

La inversión socialmente responsable y la banca ética

La inversión socialmente responsable y la banca ética

Edita: CAJAMAR

Cuadernos de divulgación de la RSC y de la ética empresarial en Cajamar

Área de Responsabilidad Social Corporativa

Gabinete de Presidencia

CAJAMAR

Redacción: Francisco Cortés García

Impresión: Escobar Impresores, S.L.

Depósito Legal: AL-742-2008

Índice

7	I. INTRODUCCIÓN
11	II. LA ISR COMO UN PILAR DE LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA
15	III. ORÍGENES DE LA ISR
19	IV. LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE Y LAS FINANZAS ÉTICAS
21	V. CRITERIOS DE INVERSIÓN
25	VI. VENTAJAS E INCONVENIENES DE LA ISR
29	VII. LOS FONDOS ÉTICOS
33	VIII. LA ISR Y LA BANCA
41	IX. LA BANCA ÉTICA
49	X. TENDENCIAS DE FUTURO EN LA ISR
51	BIBLIOGRAFÍA

I. INTRODUCCIÓN

En 1971, Richard Nixon vino a romper las reglas del juego de los acuerdos de la Conferencia de Bretton Woods, los acuerdos que dieron lugar al marco de estabilidad cambiaria que se diseñó por parte de las principales potencias económicas del mundo para la segunda posguerra mundial, y que venía a poner fin a unos de los problemas económicos que más tuvieron que ver con la eclosión de los dos grandes conflictos bélicos mundiales que se desarrollaron en la primera mitad del siglo XX. Me estoy refiriendo al problema de las devaluaciones competitivas de carácter unilateral que muchos gobiernos provocaban para estimular sus exportaciones, y mejorar así, de forma artificial y arbitraria, sus ventajas comparativas.

Los acuerdos de Bretton Woods permitieron cambiar el tan problemático enfoque de la *bilateralidad* que caracterizaba a los intercambios internacionales, por el enfoque de la *multilateralidad*, generando un marco para el desarrollo del comercio internacional mucho más equilibrado y estable que el preexistente a las dos contiendas mundiales. Y, precisamente, es en este marco político y económico donde nació el nuevo orden económico mundial, y, en concreto, dos instituciones multilaterales de un gran calado en las finanzas internacionales: el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM).

Dos instituciones que han sido objeto de numerosas críticas en lo relativo a sus procedimientos, sobre todo en los criterios para conceder refinanciaciones a los países del Tercer Mundo (los ajustes estructurales y el denominado *Consenso de Washington*), y que en la actualidad se encuentran inmersas en una clara crisis de identidad ante el profundo cambio operado en el entorno económico y financiero mundial, amén de la profunda crisis interna en la que está sumido, por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional, como consecuencia de la buena evolución de las economías del Sur, que cada vez solicitan menos recursos a dichas instituciones multilaterales.

La trascendente ruptura de Nixon, en 1971, de la promesa de la convertibilidad del dólar en oro, a razón de 35 dólares la onza, abrió el camino a la flotación absoluta, a la expansión desmedida de la economía financiera, y al proceso de globalización al que estamos asistiendo como espectadores impasibles. La economía se queda sin referencias, y, sin lugar a dudas, entra en un proceso de *autorreferencialidad*, y la expansión de los mercados de derivados sobre el mercado de subyacentes es una prueba evidente de ello, que desemboca en el patrón actual de la globalización y de la situación especulativa que caracteriza fundamentalmente a los mercados de capitales.

Dicho proceso de globalización financiera ha tenido como una de sus principales causas, como decimos, la expansión de la economía financiera sobre la economía productiva, moviéndose ambas por criterios bien distintos. El capital se mueve a velocidad electrónica, y, en muchos casos, lo hace con total opacidad a través de los denominados países *offshore* (paraísos fiscales), mientras que se reducen en todo el mundo los controles de cambios y los obstáculos fronterizos que limitan la movilidad del dinero y del capital. Además, el peso económico de muchas empresas transnacionales, propiciado por un marco liberalizador sin precedentes en la historia, es muchísimo mayor que las economías de muchos países, por lo que el poder de dichas corporaciones ha experimentado un fortísimo crecimiento en las últimas décadas, teniendo aquéllas una gran capacidad de influencia sobre los gobiernos y su capacidad de decisión.

Esta enorme capacidad de influencia de muchas corporaciones empresariales ha posibilitado que nos encontremos con numerosos escándalos asociados a empresas e instrumentos financieros globales que han derrocado y promovido gobiernos corruptos, que han desestabilizado las economías de países muy vulnerables, que han puesto en jaque sistemas monetarios, y que han provocado desastres medioambientales sin precedentes en la historia humana más reciente.

El resto de factores productivos existentes en una economía, fundamentalmente el trabajo, tienden a seguir dicho movimiento del capital financiero, es decir, el trabajo se desplaza hacia donde se ubica el capital, un capital que cada vez es más volátil y móvil, y nos encontramos con fenómenos inéditos y especialmente preocupantes a nivel global: fenómenos migratorios masivos y no

regulados, *deslocalizaciones* productivas (industriales y terciarias) hacia países con legislaciones medioambientales y laborales más permisivas o con menor presión legislativa, expolio de los recursos naturales en los países del Tercer Mundo por parte de las principales empresas y gobiernos del mundo, etcétera.

Mientras que, en nuestros días, el capital apenas encuentra limitaciones fronterizas, a pesar de las interesantes iniciativas planteadas por algunos economistas (v. gr.: la tasa Tobin), las personas cada vez se encuentran con mayores obstáculos para cruzar las fronteras, especialmente si se trata de movimientos migratorios de naturaleza económica. Y más aún cuando el gradiente económico entre las fronteras del Norte con el Sur se hace más acusado y más extremo.

