acceder a dicha información afecta a este proceso de configuración de sus decisiones de inversión y por tanto a su libertad.

Otro aspecto digno de estudio, y antes apuntado, es si el tratamiento mismo de la información privilegiada, desde un aspecto de justicia formal atenta contra la equidad de trato. Habiendo concluido que no existen diferencias justificadas para aplicar criterios distintos a la información no pública de *insiders* y el resto de agentes del mercado, la respuesta a la pregunta ha de ser afirmativa.

Es patente que hay una asimetría entre los requisitos que se exigen para las informaciones relevantes y las que tienen una información que, sustantivamente, es relevante pero no se trata como tal. Las reglas de las que el mercado se ha dotado para proceder ante informaciones que puede influir en las cotizaciones de los valores son múltiples y depende de la naturaleza de la información. En el caso de que ésta sea secreta, se impone un criterio de abstención de actuaciones para que lo siga siendo.

En el caso de que se trate de información que se deba comunicar, se requiere seguir unas pautas de plazos, trámites así como una determinada publicidad. Nótese que ninguno de estos requisitos es observado por la información usada para el *insider trading*. Como resultado de ello, aquéllos que se someten a las prescripciones formales de comunicación quedan en desventaja frente a quienes no se someten a dichos cauces. Todo ello frente a una información que, según se ha aclarado, es de la misma naturaleza.

Dichas ventajas se concretan en un mayor coste para quienes cumplen la obligación de comunicar. Este coste es económico, aunque sea marginal, por los documentos que se haya de presentar y temporal. Sin embargo, la mayor ventaja es que la información del *insider* escapa a la fiscalización del regulador. La información comunicada queda pendiente de decisión por la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), por ejemplo suspender la cotización. En cambio, la información privilegiada del iniciado no es objeto de control por el regulador al no comunicarse a éste.

Por tanto, las ventajas que obtienen los *insiders* por el empleo de información privilegiada son injustas en la medida en que se trata desigualmente a una información relevante que es sustancialmente igual. De esta forma, la información objeto del *insider trading* vulnera la equidad de trato y de trámites a que se debe someter toda información relevante, imposibilitando la igualdad de condiciones que exige el *fairness* del mercado.

Las mismas consideraciones procedería hacerse al *gun jumping* que es una modalidad de *insider trading*. Consiste en efectuar transacciones de valores negociables con información que está en trámite de hacerse pública pero todavía no es de libre acceso para la colectividad de operadores de la Bolsa. Se puede dar tanto en el mercado primario, con la suscripción de una oferta pública inicial, antes de su registro inicial en la CNMV, o en el mercado secundario con la mera disposición de datos no públicos.

4.1.2 Problemas de justicia derivados de la falta de difusión de información

El segundo de los problemas con respecto a la disposición de la información, es la ausencia de difusión a los agentes que debieran conocer la misma. Para evitar que esto ocurra son relevantes al respecto las obligaciones de información de las empresas cotizadas y las empresas de servicios de inversión. Estas últimas han sido ampliadas al amparo de la nueva Directiva 2014/65 relativa a los mercados de instrumentos financieros conocida como MIFID II.

En cuanto a las obligaciones de suministrar información de las empresas cotizadas distinguimos tres tipologías. A las primeras podríamos denominarlas “permanentes” o “periódicas” y son las relativas a la publicación de estados financieros, participaciones significativas, e informe de auditoría entre otros aspectos.

Estas exigencias informativas son trimestrales, semestrales o anuales (dependiendo de los casos). Por ello, han de ser complementadas pues en los mercados suceden hechos, más o menos importantes, todos los días. Nace así la obligación de información de comunicación de hechos relevantes a la CNMV y de comunicación de toda transacción con partes vinculadas.

La tercera tipología de obligaciones de información de las empresas cotizadas hace referencia a los requisitos de información durante la emisión de nuevas acciones, es decir, en las ofertas públicas de venta. Para ello, requieren la confección y publicación de un Folleto Informativo en el que se detalla, de cara a los potenciales inversores, las condiciones específicas de los títulos que serán objeto de emisión.

En cuanto a las obligaciones de información de las empresas de servicios de inversión la nueva regulación de MIFID II supone un avance hacia una mayor transparencia. Sus principales novedades radican en el deber de informar si su asesoramiento es dependiente o no. Es decir, deben comunicar al cliente si cobran incentivos por la recomendación de determinados valores o no. Por otro lado, se introducen exigencias de información bilaterales entre ambas partes de la relación. En este sentido, se exige acreditar el conocimiento financiero del cliente, para determinar el riesgo que puede asumir y los productos en que puede invertir. También se le han de detallar los costes de gestión y las comisiones que el asesoramiento le está suponiendo (Aguilar, 2014)

Desde el punto de vista de nuestro análisis ético, debemos examinar si las situaciones en que una información, que debiera ser pública y no lo es, constituyen la quiebra de equidad de condiciones del mercado. Partimos del presupuesto de que nos referimos a una información relevante, como para influir en las cotizaciones del mercado, pero que sin embargo es ocultada.

En relación a las exigencias de la justicia procesal, es patente que si a dos informaciones relevantes, por tanto de naturaleza análoga, se les confiere un trato desigual, se estaría atentando contra la exigencia de justicia clásica de equidad de trato. En el presente caso, el tratamiento asimétrico radica en que algunas informaciones relevantes cumplen con las pautas de publicidad y otras no.

La regla de actuación de la que se ha dotado el mercado, ante casos de información que afecte a las cotizaciones, es la obligación de su comunicación. Su necesidad estriba en que ponerlas en conocimiento del resto de la comunidad de participantes en Bolsa permite a éstos partir de una misma información pública para la toma de decisiones.

De esta forma, quien opta por la no comunicación obtiene una ventaja injustificada con respecto al resto que es doble. Para empezar, no incurre en los mismos costes de tiempo y recursos que los demás deben sufragar para efectuar la difusión de la información. En segundo lugar, oculta una información de la que se puede aprovechar únicamente la empresa propietaria de la misma, siendo inaccesible para el resto llegar con información pública a conocer esos datos relevantes para la correcta formación de los precios.

Por otro lado, es necesario examinar si se vulneran los criterios materiales de justicia clásica para el examen completo de la equidad de condiciones sobre esta problemática. Tal como se fijó, uno de los criterios sustantivos de justicia clásica es que las partes de una relación tienen derecho a recibir lo que les corresponde, su derecho.

Antes se concluyó que los participantes del mercado de valores tenían el derecho moral de tomar sus decisiones de inversión con una información que razonablemente permitiera otorgar un consentimiento no viciado. En este caso, todos los inversores, incluida la empresa que retiene la información, participan del mismo sistema de negociación que es la Bolsa. Si ello es así, las relaciones que se establecen en el seno del mercado, han de otorgar la capacidad de exigir el acceso a la información necesaria para el cumplimiento del derecho antes enunciado. Si no éste derecho quedaría vacío de contenido.

Por ello, negar a los demás agentes del mercado una información relevante, que el mercado señala como pública, supone vulnerar su derecho, también legal, a exigir la misma. Además, nótese que las obligaciones de difusión de información (morales y legales), la empresa retenedora de ésta las aceptó voluntariamente, aunque sea tácitamente, por su participación en los mercados de valores.

Una precisión que se podría hacer a este análisis es la dificultad de determinar los límites concretos de ese derecho que tiene los participantes de la Bolsa en relación con las obligaciones de comunicación. El mayor problema con el que nos encontramos es que todos los requisitos de información, al menos los legales, son puramente formales y no materiales (Ibáñez Jiménez & Fernández Fernández, 2002). Es decir, no hay obligación de comunicar los motivos estratégicos que subyacen detrás de los datos que aportan las empresas cotizadas a las que afecta la obligación.

A priori, ello supone una asimetría informativa entre el equipo directivo, que sabe el plan estratégico en el que se encuadra un operación y los inversores, ya sean institucionales o particulares, que desconocen la misma. Lo que nos debemos preguntar es si la falta de comunicación de una información material, que aluda a los motivos de los datos, supone la vulneración de la equidad de condiciones desde el prisma de los criterios clásicos de justicia.

Siguiendo nuestro esquema de enjuiciamiento, primero examinaremos si esta circunstancia atenta contra el criterio de justicia procedimental. Para ello ha de estudiarse si la empresa que se reserva una información material y los inversores que potencialmente negocian con sus títulos se pueden considerar iguales a efectos de la equidad de trato. La igualdad de los sujetos en esta transacción, a estos efectos, no se enerva alegando su diferente condición subjetiva, sus funciones o sus méritos. Todas las empresas cotizadas tienen las mismas obligaciones de información por participar en el mercado de valores.

Si sólo atendiésemos al criterio de la equidad de trato, no habría razones que justificasen que las sociedades cotizadas ocultasen información material. Ahora bien, sabemos que éste no es el único criterio de justicia para valorar la adecuación de esta situación a la equidad de condiciones operativas del mercado. De este modo, entran en juego los parámetros de justicia material de estas reglas. Desde el prisma de lo justo como aquello que pueden exigir las partes en negociación, la cuestión se revela como un conflicto de derechos naturales.

En un lado de la ecuación hay una empresa cotizada con una información lo suficientemente sensible como para comprometer su propia existencia, algo a lo que por otra parte tiene derecho. En el otro lado, se sitúan los inversores que eventualmente entran en relación con ésta y que tienen derecho a ser informados para conformar una voluntad libre a la hora de negociar.

Se ha de establecer, por tanto, una prioridad entre los derechos que entran en colisión. Para determinar su preferencia, uno de los criterios clásicos de justicia es el respeto hacia los demás. Por ello es fundamental examinar la situación a la luz del propósito que con su ocultamiento quiere lograr la empresa cotizada. Si con el ocultamiento se trasgrede el respeto debido a los demás operadores, mediante su engaño, ante unos derechos en colisión, prima aquel que pueda exigirse sin vulnerar la integridad de los demás operadores.

Por tanto, si la falta de difusión se orienta al ocultamiento de una información referente a las razones de un mal resultado o estrategia, y por tanto al engaño, ha de primar el derecho de los inversores de preservar una libre capacidad de decisión. Esto así por ser aquel derecho cuyo cumplimiento no requiere engañar al resto de agentes, y por tanto respetar su integridad.

En cambio, si la empresa lo que omite son secretos profesionales relativos a su forma de competir y mantenerse en el mercado, ha de prevalecer el derecho de la sociedad cotizada a seguir desempeñando su función en el mercado. En ese caso, el ejercicio de los derechos que pueden exigir las partes no conculca el deber de respeto a los demás, ya que su pretensión es no efectuar una maniobra fraudulenta. Sin embargo, considerando que el bien natural primero de las sociedades es su supervivencia y en cambio no ocupa el mismo puesto en el resto de agentes la verdad, ha de anteponerse el primero.

El problema puede resolverse si ampliamos el análisis al resto de empresas con información material. Si prevaleciese el derecho de los inversores a conformar libremente su voluntad negocial, en definitiva, se estaría dando un trato igual a empresas que no lo son. Entrarían en la ecuación, de acuerdo al examen de justicia procesal, las empresas que han desarrollado estrategias de competición y a las que no.

Las primeras han efectuado actividades de inversión que el resto de competidores no ha hecho, estando éstas a su alcance. Siendo esto así, la desigualdad de trato justificada de estas empresas innovadoras no tendría virtualidad por la confluencia de los derechos de los inversores. Premiar injustificadamente a las empresas rezagadas que pudiendo haber desarrollado mejores estrategias no lo han hecho, quiebra el principio de la equidad de trato entre éstas. Por ello debe primar en nuestro análisis el derecho de la empresa a reservar información sensible que permita la continuidad de la misma.

4.1.3 Problemas de justicia derivados de la difusión no autorizada de información

El último problema relativo al uso de la información engloba supuestos en que se da acceso a la información a un agente que no debería conocer ésta. Evidentemente, en los mercados bursátiles, esta situación sólo es imaginable cuando estamos ante información que no se tenga la obligación de comunicar y se difunda a un competidor u otro agente.

Los sujetos que reciben esta información no son aleatorios. Englobaría a todo operador que pueda utilizar esta información sensible contra la empresa a la que conciernen esos datos. También a aquellos que, en connivencia con quien suministra la información, pudieran actuar contra el resto de los miembros del mercado, falseando la competencia. Sin entrar a valorar el uso fraudulento de dicha información, debemos estudiar si esta difusión indebida de datos vulnera el requisito de equidad de condiciones en los mercados de valores.

En relación con el aspecto procedimental de la justicia, las pautas de comportamientos que se aplican a todos los participantes iguales han de ser las mismas. La regla de la que se ha dotado el mercado exige que los datos sensibles con los que las empresas pudieran llegar a una situación colusoria, aunque sea tácita, se mantengan lejos del alcance de sus competidores. No aplicar esta regla a empresas que comparten información susceptible de modificar las condiciones de mercados supondría una injustificada desigualdad de trato con respecto a las demás empresas, iguales que las primeras, a las que sí se les aplica la pauta de comportamiento.

Desde la vertiente sustantiva de la justicia, esta difusión indebida de información supondría un exceso respecto a lo que los agentes del mercado pueden exigir. La empresa receptora de datos, que no debía conocer, se hace depositaria de una información cuando ello no le corresponde, por tanto a los que no tiene derecho. La justificación que subyace a la prohibición de compartir determinada información, es evitar comportamientos abusivos de los agentes y por tanto su análisis corresponde al apartado de justicia transaccional.

4.1.4 Problemas de justicia derivados de la veracidad de la información

Las cuestiones problemáticas relativas a la mera posesión de información financiera pueden ser de tres categorías; los que surgen de la cualidades de la información, su tenencia y las condiciones de acceso a la misma (Boatright, 2010). En lo que respecta al primero, se trata en definitiva de un problema de transparencia en el mercado de valores. Ésta se mide en las variables de: veracidad, integridad, grado de difusión y tempestividad de su comunicación y recepción.