A partir de esta sobredimensionada presencia de la economía financiera sobre la economía productiva, podemos deducir que una gran parte de los recursos financieros que se mueven a nivel global no tienen repercusión directa sobre la economía productiva, ni tienen la posibilidad de fijar población o riqueza al territorio; es decir, no permiten el desarrollo local. Básicamente, tienen como objetivo la especulación y el arbitraje; que no cabe duda de que son dos elementos que reportan liquidez a los mercados, pero que también generan importantes desequilibrios económico-productivos en las distintas áreas económicas del mundo. Con esto, queremos destacar la enorme desproporción desde el punto de vista cuantitativo que se está produciendo entre la realidad financiera y la realidad productiva, y, con esto, las contradicciones que están aflorando entre globalización y desarrollo local.

En este entorno, caracterizado por la globalización y algunos de sus efectos más preocupantes, es donde surgen las primeras iniciativas modernas relacionadas con las finanzas éticas, con la ética empresarial, con la responsabilidad social de las empresas o responsabilidad social corporativa (RSE o RSC), y con la inversión socialmente responsable (ISR). Iniciativas muy diversas, y canalizadas a través de distintos instrumentos, que pretenden supeditar la actividad financiera a la actividad económica, y siempre bajo la premisa ética y humanista de que la actividad financiera debe estar al servicio de la actividad del hombre, y no a la inversa.

En estas páginas, precisamente, lo que pretendemos es hacer una aproximación a las finanzas éticas, y, más en concreto, a la ISR como una rea-

lidad que adquiere una mayor presencia y relevancia en el mundo económico y financiero, si bien con una muy desigual distribución por países.

Los consumidores, los ciudadanos en general, cada vez con mayor intensidad, se involucran, o sienten la necesidad de involucrarse, en los problemas de la sostenibilidad, del subdesarrollo, de la justicia económica, de la exclusión social y financiera, etcétera. Y, en este ámbito, la actividad financiera adquiere una especial relevancia, concretamente cuando apreciamos que la situación de los países del Tercer Mundo cada vez es más problemática, y sus posibilidades de desarrollo, aun a pesar de denominarse dichos países en el discurso oficial como *países en vías de desarrollo*, son mínimas ante el patrón económico y financiero dominante.

La desigual huella ecológica entre los países del Primer y del Tercer Mundo, que impide, desde el punto de vista aritmético, que todos los países de nuestro planeta puedan conseguir los mismos niveles de bienestar de los países desarrollados; el deterioro sistemático y secular de la tasa real de intercambio entre las operaciones comerciales entre los países de ambas áreas económicas; la fuerte dependencia de los países del Tercer Mundo de los países del Primer Mundo en términos económicos, financieros, tecnológicos, etcétera; son claros ejemplos de las dificultades que tienen los países subdesarrollados para conseguir los patrones de bienestar de Occidente. El cambio de dichos patrones de bienestar y una mayor racionalización y humanización de la actividad financiera son, a nuestro juicio, dos requisitos fundamentales para mantener la esperanza de un mundo mejor en el que todos quepamos.

Precisamente, es de este segundo aspecto del que queríamos hablar en el presente trabajo. La expansión de la ISR en el mundo, no tanto en España, es un claro intento de acoplar la economía financiera a la economía productiva, y, en consecuencia, poner la economía al servicio de las personas. Sin lugar a dudas hablamos de una utopía, pero no podemos renunciar a intentarlo.

II. LA ISR COMO UN PILAR DE LA RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

El origen más inmediato e indiscutido de la RSC y de la vinculación entre la ética y la actividad empresarial, entendida en su concepción actual, es reciente; en concreto, arraiga en los años sesenta del siglo pasado. Y, de forma más concreta, empieza a arraigar tras la crisis de los años setenta.

La crisis del Estado del bienestar en la década de los años setenta y principios de los ochenta, debido fundamentalmente a la crisis fiscal, estimulará la toma de conciencia de que las empresas, y en general el conjunto de agentes sociales, son esenciales para definir y procurar el bienestar de los ciudadanos: como trabajadores, como consumidores, como socios, etcétera. Las empresas, en este sentido, adquirirían el compromiso de incrementar el bienestar de los mismos cuando los Estados empezaban a mostrarse ineficaces e ineficientes desde el punto de vista fiscal.

En este sentido, se puede decir que la empresa, en nuestros días, está siendo sometida a una inequívoca revisión de su misión, y está siendo obligada a *internalizar* muchas de las *externalidades* negativas que tradicionalmente generaban, básicamente *externalidades* medioambientales y *externalidades* sociales. Nunca las empresas han estado tan sometidas al escrutinio público como lo están en la actualidad a raíz de la expansión de la responsabilidad social y de la ética empresariales.

La RSC, en su concepción actual, indiscutiblemente, ha sido una exigencia de los consumidores y de las sociedades modernas; y las empresas la han entendido como un instrumento para asegurarse su legitimidad y respaldo sociales. Pero, a nuestro juicio, éste no ha sido el detonante definitivo que ha motivado la eclosión del debate en torno a la ética y su relación con la actividad empresarial, o, en general, con el ámbito genérico de los negocios.

En efecto, las empresas han visto en esta relación un beneficio inequívoco para sus intereses y para sus objetivos estrictamente empresariales. La imagen empresarial, es decir, la reputación, se ha convertido en un elemento capital en el desarrollo comercial de las empresas. Además, la confianza, derivada de la imagen y la reputación empresariales, está permitiendo reducir los costes de transacción, y, a su vez, está contribuyendo a fidelizar a los clientes. Por primera vez en la historia, la ética empieza a centrar la toma de decisiones en las organizaciones empresariales, y se empieza a poner de manifiesto una alta correlación entre desempeño social y ético, y eficiencia empresarial y organizacional.

El trabajar o desempeñar su actividad en un entorno ético, que vaya más allá del ordenamiento jurídico, permite a las empresas reducir de forma espectacular los costes de transacción (inexhaustividad de los contratos, información asimétrica, riesgo moral, etcétera). El desempeño de la actividad empresarial basado en principios y valores de naturaleza ética contribuye a la mejora de la eficiencia económica. Con esto queremos decir que la ética es rentable, al menos a largo plazo, y, sobre todo, en términos reputacionales. Y el apoyo a la RSC no se haya tanto en la demanda como en la oferta, y en los costes de agencia como en los costes de transacción.