El problema de la veracidad de la información se relaciona directamente con la calidad y fiabilidad de ésta para los agentes que la reciben, utilizan o de forma indirecta les afecta. En este sentido, difundir en el mercado datos falaces tiene dos implicaciones éticas. La primera es que el sujeto que profiere los datos falsos miente, es decir, “habla en contra de lo que uno piensa con intención de engañar” (Prat & Arroyo, 2000).

Esta actuación es contraria a uno los más elementales criterios de la ética que es “atribuir a los demás lo mismo que nos atribuimos a nosotros mismos” (Ansotegui & alia, 2014). Para nuestro análisis, proceder así atenta contra el principio clásico de justicia de velar por respeto del género humano.

Todos los agentes que operan en Bolsa quieren disponer de información que sea fidedigna para poder realizar sus estimaciones y tomar sus decisiones sobre información no falsaria. Atribuirse la capacidad de mentir supone situarse fuera de esta lógica y vulnerar el derecho de los inversores a conformar su voluntad comercial sin vicios. La segunda consecuencia de la información falsa se produce en la persona que de buena fe recibe la información.

Podemos preguntarnos si toda información falsa que se filtra al mercado supone quebrar la equidad de condiciones del mercado. Una postura defendible, a favor de que no siempre es así, es la que diferencia la fuente y el contexto en que se filtran los datos al mercado. En este sentido, la desigualdad de trato de las informaciones falsarias se justifica por su condición objetiva e idoneidad para provocar el engaño de su receptor.

De este modo, se puede pensar que en los canales formales de comunicación, los institucionales, toda noticia falsa, es susceptible de llevar a los agentes del mercado a engaño. La razón fundamental es la confianza que tienen depositados los inversores en los mismos pues son los medios de comunicación autorizados y oficiales.

Los canales informales, no gozan de esa cualidad por ello la idoneidad del bulo debe verse en contexto en que se produce la difusión. A modo de ejemplo, una reflexión jocosa en una reunión de empresarios es difícil pensar que lleve a engaños a la comunidad de inversores. En cambio, la misma información publicada en un diario económico de tirada nacional sí lo puede ser.

Centrándonos en los supuestos en que es posible que una información falsa sea tenida por verídica, debemos examinar si éstos quiebran la equidad de condiciones que exige el *fairness* del mercado. Para este análisis, partimos de que al receptor de una información falseada se le está privando de la posibilidad de realizar proyecciones de futuro sobre mercado en desventaja con la persona que conoce la información verídica.

Pero, más importante que eso, se conculca el derecho de los agentes a poder emitir un consentimiento pleno e informado. De tal manera que, si el operador hubiera contado con información verídica no hubiese adoptado a la misma decisión.

Las mentiras pueden adoptar tres formas; la falsificación de la verdad, la evasión de la verdad y el ocultamiento de la verdad (Prat & Arroyo, 2000). La primera de las formas es la que se ha examinado. Las dos últimas formas de mentira atienden a un problema de integridad de la información o "*full disclosure*". En este sentido, la información es útil para el mercado, no sólo si es verdadera, sino si está completa.

Se causa así el mismo efecto al comunicar unos datos mendaces que unos incompletos a efectos de que los integrantes del mercado dispongan de información relevante para su toma de decisiones y todos se sitúen en posición de igualdad.

Por ello, toda forma de mentira, idónea para ser creíble, rompe la equidad de condiciones de los mercados de valores. Desde los parámetros de la justicia procedimental se rompe el principio de igualdad de trato. A todos los sujetos intervinientes en el mercado se les exige verter a éste información contrastable, fidedigna y completa. No aplicar la misma regla a quien emite señales falaces, cuando el hecho que motiva dicha regla es la simple participación en el mercado, constituye un trato desigual a sujetos iguales. Por tanto se les otorga a estos últimos una ventaja injusta frente a quienes hacen una comunicación de datos verídica.

Desde la óptica de la justicia sustantiva, mentir al resto de agentes del mercado supone negar las más elementales normas de respeto exigido por la dignidad de los demás. Incluida la vulneración de los derechos morales de los agentes a no ser engañados y a conformar su voluntad libremente de acuerdo con información veraz. Además implicaría irrogar al agente que miente un derecho no puedes exigir como es el proferir datos falsario.

4.1.5 Problemas de justicia derivados de la mera posesión de la información

Otro foco de conflictos para la equidad de condiciones es la mera tenencia de información de los agentes del mercado. Partimos de una realidad en la que no es posible que todos los participantes dispongan exactamente de la misma información (Boatright 2010). Los motivos de esa divergencia de posesión de información son múltiples. Pueden nacer del puesto de trabajo que se desempeñe, el cargo societario, la inversión de tiempo, dinero, formación, experiencia o los distintos métodos de valoración que se usen.

Cobra relevancia preguntarnos si es necesario que todos los miembros del mercado tengan exactamente la misma información o de lo contrario se rompería la equidad de condiciones operacionales del mercado.

Desde la óptica de las exigencias de la justicia procedimental, lo justo es que hubiera una igualdad de información entre los miembros del mercado que sean iguales. Lo primero que debemos preguntarnos es si se cumple el requisito de semejanza entre las partes de la relación o por el contrario existen criterios de desigualdad que justifiquen no aplicar la regla de equidad de información.

Para su estudio distinguimos dos circunstancias. La primera implica que los desequilibrios en la información se dan por un hecho objetivo que se considere un mérito del agente poseedor. La segunda supone que un agente del mercado tiene acceso a unos datos por motivo de su puesto de trabajo y sirven para el desempeño del mismo.

En el primer caso, el gasto de recursos monetarios, materiales o temporales sitúan a los inversores en planos de conocimiento y procesamiento de la información distintos. Sin embargo, el esfuerzo del agente que ha gastado su tiempo y recursos en adquirir conocimientos y herramientas de procesamiento, justifica esta desigualdad informativa. (Boatright, 2010)

Esto es así, porque la asimétrica posesión de información por las razones aducidas no imposibilita que, los que lo deseen, puedan tener la misma información que los más informados. Situación a la que se llega contratando a los mismos como gestores financieros o bien adquiriendo las mismas habilidades de procesamiento de información. La relación de equidad de condiciones se sigue respetando en el sentido de que todos los agentes tienen la oportunidad de alcanzar, mediante igual esfuerzo, la misma posición de conocimiento. Esta conclusión es predicable con respecto a la segunda circunstancia antes apuntada.

Una interpretación rígida del requisito de equidad de trato, usando como criterio de análisis de la igualdad la participación en el mercado, y no el mérito, llevaría a concluir que si no se tiene exactamente la misma información ya no existirá un mismo *level playing field*. Una interpretación razonable de la exigencia de la equidad de trato lleva a defender, primero, que hay situaciones en que la desigualdad informativa está justificada. Y segundo, que sin necesidad de que las partes tengan la misma información, ambas pueden tener información relevante para su toma de decisiones de inversión, sin que se contravenga ningún principio clásico de justicia material.

4.1.6 Problemas de justicia derivados de las fuentes de información financiera

La problemática de la capacidad de acceso a la información no se trata de una característica de la información sino de una condición referente a su adquisición y a las fuentes de ésta. La realidad de la que parte nuestro análisis es que los participantes del mercado no tienen a su disposición las mismas fuentes de información. Es algo que se hace patente con el examen del mercado de suministro de información financiera.

En lo que respecta al mismo, se trata de un mercado en el que hay pocos operadores, destacando a nivel global Bloomberg y Thomson Reuters. Además es paradigmático el hecho de que ningún operador del mercado ni medio de comunicación gratuito ofrecen información a tiempo real y actualizada de las cotizaciones. Todos la suministran con un tiempo de retardo que oscila entre los 15 y 20 minutos. Lo que podemos plantear es si la asimetría en el acceso a la información de las Bolsas quiebra el *fairness* del mercado. Es decir, si los proveedores de información, y quienes pueden acceder a la misma, están en una situación tal que rompe la equidad de condiciones.

En la vertiente procedimental de la justicia debemos analizar si a los suministradores de información y a los “buscadores de información” (Nieves García, 2005) se les pueden aplicar los mismos criterios por entenderles iguales. Siguiendo el criterio de la condición subjetiva no es posible considerarlos iguales. Las empresas suministradoras de datos financieros, han efectuado una inversión en medios y personal para monitorizar a tiempo real las operaciones de mercado y ofrecerlas a sus clientes a cambio de un precio.

El resto de inversores “buscadores de información” no han realizado la misma inversión cuando podían haberlo hecho. En este sentido, nada les impedía pagar la misma tasa que las empresas suministradoras de datos abonan a BME, y que son iguales para todos aquellos que cumplan la condición de ser miembros del mercado, o bien contratando los servicios de éstas. El desigual acceso a la información no se produce porque exista un monopolio regulado en el mercado de suministradores de información financiera. De hecho son varias las empresas que han surgido recientemente, fundamentalmente en los mercados estadounidenses, cuyo objeto social es el suministro de datos de los mercados de valores. A modo de ejemplo; Sentieo, Money.net o Symphony.

Otro motivo por el que la discriminación queda justificada es que el acceso a la información actualizada y sin dilaciones se permite a todo aquel que se desplace a las sedes de las cuatro Bolsas españolas. Concluimos entonces que no se vulnera la igualdad de trato en las condiciones de los intervinientes en los mercados en cuanto a sus posibilidades iniciales de acceso a la información.

Desde la óptica de la justicia sustantiva podríamos preguntarnos si los participantes en un mercado de valores pueden exigir tener unos mismos medios de acceso a la información de la situación del mercado. No obstante que ello repercutiera en una mayor transparencia del mercado, los criterios clásicos de justicia no exigen que así sea para entender que se respeta la equidad de condiciones.

Para justificar dicha afirmación, es necesario recordar que la información introducida y reflejada por el SIBE pertenece a BME. Éste la cede, previo pago de una tarifa, a los miembros autorizado del mercado. Por tanto, los inversores estarían exigiendo algo que en puridad no les pertenece al no existir ningún derecho moral objetivo ni legal sobre tal información. Además, no es necesario que todos los inversores tengan acceso a unas mismas fuentes para poder realizar transacciones a raíz de la prestación de un consentimiento conformado sin vicios. La diversidad de fuentes no vulnera el derecho de los agentes a conformar debidamente su voluntad negocial.

4.1.7 Problemas de justicia derivados de la velocidad para operar en los mercados

El último de los problemas relativos a la información del mercado es el de la velocidad operacional de envío y ejecución de ordenes de los participantes del mercado. Desde los inicios de la actividad bursátil los medios mediante los que se perfeccionaban las operaciones en el mercado así como su rapidez han sido relevantes. Los agentes que necesitaban un menor tiempo para ejecutar sus ordenes aprovechaban las oportunidades de mercado antes que los más rezagados (Angel & McCabe, 2010).

Los medios electrónicos y de computación actuales han llevado a esta competición de velocidad operacional al extremo. El uso de ordenadores que operen con algoritmos recibe el nombre de “*algorithmic trading*” o “*program trading*”.

Si además de logaritmos, se utiliza la capacidad computacional de los ordenadores para realizar el mayor número de operaciones en el menor tiempo posible la práctica recibe el nombre de *high frequency trading* (HFT) o negociación de alta frecuencia (Alubankudi & Tapia, 2014). Los argumentos que se han propuesto para defender y atacar esta práctica desde un prisma ético han sido:

Figura v: Argumentos éticos acerca del HFT

Argumentos a favor del HFT	Argumentos en contra del HFT
El fraccionamiento de grandes órdenes de compraventa y su ejecución condicionada a unas condiciones de mercado minimizan el <i>slippage</i> que se produce en dichas operaciones (Boatright, 2010).	Aumenta la volatilidad del mercado siendo una causa de desestabilización del sistema. Prueba de ello son los <i>flash crash</i> o caídas súbitas y descontroladas en el precio de las cotizaciones. Por ejemplo el ocurrido el 7 de octubre de 2016 cuando la cotización de la libra se desplomó un 6%.
Mayor velocidad de ejecución de órdenes no implica un mejor análisis de los datos. Tampoco una estrategia de negociación sustancialmente distinta con respecto a los demás participantes (Boatright, 2010).	Posibilita que la utilización de estos sistemas de alta frecuencia sea un mecanismo para llevar a cabo estrategias fraudulentas cuyo objetivo es la manipulación de los precios.
Aumenta la liquidez del mercado y su eficiencia: operar grandes volúmenes de acciones permiten al resto de inversores ejecutar sus transacciones. Realiza funciones propias de un <i>market maker</i> .	Quiebra la equidad de condiciones de los integrantes del mercado por la desigual tecnología empleada. Convierte la carrera del arbitraje en una cuestión de localización física (<i>co-location</i>).
Fijación más precisa de las cotizaciones al desempeñar operaciones de arbitraje (Angel & McCabe, 2010).	Abandono del mercado de inversores que no disponen de recursos para realizar este tipo de operativa algorítmica
Reduce los costes de transacción de todos los participantes del mercado. Al ejercer funciones de <i>market maker</i> reduce la horquilla de precios de compra y venta.	La reducción del tiempo de latencia supone una desigualdad que perjudica a aquellos que no operan mediante la alta frecuencia.

Fuente: Elaboración propia

El análisis de si operar mediante HFT supone un elemento distorsionador de las condiciones de equidad de los mercados puede dividirse en dos problemáticas. Por un lado, las relativas al mero uso de estos computadores y algoritmos. Por otro lado, la que deriva de su uso con ánimo fraudulento. Es cierto que este último es un problema de justicia transaccional más que de las condiciones de mercado pero su estudio se efectúa en este punto.

En lo que atañe a la utilización de la alta frecuencia debemos estudiar si la desigual rapidez de envío y ejecución de órdenes del mismo supone violar la equidad de condiciones que exige el *fairness* del mercado. Será relevante analizar si las diferencias de velocidad de acceso al sistema de negociación que implica el HFT quedan injustificadas por considerar a todos los agentes iguales, dese la óptica de la justicia procedimental.