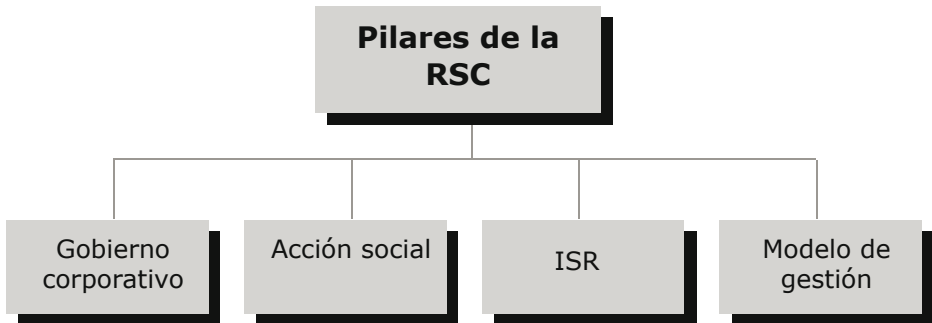
Ante una definición y unos orígenes más o menos aceptados de la RSC, entendiéndola como un compromiso empresarial de mejora continua en los tres ámbitos del desempeño empresarial (económico-financiero, social y medioambiental), dialogando sistemáticamente con los distintos grupos de interés (los denominados *stakeholders*), queremos destacar cada uno de los elementos o pilares que, a nuestro juicio, delimitan y conforman la RSC.

Entendemos, aun a sabiendas que el marco teórico de la RSC está hoy aún por definir, debido fundamentalmente al poco recorrido histórico que ha tenido en el ámbito empresarial, que la RSC es un concepto transversal que afecta a todos los ámbitos de la empresa. Y además, se puede decir que la RSC es un fenómeno reciente, y que todavía está por definir en todos sus extremos.

No obstante lo dicho, a nuestro juicio, entendemos que la responsabilidad social corporativa se basa fundamentalmente en cuatro pilares fundamentales: el buen gobierno, la acción social, la inversión socialmente responsable y el modelo de gestión. De todos ellos, destacaremos en este trabajo el tercer

pilar, el relativo a la inversión socialmente responsable, un pilar que resulta especialmente relevante para las entidades financieras.

En consecuencia, se puede decir que cualquier política, medida o instrumento en el ámbito de la RSC puede encuadrarse en alguno de los tres pilares enunciados.



Fuente: elaboración propia.

La ISR afecta tanto a inversores institucionales como al resto de inversores. Cualquier empresa, dentro de cualquier mercado, puede plantearse la posibilidad de desempeñar su actividad en un entorno ético y socialmente responsable. Y, en consecuencia, cualquier empresa puede plantearse la posibilidad de adaptar sus criterios de inversión a patrones de carácter ético, social y/o medioambiental.

Cada vez con una mayor intensidad y con una mayor conciencia, los inversores utilizan más información financiera. De igual modo, se puede decir que cada vez hay disponible más información de carácter ético, y se ha empezado a desarrollar instrumentos de control ético para las inversiones (comisiones éticas, *ratings* éticos o sociales, indicadores de RSC y sostenibilidad, auditorías sociales, etcétera). Los observatorios, tanto de naturaleza pública como privada, creados para el seguimiento de la implantación y aplicación de la RSC y de la ISR, están contribuyendo a proporcionar un mayor conocimiento estadístico de su evolución y de su presencia en el conjunto de la sociedad.

El incremento de la cultura financiera de los inversores, así como la de los ciudadanos y consumidores en general, unida a una mayor y más generalizada conciencia ético-social, están permitiendo, sin lugar a dudas, el desarrollo de la ISR. Y dicho desarrollo está dejando su impronta en la proliferación de instrumentos financieros ideados específicamente para este ámbito, algunos de los cuales analizaremos con más o menos detalle en el presente trabajo.

El inversor y el ahorrador se han dado cuenta de la importante trascendencia de los problemas de la globalización y de la liberalización de los mercados. Como hemos dicho más arriba, el capital se mueve a velocidad electrónica, y el resto de factores tienen un desplazamiento sustancialmente más lento y moderado. Los intensos fenómenos migratorios y la esquilmación de los recursos naturales en determinadas zonas del Sur económico son un claro ejemplo de los efectos negativos de la globalización y de la prevalencia de la economía financiera sobre la economía productiva.

Cuando hablamos de finanzas e inversiones éticas podríamos hablar de dos tipos. Por un lado nos referimos a inversiones materializadas a través de la cooperación al desarrollo (fondos rotatorios, fondos de garantía, canje de deuda externa por desarrollo, microcréditos y microfinanzas, gestión de las remesas, etcétera), y, por el otro, a aquellas inversiones en empresas que tienen un determinado comportamiento ético, social y/o medioambiental. En el presente trabajo, nos vamos a referir fundamentalmente a este tipo de ISR.

III. ORÍGENES DE LA ISR

Podemos remontarnos al siglo XIX, en concreto a algunas comunidades religiosas norteamericanas, para rastrear las primeras pistas en torno a la inversión socialmente responsable. Los cuáqueros, por ejemplo, decidieron no utilizar sus ahorros en proyectos de inversión relacionados con el alcohol o la esclavitud. En el Reino Unido los valores victorianos han propiciado un espacio activo para la inversión socialmente responsable desde la perspectiva religiosa. En este sentido, se puede decir que, en general, los países vinculados a la ética protestante han sido los pioneros en el desarrollo de la inversión socialmente responsable y de las finanzas éticas.

No obstante, la inversión socialmente responsable, tal y como la concebimos en nuestros días, tiene unos orígenes más recientes y con una mayor carga ideológica, especialmente vinculados al pacifismo, los derechos humanos y los movimientos ecologistas. En concreto, los orígenes de lo que hoy entendemos como ISR son los mismos que los de la responsabilidad social corporativa y la vinculación moderna entre ética y actividad empresarial. En concreto, podríamos remontarnos a Estados Unidos en las décadas de los sesenta y de los setenta para encontrar los inicios de esta nueva forma de entender las finanzas y la inversión empresarial. La financiación directa o indirecta de conflictos bélicos como la Guerra de Vietnam o el régimen de segregación racial sudafricano (el *apartheid*) empezaron a hacer dudar a muchos ciudadanos norteamericanos de la inocuidad de las inversiones y de la intermediación financiera.

Y es precisamente a principios de la década de los setenta, en concreto en 1971, y vinculado con la polémica suscitada por la Guerra de Vietnam, cuando nos encontramos con el primer fondo ético de la historia, el *Pax World Fund*, que tenía un claro cometido de carácter restrictivo: garantizar que las inversiones realizadas con sus recursos no financiarían ni directa ni indirectamente las empresas relacionadas con la Guerra de Vietnam.

A esta iniciativa de carácter político se unieron nuevas iniciativas de inversión socialmente responsable también de calado político, como es el caso ya citado de Sudáfrica, restringiendo la financiación de empresas beneficiadas por el régimen sudafricano del *apartheid*.

Más tarde, determinados desastres de carácter medioambiental, como los casos de Bhopal, Chernobyl, Exxon Valdez, la reducción de la capa de ozono, y, hoy en nuestros días, el calentamiento global, han dado argumentos sólidos a los movimientos ecologistas, y han ido introduciendo una clara sensibilidad hacia la ISR, especialmente en lo relativo a la preservación de los derechos humanos y a la protección medioambiental. Si la ISR arraiga en los movimientos religiosos, bien es cierto que, en las décadas de los setenta y ochenta, se han ido incorporando valores éticos seculares al ámbito de las finanzas éticas.

En Europa también se han ido desarrollando numerosos instrumentos financieros que canalizan la ISR. En 1984, en el Reino Unido, país que ha sido pionero en este continente en el ámbito de la ISR, se creó el primer fondo ético, el *Friend Provident Stewardship Fund*, y posteriormente han ido apareciendo numerosas iniciativas en este sentido. Como respuesta a esta sensibilidad, en el Reino Unido se crea el Foro sobre Inversión Responsable.

Y, además, aparte de los fondos de inversión éticos, en los años setenta surgen las primeras iniciativas de banca ética en el continente, y cuyo desarrollo se prolonga a nuestros días. De hecho, podríamos citar la creación del *Cooperative Bank* en 1992, el principal banco ético del Reino Unido; la agencia financiera *Kommunalkredit*, fundada en los años setenta; el *Gemeinschaftsbank* alemán, fundado en 1974; el *Alternative Bank Schweiz* suizo, fundado en 1990, etcétera. Por su parte, Países Bajos también ha sido un país especialmente activo y sensibilizado con las finanzas éticas. En concreto, allí se crearon el *ASN Bank* en 1960 y el *Triodos* en 1980. A mediados de la presente década, según el informe anual *Green, Social and Ethical Funds in Europe 2005 Review*, el Reino Unido, Suecia, Francia y Bélgica concentran más del 60% de los fondos relacionados con la ISR que se comercializan en Europa.

En España, por su parte, la ISR no ha encontrado todavía un gran eco. Si bien se han lanzado varios fondos éticos, y ha empezado a desarrollarse iniciativas de banca ética, se puede decir que, en términos generales, la ISR ha tenido poco recorrido y existen fuertes limitaciones culturales e institucionales

para que crezca significativamente. No obstante, en nuestro país, es notoria la presencia de la banca fundacional o social, las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito, que cubre una parte muy importante de la sensibilidad de los ciudadanos y usuarios bancarios en torno al carácter ético de las finanzas.

IV. LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE Y LAS FINANZAS ÉTICAS

Entendemos por inversión socialmente responsable a aquella que, además de utilizar criterios de carácter económico-financiero, propios de cualquier inversión, y relacionados fundamentalmente con la rentabilidad, la liquidez y la seguridad, utiliza criterios de carácter ético, social y/o medioambiental. La ISR se puede plantear tanto desde el ámbito del inversor particular como desde el ámbito del inversor institucional, fundamentalmente desde de las instituciones de inversión colectiva.

Detrás de este planteamiento se halla la consideración de que la intermediación financiera no es una actividad inocua o neutral desde el punto de vista ético, social y/o medioambiental. Se reconoce abiertamente la corresponsabilidad de las instituciones financieras en los resultados de las actividades y proyectos financiados. En concreto, nadie puede obviar el papel que tienen las entidades bancarias en la lucha contra la corrupción y contra el blanqueo de capitales.

Las críticas a la ISR desde la perspectiva económica se centran fundamentalmente en los mismos argumentos que encierran las críticas que se ha producido, y en muchos casos se siguen produciendo, en torno a la responsabilidad social corporativa. Por un lado nos encontramos con la crítica liberal, y, por el otro, con la crítica radical de izquierdas.

En el ámbito de la crítica liberal a la RSC, y siguiendo el planteamiento del premio Nobel Milton Friedman, en determinados ámbitos se considera que el objetivo de las empresas es maximizar el beneficio, cumpliendo la ley y pagando los impuestos. Por lo que no debe ser una aspiración empresarial la realización ética o determinados objetivos sociales. Según este planteamiento, que, como decimos, parte fundamentalmente desde la vertiente liberal, la ra-

cionalidad económica es suficiente para desembocar en una situación *pareto-eficiente*, y, por tanto, en una situación satisfactoria para todos.

Por su parte, en el ámbito de la crítica radical de izquierdas, los argumentos se centran en el planteamiento de que la RSC, y, por extensión, la ISR, son meros instrumentos de marketing de las empresas, aspirando con ellos a mejorar la imagen de las empresas.

Son muchos los instrumentos adscritos a la ISR, pero con ánimo de simplificar y acotar nuestro ámbito semántico, a lo largo del presente trabajo nos referiremos fundamentalmente a los fondos de inversión éticos y a la banca ética. En este sentido, somos conscientes de que renunciar a analizar el resto de instrumentos financieros de carácter ético limita los objetivos de exhaustividad, pero consideramos que estos dos tipos de instrumentos a los que hacemos referencia son suficientemente explicativos como para dar una idea más o menos global y simplificada de lo que es la ISR sin salirnos de los objetivos con los que nos planteamos la realización del presente trabajo.