Si no hubiera una causa que motivase las desigualdades entre participantes, aplicar un tiempo de latencia distinto a quienes interrelacionan con el sistema rompería el principio de equidad de trato. Ahora bien, el origen de la reducción que mediante el HFT se logra del tiempo de latencia es fruto de tres aspectos; conocimientos (sustanciados en algoritmos), herramientas adecuadas, es decir, ordenadores con alta capacidad de procesamiento y la ubicación desde donde se opere.

Los dos primeros factores son consecuencia de una inversión efectuada por los inversores que operan con HFT, tanto en formación como en quipos de procesamiento. No hay ningún impedimento para que cualquier otro participante llegue a situarse en la misma posición que éstos con una igualdad de esfuerzo. Por tanto, a lo que a ellos atañe, la desigualdad de trato queda justificada y no entraña una vulneración de la equidad de condiciones.

El tercero de los factores es más controvertido pues físicamente es imposible que un cuerpo ocupe el lugar que ocupa otro. Por tanto., ningún inversor puede realizar transacciones desde la misma ubicación. Ahora bien, la mayoría de operadores de HFT aprovechan la proximidad física con el centro de procesamiento de datos de la Bolsa para la transmisión más rápida de sus órdenes.

Para ello arriendan conexiones en el centro de datos de la Bolsa. Este hecho se conoce como *co-location*. En el caso de BME la tarifa asciende a 2200€ mensuales (BME, 2018). Sin embargo, a la luz de los criterios clásicos de justicia no existe una desigualdad de trato injustificada entre aquellos inversores que sitúan sus conexiones en la sede de datos de la Bolsa y los que no. No se vulnera la justicia procedimental porque no hay impedimento para que estos últimos arrienden, con unas mismas tarifas y condiciones que los primeros dicho acceso. Por tanto concluimos que la utilización de esta estrategia operativa de inversión no es *per se* contraria a la equidad de condiciones que exige la justicia en el mercado de valores.

La vertiente más controvertida es el uso fraudulento de la velocidad computacional para manipular el precio de cotización o cualquier otra circunstancia que influya indirectamente en el mismo. Entre las prácticas fraudulentas a las que puede dar destacan:

Figura vi: Prácticas fraudulentas vinculadas con HFT

Spoofing	Consiste en enviar al mercado órdenes sin la voluntad de perfeccionarlas para que otros participantes, a la vista de éstas, sí las lleven a efecto.
Smoking	Se induce a los inversores que no negocian en alta frecuencia a ejecutar transacciones mediante ofertas beneficiosas para ellos. Las mismas son manipuladas en una fracción de segundo antes de su cruce y en beneficio del operador de alta frecuencia.
Stuffing	El operador de alta frecuencia efectúa muchas órdenes que llevan a la saturación a los operadores más rezagados. Después utiliza la confusión temporal en el precio para realizar operaciones de arbitraje
Front Running	El operador de HFT conociendo las órdenes del resto de inversores sin su aquiescencia y gracias a la velocidad de sus operaciones (<i>flash trading</i>) se adelanta a los primeros en la ejecución de las mismas.
Wash Sales	Perfección simultánea de múltiples operaciones de compra y venta suficientes como para aparentar una liquidez de la acción mayor de la realmente existente. Se despierta así el interés de los potenciales inversores en dichos títulos.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Boatright (2014)

Las prácticas expuestas no pueden ser aprobadas desde la óptica de la justicia material que exigen los intercambios en el mercado. Se puede aducir para ello que muchas de estas prácticas tienen de común denominador el engaño al resto de miembros del mercado. Esto niega un fundamento clásico de la justicia que consiste en la fidelidad del cumplimiento de lo prometido.

De este modo, no puede reputarse justo el uso del HFT para modificar los términos y condiciones de una compraventa ya perfeccionada. El operador de HFT queda obligado a comprar o vender el activo con las condiciones pactadas pues a ello ha otorgado su consentimiento libre.

Lo mismo ocurre cuando se emite a través de las operaciones y órdenes una señal falaz al mercado. No quiere decir que la comunidad de inversores puedan exigir al operador de HFT que ejecute necesariamente las órdenes que ha emitido al mercado pues por naturaleza son revocables si no se han aceptado por la contraparte. En cambio, la intención fraudulenta que subyace a estas operaciones, que es la obtener una ventaja mediante estrategias que inducen a engaño, es contraria al criterio de justicia de respeto a los demás. Además, como en toda maniobra fraudulenta, se comete injusticia al privar a los agentes de su derecho a llegar a otorgar un consentimiento libre y ausente de vicios.

Una figura que requiere especial atención es el *front running*. Podríamos preguntarnos si es contrario a la justicia transaccional el hecho de enterarse de los movimientos de otros inversores y anticiparse a los mismos mediante el uso de los sistemas de HFT. En este sentido, no podemos decir que los inversores burlados puedan exigir por derecho propio que las órdenes que han emitido se ejecuten antes que los operadores de HFT. Ya hemos visto que el uso de estos sistemas en sí mismo no vulnera la equidad de las condiciones que requiere el *fairness* del mercado.

Ahora bien, a lo que tiene derecho el inversor es que nadie, excepto él, o con su permiso, conozca las órdenes que emite al mercado. La vulneración del respeto a los demás consiste, en esta ocasión, en el conocimiento no autorizado de sus transacciones futuras, a través del medio que sea. En otras palabras, lo que corresponde dar a cada agente del mercado es la privacidad de sus transacciones antes de ejecutarse.

4.2 Asimetría de poder de negociación y de la necesidad de realizar transacciones bursátiles

4.2.1 Problemas de justicia derivados de la capacidad de negociación en el mercado

En los mercados de valores interactúan agentes de naturaleza y dimensiones muy dispares, siendo esta diversidad un hecho social intrínseco al mercado (Boatright, 2010). Las causas por las cuales un determinado operador puede tener una posición negocial dominante son muy variadas. Entre ellas destaca; la información asimétrica, la posesión de mayores recursos, una mayor capacidad de procesamiento de la información bursátil o incluso la situación de necesidad de la contraparte (Boatright, 2010)

Los participantes con más poder de negociación son capaces de cerrar transacciones a precios más favorables para ellos. Lo que podemos examinar es si el hecho de que una operación se realice entre agentes con un desigual poder de negociación supone un elemento distorsionador de la equidad de condiciones de los mercados financieros. En el sentido más estricto posible de la equidad de trato, ninguna desigualdad del poder negocial, entre iguales, está justificada.

El problema reside en el estudio de la justicia procedimental y en ver si está justificado tratar desigual a participantes con un poder de negociación desigual. Los criterios clásicos de justicia no indican cuando dos partes en negociación son considerados desiguales y se justifica la inequidad de trato. Atendiendo a los criterios propuestos en la investigación para entender el criterio de la igualdad, es posible aplicar la condición subjetiva de los agentes para justificar tal asimetría de negociación.

Si la causa de la diferencia de poder de negociación ha sido una actuación meritoria del inversor poderoso, que podría haber alcanzado de igual manera el inversor que no posee tanto poder, ésta justifica un trato disímil. El agente con menos poder ha tenido la posibilidad de equiparar la negociación, empleando los mismos recursos que la sociedad con más poder negocial o contratando a través de quien tuviera un poder parecido. Siendo esto así, queda justificada la desigualdad de trato.

Otra circunstancia que puede darse en situaciones oligopolístico con motivo de la desigual capacidad negocial es el *muscle play*. Ésta se define como:

“(L)a creación de un movimiento de precios de magnitud tal que las pérdidas ocasionadas creando el movimiento sean menores que los beneficios generados por el resultado final.”(Fernández Fernández, 2004).

En estos casos también subyace un problema en relación a la actuación de las partes intervinientes en el mercado, por tanto de justicia transaccional, y secundariamente de condiciones operacionales. El fundamento de la injusticia material no es que los inversores tengan derecho a exigir que las operaciones de los demás participantes reflejen el precio más próximo a su valor natural.

Aparte de que éste no es posible determinarlo, supondría que sólo se podría operar en el caso de desequilibrio de la cotización y para su corrección. El injusto moral del comportamiento es que vulnera la integridad de los demás agentes de la Bolsa por la intención de engaño hacia estos y el provecho que se espera de la actuación de los mismos.

4.2.2 Problemas de justicia derivados de operar por necesidad en el mercado

Si el motivo de la desigualdad negocial es el estado de necesidad de la contraparte o su vulnerabilidad, el análisis anterior debería complementarse con el estudio de la equidad de condiciones desde el ángulo de la justicia material.

La inadecuación a los principios clásicos de justicia material es evidente. El aprovechamiento de una situación de necesidad implica una falta de respeto hacia el participante que la padece pues se atenta contra su dignidad. En segundo lugar, todo agente del mercado puede exigir como derecho moral la posibilidad de tomar sus decisiones de compraventa con una autonomía de su voluntad libre de vicios, cosa que impide la necesidad.

Un caso en que esto puede suceder es la estrategia de *green mail* en el escenario de las ofertas públicas de adquisición (OPAs) hostiles. Los presupuestos de esta práctica implican que una empresa adquirente sea consciente de la voluntad del equipo directivo de oponerse a dicha transacción y de la voluntad de los accionistas de conservar el control de la compañía. Consiste en lanzar una oferta de adquisición con la amenaza de que si los accionistas de control quieren recuperar éste habrán de pagar un precio más alto.

El análisis de la equidad de trato es complejo y en mi opinión no arroja un resultado lesivo para las condiciones del mercado. Todos los operadores del mercado pueden ser objeto de OPAs, hostiles o no, con el precio que parezca oportuno ofrecer a los adquirentes. Obviamente queda a merced de los accionistas la decisión de vender o mantener la propiedad de sus títulos valores.

Sin embargo, el estudio de la justicia transaccional puede arrojar un resultado distinto que sí vulneraría la justicia del mercado. Es el caso de que la empresa adquirente utilice la operación para coaccionar a la adquirida a llegar a acuerdos que le beneficien, ya que se estaría atentando contra los principios clásicos de justicia material. La exigencia del respeto a la integridad de los demás y el derecho a configurar su voluntad negocial se verían vulnerados en este caso.

5. Análisis de justicia transaccional requerida en el comportamiento de los agentes

En este apartado se estudiará la justicia transaccional dependiente del comportamiento de los agentes del mercado. Todas estas conductas tienen lugar en el seno de una relación en la que hay un “principal” que acude a un “agente” para efectuar labores que él no puede o no desea hacer. Éste último se obliga a actuar en nombre y representación del principal y salvaguardar los intereses de éste anteponiéndolos a los suyos a cambio de un precio.

En concreto, serán objeto de reflexión las conductas que legalmente se califican como “prácticas abusivas de mercado” (Directiva 2014/57/UE) en su vertiente de manipulación de precios. En segundo lugar, se estudiará la adecuación a la justicia de los mercados de las actuaciones que suponen un conflicto de interés entre los participantes de la Bolsa.

5.1 Problema de justicia derivado de conductas fraudulentas

La manipulación consiste en una distorsión de la información disponible en el mercado que da lugar a respuestas de sus agentes basadas en la misma. Además, esta distorsión provoca una incorrecta asignación de los recursos financieros debido a la incorrecta formación de las cotizaciones (Nieves García, 2005).

La manipulación tiene como fin difundir una información errónea de la tendencia de las cotizaciones para incitar a otros a comprar o vender, obteniendo con ello un provecho (Boatright, 2014). Como precisión, la manipulación no sólo comprende la alteración fraudulenta de los precios sino de cualquier condición que pueda colisionar con el normal y correcto funcionamiento de la bolsa. A modo de ejemplo, se puede mencionar la manipulación de la tasa de interés LIBOR (*London InterBank Offered Rate*) durante los años 2005 y 2007 por parte de los principales bancos a nivel mundial (Boatright, 2014).

Las formas de manipulación de los precios, o demás condiciones de mercado, son muy variadas. Se pueden producir por; distorsiones en la contabilidad, con el uso de información privilegiada, vertiendo datos falaces o rumores o con la práctica del *muscle play* (Nieves García, 2005).

También puede provocarse a través del engaño, con la puesta en marcha de cualquier maniobra fraudulenta. Será en esta última modalidad en la que nos centraremos, al ser la que todavía queda por analizar.

El fraude financiero se define como “la intención de la presentación incompleta, falsa u ocultación de datos con el propósito de manipular un determinada variable en detrimento de una persona u organización” (Duska, 2007)².

El mismo consta de cinco elementos para llevarse a la práctica; una presentación de información falaz o su ocultación, que la misma verse sobre un suceso fáctico y se efectúe con consciencia por parte del defraudador y voluntad de convencer a los demás agentes. También que éstos agentes confíen en la presentación mendaz de datos y sufran un perjuicio debido a la confianza depositada en el defraudador (Boatright, 2010).

Desde el prisma de nuestro análisis ético, no se puede reputar éste comportamiento como justo en atención a los criterios sustantivos de justicia clásica. Los elementos intelectual y volitivo que se predicen del fraude provocan que la conducta del defraudador vulnere los intereses legítimos de los participantes del mercado. Ello se manifiesta en que son utilizados para provecho del manipulador al ser objetos de una maniobra de engaño. También es contrario al bien natural al que se orientan los mercados, por ser contrario a su cometido de fijación objetiva de los precios.

Igual que en situaciones anteriores, no es posible conferir un derecho de los inversores a que toda la información que se vierte en el mercado sea veraz, completa y tempestiva. En cambio, sí que deriva de la ley natural reconocer que les pertenece la capacidad de tomar una decisión de inversión sin que su voluntad haya sido viciada mediante una mentira. Por tanto, todos estos comportamientos son considerados contrarios a las exigencias de la justicia transaccional.

² Citando a : John Downes and Jordan Goodman, Money’s Complete Guide to Personal Finance and Investment Terms, Barron’s Educational Series, Woodbury, New York, 1985.