V. CRITERIOS DE INVERSIÓN

En el ámbito de la inversión socialmente responsable, los criterios éticos de inversión pueden ser muy dispares entre sí. No obstante, sí suele haber una clara convergencia acerca de los mismos entre aquellas instituciones y aquellos *vehículos* que hacen o pretenden hacer inversión socialmente responsable.

En términos generales, parece haber consenso a la hora clasificar los criterios éticos que utilizan los inversores socialmente responsables en dos grandes grupos:

- Criterios restrictivos, negativos, reactivos o de exclusión.
- Criterios valorativos, positivos, proactivos o de inclusión.

A modo de licencia, se pueden comparar ambos tipos de criterios con la moral y la ética respectivamente. Los criterios restrictivos, como la moral, se basan fundamentalmente en un enfoque limitativo y prohibitivo; en tanto que los criterios valorativos, como la ética, se basan en un enfoque mucho más constructivo y proactivo. Si la moral está más relacionada con el *no hacer* y con la sanción; la ética está más relacionada con el *qué hacer* y con la virtud.

Desde el punto de vista cronológico, los criterios restrictivos son anteriores a los criterios valorativos, viniendo los segundos a enriquecer posteriormente a los primeros, y a orientar de forma más consciente y proactiva a la inversión ética. En concreto, los primeros fondos éticos se caracterizaron fundamentalmente por la utilización de criterios restrictivos, habiéndose incorporado posteriormente los criterios valorativos a la gestión de los mismos.

No obstante, tanto en fondos de inversión y de pensiones éticos, como en banca ética, se suele producir una combinación de ambos tipos de criterios. Es decir, se suelen incluir criterios de carácter reactivo y criterios de carácter proactivo.

Como se ha reconocido en alguna ocasión, existen fundamentalmente dos escuelas en este ámbito. Por un lado no encontramos con la escuela británica, mucho más partidaria de utilizar criterios negativos o de exclusión. Y, por el otro, con la escuela americana, mucho más propensa a la utilización de criterios positivos o de inclusión.

Entrando mucho más en el detalle, y llegando a mayores niveles de concreción, entre los criterios negativos que se suelen utilizar en el ámbito de la inversión socialmente responsable, nos solemos encontrar con limitaciones para invertir en empresas tabaqueras, en empresas de producción de armas o alcohol, en empresas localizadas en regímenes totalitarios, en empresas de juego, en nucleares, etcétera. Por su parte, entre los criterios positivos, nos solemos encontrar con empresas que propician el desarrollo local, fijando capital y población al territorio; con empresas dedicadas a la preservación medioambiental o respetuosas con el medio natural; con empresas dedicadas a la producción de energías renovables; con empresas que desarrollan proyectos respetuosos con y adaptados a las comunidades que los acogen, etcétera.

Criterios excluyentes	Criterios valorativos
- Tabaco y alcohol - Juego - Pornografía - Derechos humanos - Salud y seguridad laboral - Explotación en el Tercer Mundo - Contaminación - Experimentación con animales - Manipulación genética - Armamento - Energía nuclear - Regímenes represivos	- Inversiones de la empresa - Productos y servicios - Igualdad de oportunidades - Dirección y gestión - Política sociolaboral - Condiciones laborales - Certificados - Iniciativas medioambientales - Emisiones, residuos y degradación medioambiental - Reciclaje - Premiso/sanciones recibidos - Relaciones con la comunidad

Fuente: Sanmartín, 2001.

Dependiendo del enfoque utilizado, negativo o positivo, nos encontraremos con posiciones que ven a la ISC como una clara limitación para las inversiones en general, y con posiciones que ven a la ISR como una oportunidad inequívoca.

Aparte de este tipo de criterios más generales, nos podemos encontrar, por ejemplo, con fondos éticos que se rigen por idearios religiosos. Sin ir más lejos, y a modo de ejemplo, podemos traer a colación el primer fondo de inversión católico que se comercializó en España, el *Compromiso Fondo Ético*, emitido por el grupo financiero holandés Fortis. En dicho fondo, la selección de inversiones se realiza atendiendo a criterios derivados de la doctrina social de la Iglesia Católica.

Por otra parte, y asociado al credo islámico, nos encontramos con iniciativas de banca ética islámica, como puede ser la iniciativa puesta en marcha a mediados de los 70 por cuarenta países, de creación del Banco Islámico para el Desarrollo, que tenía como principal objetivo la promoción del desarrollo bajo los principios islámicos. En este ámbito, una peculiaridad de la banca ética islámica es la ausencia de lo que en Occidente se denomina interés o rendimientos fijos determinados (*riba*).

VI. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA ISR

No cabe duda de que la inversión socialmente responsable es beneficiosa para la sociedad en su conjunto. La generalización de la utilización de criterios éticos en el ámbito de las inversiones permite un mayor desarrollo y sostenibilidad de los mercados, reduciendo el riesgo sistémico. E indiscutiblemente, la ISR es a la vez causa y efecto del buen gobierno de las empresas, propiciando, en general, una mayor confianza de los inversores.

Por su parte, para las instituciones y *vehículos* de financiación, así como para los inversores en general, la inversión socialmente responsable presenta ventajas e inconvenientes. Quisiéramos aquí destacar las más importantes, no sin antes advertir que la ética y la rentabilidad económico-financiera no tienen que concebirse como conceptos contrapuestos. Es decir, la ética no está reñida con la rentabilidad, ni conceptual ni empíricamente.

En general, se puede decir que la ética disminuye los costes de transacción e incrementa la transparencia de las operaciones financieras, haciendo mucho más eficientes los mercados en términos de gestión, transmisión y valoración de la información. Por lo tanto, una inversión puede ser rentable, y, de forma paralela, enmarcarse en un entorno ético, seguir criterios sociales y ser respetuosa con el medio ambiente.

De hecho, diversos estudios empíricos han puesto de manifiesto que el desempeño ético o social tiene efectos beneficiosos para la rentabilidad de las inversiones. Es decir, la *performance* ética afecta positivamente a la *performance* financiera, especialmente a largo plazo. En la actualidad, el desempeño ético en el ámbito financiero presenta más ventajas y oportunidades que inconvenientes o amenazas. No obstante, en muchos sectores se sigue concibiendo la ética como un coste más que como una inversión. No obstante, en una perspectiva a medio y largo plazo, trabajar en un entorno ético afecta positivamente a los beneficios financieros asociados a las inversiones.

LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN DE LA *PERFORMANCE* FINANCIERA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ISR

Líneas de investigación	Autores	Conclusiones
Investigaciones que comparan la <i>performance</i> de los fondos de inversión ISR con la <i>performance</i> de los fondos de inversión convencionales.	Hamilton <i>et al.</i> (1993) Mallin <i>et al.</i> (1995) Gregory, Matatko and Luther (1997) Reyes and Grieb (1998) M'Zali and Turcotte (1997) Statman (2000) Bauer <i>et al.</i> (2002) Fernández y Luna (2005)	No hay diferencias significativas entre los fondos ISR y los fondos de inversión convencionales.
Investigaciones que comparan la <i>performance</i> de los fondos de inversión ISR con la <i>performance</i> de los índices de mercado.	Gregory, Matatko and Luther (1994) Diltz (1995) Arms (1999) Cummings (2000) Kreander <i>et al.</i> (2000) Vermeir y Corten (2001) Balaguer y Muñoz (2003)	No hay diferencias significativas entre los fondos de inversión ISR y los índices de mercado.
Investigaciones que comparan la <i>performance</i> social y la <i>performance</i> financiera de la empresa.	Moskowitz (1972, 1975) Cowen <i>et al.</i> (1987) Wokutch and Spencer (1987) McGuire <i>et al.</i> (1988) Morris <i>et al.</i> (1990) Hart and Ahuja (1994) Jonson and Greening (1994) Waddock and Graves (1997) Roman, Hayibor and Agie (1999) Orlitzky <i>et al.</i> (2004)	La mayoría de las investigaciones concluyen que, por lo menos, una buena <i>performance</i> social no conduce a una baja <i>performance</i> financiera.

Fuente: Balaguer (2006); extraído de AAVV (2006).

En nuestra historia financiera reciente podemos encontrar casos de índices bursátiles de carácter ético que han batido la rentabilidad de índices convencionales, y viceversa. Según los datos empíricos con los que contamos, no se puede demostrar que el inversor *ético* se encuentre especialmente penalizado desde el punto de vista de cualquiera de las variables financieras de una inversión: rentabilidad, liquidez y seguridad.

Sin ánimo de ser exhaustivos podríamos enumerar las siguientes ventajas de la ISR para los inversores:

- Muchos de los sectores que más afinidades tienen con la inversión socialmente responsable o con la responsabilidad social corporativa son sectores de tecnología punta, como pueden ser los sectores de las energías renovables. En este sentido, y con carácter general, estos sectores presentan un alto potencial de crecimiento que puede afectar muy positivamente a la rentabilidad de los inversores.
- La legislación y el apoyo público favorecen desde el punto de vista fiscal (redención de impuestos) y financiero (concesión de subsidios) a las empresas y sectores socialmente responsables. En muchos casos, las licitaciones públicas, en los pliegos de condiciones, incluyen cláusulas que favorecen a aquellas empresas socialmente responsables.
- En términos generales, las inversiones éticas, o basadas en criterios de sostenibilidad, presentan una menor volatilidad, por lo que permiten reducir el riesgo medio de una cartera de inversión.
- Las empresas socialmente responsables se encuentran sometidas de forma más explícita al escrutinio público, y son mucho más transparentes, por lo que los costes de agencia son significativamente menores.
- La rentabilidad a largo plazo de las empresas socialmente responsables suele ser mayor que la de las empresas convencionales. Este planteamiento permite entender que la ISR es especialmente interesante para los fondos y planes de pensiones.
- Las empresas socialmente responsables suelen tener un modelo de gestión más competitivo, suelen ser más eficientes, y suelen gestionar mejor el riesgo reputacional. La responsabilidad social corporativa se ha incorporado al análisis financiero de las empresas en la medida en que fomenta las buenas prácticas en el ámbito del gobierno corporativo y en la gestión empresarial.

- Las inversiones ligadas a la ISR suelen tener un carácter menos especulativo, por lo que el riesgo asumido por los inversores se halla sustancialmente más limitado.
- Los *vehículos* o instrumentos financieros éticos o socialmente responsables suelen invertir en empresas de menor tamaño y menos globalizadas. En general, estas empresas tienen una mayor capacidad de adaptación a los ciclos económicos internacionales.
- En las etapas recesivas del ciclo económico, las empresas socialmente responsables tienen un mejor comportamiento económico-financiero. Se puede decir, en consecuencia, que las empresas socialmente responsables tienen un comportamiento más anticíclico que las empresas convencionales.
- Las empresas socialmente responsables cuentan con mayores controles de gestión, por lo que es más fácil implantar buenas prácticas en el ámbito del gobierno corporativo y de la responsabilidad social. Y esto, obviamente, es un claro incentivo para los inversores que materializan sus inversiones en las mismas.
- Las empresas socialmente responsables atraen a inversores con una determinada sensibilidad ética, social y/o medioambiental.
- La responsabilidad social contribuye a crear valor para la empresa, por lo que los inversores se pueden ver beneficiados.

No obstante, a pesar de las ventajas que acabamos de enumerar, también existen inconvenientes que es preciso considerar:

- La utilización de criterios de carácter restrictivo en las inversiones socialmente responsables implica una menor diversificación, con lo que la ISR podría representar un mayor riesgo para el inversor. No obstante, la introducción de criterios positivos palió de forma considerable los efectos negativos que supone dicha limitación.
- La introducción de criterios y restricciones éticas en las inversiones limita el acceso a sectores especialmente rentables, por lo que, en muchos casos, la ISR puede incurrir en costes de oportunidad considerables.
- El número de índices asociados a empresas socialmente responsables suele ser más limitado, por lo que también se limitan las oportunidades de inversión para las instituciones de inversión colectiva.

VII. LOS FONDOS ÉTICOS

Los fondos éticos han sido uno de los más importantes instrumentos en el ámbito de la inversión socialmente responsable. De hecho, es difícil disociar el origen de la ISR de los fondos de inversión.