5.2 Problemas de justicia derivados de los conflictos de interés

La otra categorización de comportamientos en el mercado de valores que afecta de manera indirecta a la equidad de las condiciones son los denominados conflictos de interés. Se podrían definir como aquellas conductas oportunistas puestas en marcha por un agente parte de un contrato de agencia, en las que su interés, o el de un tercero, prima en el curso de una conducta que debiere haber realizado en beneficio del principal. (Ansotegui & alia, 2014).

Los principales problemas de agencia en conexión con la justicia transaccional derivan de:

Figura vii: Problemas éticos relativos a los conflictos de interés

Compañía Emisora-Sindicato de colocación – Inversores institucionales	<ul style="list-style-type: none"> -Problema de la determinación objetiva del precio de las acciones. -Falta de información material de relevancia -La empresa emisora y los colocadores querrán conseguir la máxima financiación posible al acudir al mercado. -Los inversores no buscan suscribir una acción que esté sobrevalorada
Intermediarios financieros (Broker dealer)- inversor final	<ul style="list-style-type: none"> -Negociación de valores conculcando la prioridad del cliente
Gestor financiero-inversores finales	<ul style="list-style-type: none"> -Búsqueda de una alta rotación de las carteras con el propósito de cargar comisiones (<i>churning</i>) -Opacidad de la gestión. -Realización de una gestión no independiente, sin aviso al cliente, por la que se formulan recomendaciones de operaciones interesadas a favor del agente. -Ausencia de murallas chinas y asesoramiento de un cliente en detrimento de otro. Negociación de transacciones con un riesgo superior al autorizado por el inversor. <i>Portfolio pumping</i>: aumento del valor liquidativo del fondo mediante la compra de acciones con baja capitalización que la gestora ya tenía en cartera.
Representantes en la Junta General-inversores	<ul style="list-style-type: none"> -Riesgo del uso del poder de representación para tomar decisiones en sentido contrario al orden de voto conferido por el inversor y en beneficio del representante.

Fuente: Ansotegui & Gómez & González (2014)

En lo que respecta al análisis desde los criterios clásicos de justicia, debemos estudiar si estas conductas suponen una vulneración de la justicia transaccional. Para ello, primero debemos preguntarnos si existen desigualdades justificadas entre los sujetos que entran en relación para, llegado el caso, poder aplicar un trato desigual. A pesar de la pluralidad de situaciones apuntadas, el aspecto caracterizador de éstas es su origen en un contrato de agencia.

Por tanto, si en todas las situaciones señaladas, lo determinante es la relación de agencia, no queda justificado por virtud de otro criterio dispensar un trato desigual por un agente a unos mismos principales. No se puede amparar este comportamiento en la equidad de trato, pues todos los involucrados en este tipo de relaciones tiene la misma consideración.

Desde la óptica de justicia material integrada por los criterios de justicia clásicos, tampoco estas conductas pueden calificarse como justas. Algunas de las mencionadas situaciones, por no decir todas, tienen en común el hacerse a espaldas del agente. Se oculta por el agente una actuación que sabe que, de ser conocida por el principal, supondría el fin de su relación con él. Es, en los términos en los que antes se definió, un engaño.

Siendo ello así, primeramente no se puede entender cumplido el presupuesto de la justicia consistente en el respeto al principio de fidelidad. La confianza depositada por el principal se ha traicionado por el agente cuando éste sobrepuso su interés al del principal. Ello supone además una vulneración del respeto debido a los demás operadores del mercado, a quienes se engaña, como otro criterio de justicia clásica material.

No podemos obviar que entre las partes en conexión existen uno o más contratos entre ellos de agencia. En dichos contratos, los sujetos han entrado, entendemos, libremente y por los mismos se han obligado, entre otras cosas, a respetar el interés del principal. En este contexto el principal puede exigir como suyo que se obre en este sentido. Se trataría de un derecho surgido del acuerdo de los hombres. La actuación contraria a esta pauta por parte del agente supone una privación de su principal de aquello que decimos le corresponde, y por ende, no cumpliría los requisitos de justicia transaccional.

6. Conclusiones

El restablecimiento de los vínculos entre los mercados de valores y la ética se postula, en nuestros días, más necesario que nunca. Esta relación se ha difuminado a medida que la adopción de innovaciones técnicas y los comportamientos que éstas posibilitan han transformado la negociación en las Bolsas. Sin embargo, para que el mercado de valores constituya un mecanismo promotor de las relaciones *win-win* y cumpla sus funciones, primeramente se ha de atender a la integridad de éste.

De entre las distintas teorías éticas normativas con las que analizar las condiciones operacionales y relacionales del mercado, la de las virtudes morales es la que permite un estudio más amplio al englobar las motivaciones de los agentes y señalar, no sólo límites morales de nuestra conducta, sino el camino de su excelencia. Además, la justicia es la virtud moral cuya utilización resulta más adecuada para el estudio ético de las condiciones y comportamientos en el seno de las Bolsas de valores. Ello se debe a que los presupuestos de la misma son aplicables a las características de los mercados.

Por un lado, la justicia requiere de la alteridad y en toda relación intersubjetiva que tiene lugar en torno a los mercados bursátiles al menos hay dos partes. También exige la existencia de una relación de débito. En este sentido, de las negociaciones o vinculaciones que se dan en las Bolsas nacen obligaciones de unos agentes para con los otros. Además, se adapta a la tendencia de creciente impersonalidad y robotización de los mercados porque la justicia es ciega a intereses particulares y a la situación concreta ya que por su naturaleza se aplica a interacciones abstractas.

El enjuiciamiento de la justicias de los mercados desde sus parámetros clásicos requiere de la delimitación de éstos. Si observamos las líneas de pensamiento filosófico que se han ocupado de su definición podemos extraer sus criterios formales y materiales. La exigencia de la justicia formal consiste en la equidad de trato a los considerados iguales.

La justicia material, relevante para nuestro análisis, se integra por la consideración de la igualdad de lo intercambiado (justicia conmutativa). El problema su aplicación es que requiere del presupuesto de la mensurabilidad de lo que es objeto de negociación.

Esto no es trasladable al mercado de valores porque la determinación de un valor natural de las acciones será siempre subjetivo lo que llevará un criterio de justicia conmutativa de la misma naturaleza. Además la justicia exige un debido respeto a la dignidad de los demás, la observancia del principio de fidelidad y el hecho de que las partes reciban lo que les pertenece. Estas podrán exigir como suyo sus derechos morales (ley natural) y aquello que se ha acordado con los demás agentes del mercado (ley positiva).

Atendiendo a estos parámetros es posible identificar tres dimensiones de justicia en el mercado. Éstas serían la equidad de condiciones (*fairness*) que permite la creación de un mismo *level playing field* en el que los agentes del mercado no partan con ventaja o desventaja. La observancia de comportamientos que no sean contrarios a las funciones del mercado (justicia transaccional) y el reparto de su excedente. Éste último es de imposible determinación tanto del propio excedente y de sus destinatarios.

En la actividad bursátil están presentes multitud de condiciones operacionales y conductas de los agentes que pueden poner en riesgo la integridad que exige el mercado para alcanzar su finalidad. Lo relevante es que el estudio de la adecuación concreta de éstas situaciones a la justicia que requiere el mercado se puede llevar satisfactoriamente con el manejo de los parámetros enunciados.

De esta manera, a lo largo de la investigación hemos planteado los problemas de justicia referentes a la asimetría informativa. Fundamentalmente se ha centrado el estudio en la práctica del *insider trading*, en el defecto de difusión de información relevante así como en la publicidad no permitida de ésta a los competidores. También se ha tratado la problemática de la veracidad de la información financiera vertida a los mercados, el de su posesión, las fuentes de difusión de la misma y la velocidad operacional haciendo hincapié en la práctica del HFT.

Asimismo se ha abordado el análisis ético de adecuación a los parámetros de justicia de las situaciones de asimetría en el poder de negociación, las operaciones efectuadas por necesidad (*green mail*) y la posibilidad de fraude, abuso de mercado y conflictos de interés en el contexto del problema de agencia.

Nuestro análisis corrobora la vigencia y utilidad de los criterios clásicos y atemporales de justicia, aunque hayan sido acuñados miles de años antes que el surgimiento de las primeras Bolsas. En atención a los mismos se pueden llegar a conclusiones morales lógicas y al conocimiento de las circunstancias que suponen una ventaja operativa injustificada o un comportamiento que no respete a los demás y a la integridad del mercado.

Por ello no veo objeción para que puedan ser utilizados por el legislador como criterios orientadores de la regulación de las bolsas. También por las Sociedades Rectoras de las Bolsas y en general por los agentes que se preocupen por preservar la virtud de la justicia en los mercados.

7. Bibliografía

Aguilar Alonso, I. (2014). *La directiva 2014/65/ue del parlamento europeo y del consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MIFID II)*, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, 91-95

Angel, J. J., & McCabe, D. (2013). *Fairness in financial markets: The case of high frequency trading*. Journal of Business Ethics, 112(4), 585-595.

Ansotegui, C., & Gómez-Bezares, F., & González, R. (2014). *Ética de las finanzas*. Bilbao (País Vasco): Desclée De Brouwer

Aquino, T. D. (2001). *Suma teológica II*. Edicoes Loyola

Aristóteles, Lledó, E., & Bonet, J. P. (1988). *Ética nicomaquéa; Ética eudemia*. Gredos

Arlow, P. (1991). *Personal characteristics in college students' evaluations of business ethics and corporate social responsibility*. Journal of Business Ethics, 10(1), 63-69

Asher, A. (2015). *Working Ethically in Finance: Clarifying Our Vocation*. New York: Business Expert Press

Bettignies, H., & Lépineux, F. (2009). *Finance for a better world*. New York: Palgrave Macmillan

Boatright, J. (2014). *Ethics in finance*. Malden (Massachusetts): John Wiley & Sons

Carr, A. (1968). *Is business bluffing ethical*. Harvard Business Review, 143, 155.

Carroll, A. B. (1999). *Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct*. Business & society, 38(3), 268-295

Cicerón, M.T. (1995). *Discursos*, Vol. V Trad. y notas J. Aspa Cereza, Madrid, Biblioteca Clásica Gredos

Cicerón, M. T. (1991). *Sobre la República*, 1.2. 2 y 1.25. 39, introducción, traducción, apéndice y notas de Álvaro Dòrs. Madrid: Editorial Gredos

De Mott, Dianne K. Daeg. 2001. "Ethics." *Gale Encyclopedia of Psychology*. 2nd edition, New York: Gale Group Publishing.

Dobson, J. (1997). *Finance ethics*. Oxford: Rowman & Little field Publishers

Downes, J., & Goodman, J. E. (1985). *Money's Complete Guide to Personal Finance and Investment Terms*. Barron's.

Duska, R. (2007). *Contemporary reflections on business ethics*. Dordrecht (Países Bajos): Springer

BME (Bolsas y Mercados Españoles) (2018), "Informe de Mercado relativo a la actividad bursátil de 2017": <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Informe-Mercado/Resumen2017> visitado por última vez el 10-4-2018.

Fernández, J. (2004). *Finanzas y ética; La dimensión moral de la actividad financiera y el Gobierno Corporativo*. Madrid: UPCO Servicio de Publicaciones

Fernández, J. (2014). *La falta de ética como concausa de la crisis*. Boletín de estudios económicos, 69(211), 25.

Friedman, M. (2007). *The social responsibility of business is to increase its profits*. In *Corporate ethics and corporate governance* (pp.173-178). Springer, Berlin.

García Santos, M. N. (2005). *Ética, equidad y normas de conducta en los mercados de valores: la regulación del abuso del mercado*. *Información Comercial Española*, (823), 163-188.

Hansmann, H. (1989). *The economics and ethics of markets for human organs*. *Journal of Health Politics, Policy and Law*, 14(1), 57-85.

Ibáñez Jiménez, J. W., & Fernández Fernández, J. L. (2002). *Ética y mercado de valores*. Marcial Pons (Madrid/Barcelona, España).

Jenofonte, & Zaragoza, J. R. (1993). *Recuerdos de Sócrates: Económico; Banquete; Apología de Sócrates*. Gredos

Khanna, N., Slezak, S. L., & Bradley, M. (1994). *Insider trading, outside search, and resource allocation: why firms and society may disagree on insider trading restrictions*. *Review of Financial Studies*, 7(3), 575-608.

Klein, S. (2002). *The head, the heart, and business virtues*. *Journal of Business Ethics*, 39(4), 347-359.

Kraakman, R. (1991). *The legal theory of insider trading regulation in the United States*. *European insider dealing*, 39-55.

Lev, B. (1988). *Toward a theory of equitable and efficient accounting policy*. *Accounting Review*, 1-22.

Manne, H. G. (1966). *Defense of insider trading*. *Harvard Business Review*, 44(6), 113-122

Martínez Emilio (1998), "*Justicia en 10 palabras clave en ética*" (Cortina, A. (Dir.), Navarra, Verbo Divino, pp. 155-156

Oberlechner, T. (2007). *The psychology of ethics in the finance and investment industry*. The Research Foundation of CFA Institute

Platón IV, D. (1988). *República*, Madrid. Biblioteca Clásica de Gredos, 1ª reimp, 4.

Prat, M., & Arroyo, A. (2000). *Ética Financiera*, Madrid: UPCO Servicio de Publicaciones

Rime, D., & Schrimpf, A. (2013). *Anatomía del mercado mundial de divisas a través de la Encuesta Trienal de 2013*. Informe Trimestral de BPI

Robbins, L. (2007). *An essay on the nature and significance of economic science*. Ludwig von Mises Institute.

Rodríguez, A. M. A., & Lafuente, E. V. (2005). *La ética en el uso de la información privilegiada*. *Revista Icade*. Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, (64), 225-250.

Shefrin, H., & Statman, M. (1992). *Ethics, fairness, efficiency, and financial markets*

Shiller, R. (2013). *Finance and the good society*. Princeton (New Jersey): Princeton University Press.

Trevino, L. K., & Nelson, K. A. (2016). *Managing business ethics: Straight talk about how to do it right*. John Wiley & Sons.