Se puede decir que los fondos de inversión éticos son instituciones de inversión colectiva que tienen como objetivo canalizar los recursos de los ahorradores hacia inversiones socialmente responsables relacionadas con empresas con un acusado compromiso social y/o medioambiental.

Es importante distinguir los fondos éticos de los denominados fondos solidarios. Por regla general, el carácter distintivo de estos últimos radica en que la gestora se compromete a ceder parte de la comisión de gestión a organizaciones no gubernamentales o religiosas para financiar proyectos solidarios o proyectos sociales. No obstante, puede ocurrir que nos encontremos con fondos que tengan tanto un carácter *ético* como un carácter *solidario*; es decir, que, por un lado, tienen normas éticas relacionadas con los contenidos de las inversiones; y que, por el otro, ceden parte de sus ingresos por gestión para proyectos de calado social.

Como ya hemos mencionado anteriormente, la compañía de fondos *Pax World*, como respuesta a la Guerra de Vietnam, fue la que creó el primer fondo ético de la historia a principios de la década de los setenta (1971), habiendo lanzado posteriormente diversos tipos de fondos de carácter ético o basados en la responsabilidad social empresarial, como más se conoce en Estados Unidos. Dicho fondo fue creado por un grupo metodista y estableció como criterio fundamental de carácter restrictivo no invertir en empresas productoras de armamento. Sus fundadores fueron L. E. Tysson y J. E. Corbett.

En Europa, los primeros fondos éticos se desarrollan a partir de 1984, especialmente en el Reino Unido, con la aparición del fondo de inversión mobiliaria del grupo *Friend Provident: Friend Provident Stewardship*.

En España, debido al menor desarrollo de los mercados e instrumentos financieros con respecto a los países desarrollados de nuestro entorno, los fondos éticos aparecen con un gran retraso. De hecho, hasta mediados de la década de los noventa no aparece el primer fondo ético en nuestro país.

Las Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), es decir, el órgano regulador del mercado de valores en nuestro país, encomendó a la patronal INVERCO, es decir, a la asociación de instituciones de inversión colectiva, la autorregulación de los fondos éticos. De hecho, en 1999, la Comisión Ética de INVERCO emitió la primera circular sobre este asunto, que llegó a tener el visto bueno de la CNMV a finales de dicho año (ARGANDOÑA, 2000).

En dicha circular, tal y como plantea A. Argandoña (2000) quedaban establecidos algunos criterios de carácter general:

1. La utilización por una institución de inversión colectiva de la expresión “ético” no debe interpretarse peyorativamente para las demás, como si no fuesen éticas o invirtiesen en empresas no éticas.
2. Dado que cada inversor tiene su propio concepto de lo que es ético, ecológico o socialmente responsable, cada institución deberá tener y publicar su propio ideario.
3. No deben confundirse las instituciones de inversión colectiva éticas, ecológicas o de responsabilidad social –es decir, que invierten de acuerdo con criterios de ese tipo- con los fondos solidarios –que ceden parte de su comisión de gestión a determinadas entidades benéficas o no gubernamentales-, aunque en España todos los fondos solidarios tienen también algunas normas sobre el contenido de las inversiones. (sic).

Además, en esa circular se habla tanto de criterios negativos o excluyentes, como de criterios valorativos o incluyentes según la clasificación que hemos descrito más arriba.

En el lanzamiento de los fondos de carácter ético se deben publicar los criterios éticos asociados, tanto los de carácter *negativo*, como los de carácter *valorativo*. Además, por regla general, se suele crear una comisión ética, o una comisión de control, formada por expertos independientes. Dicha comisión es la que se pronuncia sobre la adecuación de la inversión a los criterios éticos o de responsabilidad social escogidos.

Los requisitos de transparencia deben ser mucho más importantes en los fondos éticos que en los fondos convencionales, pues a los importantes requisitos que suele exigir el regulador del mercado, hay que añadir los propios requisitos de carácter ético que implica una inversión socialmente responsable.

Para facilitar la actividad de los inversores y de las instituciones de inversión colectiva, se han diseñado numerosos índices bursátiles con un claro sesgo ético, de responsabilidad social o de sostenibilidad. Las firmas *FTSE* y *Footsie* han elaborado conocidos índices de carácter ético. En el ámbito global, podemos destacar dos de ellos muy conocidos: el *FTSE4Good* y el *Dow Jones Sustainability Index*.

Además, también se han ido desarrollando organizaciones encargadas de realizar *ratings* éticos, sociales y/o medioambientales. Las agencias de información o gabinetes de investigación ética son los que indagan en el comportamiento ético de las empresas con objeto de conocer indicadores de desempeño en este ámbito. En Europa, como organización de calificación ética, podríamos destacar el caso de *EIRIS (Ethical Investment Research an Information Service)*, de origen británico y creada en 1983 como iniciativa de diversas instituciones de carácter benéfico.

Aparte de EIRIS, podemos hacer mención de otras agencias de calificación ética:

- *SIRI Group*.
- *Zinder, Lydenberg, Domini & Co (KLD)*.

FONDOS DE INVERSIÓN ÉTICOS EN ESPAÑA A JUNIO DE 2005

Entidad bancaria	Gestora	Fondos de inversión	Carácter
Grupo Santander	SCH Gestión, SA, SGIIC	SCH Solidaridad, FIM SCH Responsabilidad, FIM Interactivo Confianza, FI	Ético y solidario Ético Ético
Grupo BBVA	BBVA Gestión, SA	BBVA Desarrollo Sostenible BBVA Extra 5 II Garantizado	Ético Ético
Caja Madrid	GesMadrid, SA, SGIIC	Fondo solidario PRO UNICEF, FIM	Ético y solidario
La Caixa	InverCaixa Gestión, SA, SGIIC	FonCaixa Cooperación, FIM	Ético y solidario
BNP Paribas	BNP Paribas Gestión de Inversiones, SA, SGIIC	BNP Paribas Fondo Solidaridad, FIM	Ético y solidario
Banco Urquijo	Urquijo Gestión, SGIIC	Urquijo Inversión Solidaria, FIM	Ético y solidario
Renta 4	Renta 4 Gestora, SGIIC, SA	Renta 4 siglo XXI	Ético y solidario
Morgan Stanley	Morgan Stanley Gestión, SGIIC, SA	Morgan Stanley Fondo Ético, FIM	Ético y solidario
Grupo Interdin	Interdin Gestión, SGIIC, SA	Creación de Cultura en Español, FIM	Ético
BBK	BBK Gestión	BBK Solidaria, FI	Ético y solidario
Caixa Catalunya	Caixa Catalunya Gestió, SGIIC, SA	Caixa Catalunya Europa Valor, FI	Ético y solidario

Fuente: DE LA CUESTA et al., 2002, pág. 35.

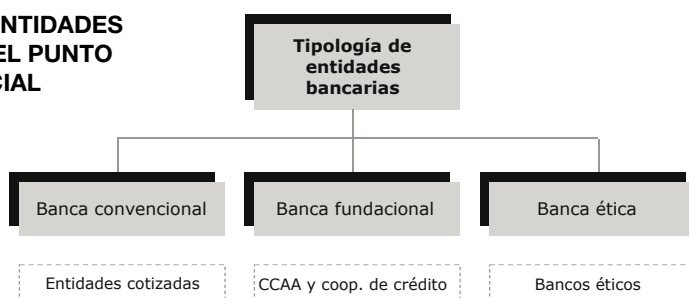
VIII. LA ISR Y LA BANCA

La ISR afecta a todos los ámbitos de la inversión empresarial y financiera, pero es en el sector de la banca donde tiene una mayor trascendencia y una mayor presencia. Desde el punto de vista ético-social, en nuestro país, existen tres tipos de entidades bancarias.

En primer lugar, nos encontramos con la banca tradicional, generalmente empresas o entidades cotizadas, muy interrelacionadas con los mercados. En el último lustro, en nuestro país, han implementado interesantes políticas, medidas e instrumentos de responsabilidad social corporativa que les ha permitido desarrollar una importante dimensión social. Han ido profundizando en el buen gobierno corporativo, han desarrollado importantes y emblemáticos proyectos de acción social, se han implicado en la ISR y en las finanzas éticas y solidarias, y han ido ajustando su modelo de gestión a una mejor optimización de los recursos, tanto los recursos humanos como los recursos materiales.

No obstante, a pesar de esta interesante evolución en el ámbito de la ética y de la dimensión social, no se puede hablar aún de banca ética, pues este tipo de entidades bancarias no pueden garantizar que el conjunto de las inversiones que se realizan se llevan a cabo según criterios éticos, sociales y medioambientales.

TIPOLOGÍA DE LAS ENTIDADES BANCARIAS DESDE EL PUNTO DE VISTA ÉTICO-SOCIAL



Fuente: elaboración propia.

En segundo lugar, nos encontramos con la banca social, especialmente arraigada en nuestro país, y formada fundamentalmente por aquellas entidades bancarias de carácter fundacional. Nos referimos, obviamente, a las cajas de ahorros y a las cajas rurales y cooperativas de crédito. Dichas entidades tienen una naturaleza muy peculiar, destacando su clara orientación social a través de la Obra Social, en el caso de las cajas de ahorros, y a través del Fondo de Educación y Promoción, en el caso de las cooperativas de crédito. Ambas partidas presupuestarias representan una importante cuantía económica, y tienen un carácter obligatorio, es decir, su dotación viene establecida por la ley. En este sentido, se puede decir que la acción social va implícita en su naturaleza jurídica y no es opcional, sino que es obligatoria.

Si en estas entidades la acción social está especialmente desarrollada y profesionalizada, no ocurre lo mismo con el resto de pilares de la responsabilidad social corporativa. No obstante, al igual que las entidades bancarias cotizadas, prácticamente el conjunto de las entidades fundacionales en nuestro país están diseñando y aplicando políticas, medidas e instrumentos de responsabilidad social corporativa, abordando proyectos que afectan tanto a la acción social como al buen gobierno, a la ISR y al modelo de gestión.

Aunque en los últimos años su actividad ha estado cada vez más vinculada a los mercados de capitales, su papel en la intermediación financiera sigue siendo especialmente importante. Además, tanto las cajas de ahorros como las cooperativas de crédito están desempeñando un importante papel en el ámbito de la reducción de la exclusión financiera, especialmente en el medio rural (cajas rurales). Además, sus programas de microcréditos en nuestro país están permitiendo que un gran número de personas pertenecientes a grupos sociales en riesgo de exclusión financiera, como son los inmigrantes económicos, los parados de larga duración, determinadas minorías étnicas, etcétera, puedan acceder a los servicios de financiación bancarios.

La fuerte presencia de este tipo de entidades en nuestro país, un país ya de por sí con una alta tasa de bancarización, ha contribuido sin duda a que la banca ética tenga una menor presencia. La proyección ético-social de las entidades bancarias se encuentra suficientemente representada en España a través de las entidades de carácter fundacional, si bien todavía no se puede hablar estrictamente de banca ética.

Por último, con una menor presencia, en el caso de España prácticamente marginal, nos encontramos con la banca ética, un modelo de banca que viene a garantizar que los recursos que gestiona, y que le son confiados por depositantes y socios, se invierten según criterios de eficiencia y rentabilidad económica, pero también con criterios de carácter social y medioambiental. Es precisamente a este tipo específico de entidades al que nos vamos a referir en la última parte del presente trabajo. La razón fundamental es que se trata del modelo de banca que más se ajusta a la ISR.

En el ámbito de la banca, donde, como hemos advertido, la inversión socialmente responsable adquiere una especial relevancia por razones obvias, las inversiones pueden materializarse fundamentalmente por tres vías. En primer lugar, a través de la intermediación financiera, y, en concreto, a través de la inversión crediticia. En segundo lugar, a través de las participaciones empresariales, que, si en un pasado eran obligatorias a través de los coeficientes de inversión, en nuestros días tienen un carácter más vocacional, mucho más económico que político. Y, en tercer lugar, a través de sus productos desintermediados: fondos de inversión, fondos de pensiones, seguros, etc.

En este sentido, hemos de decir que abordar la ISR en banca obliga a introducir criterios éticos, sociales y ambientales en estas tres posibles vías de canalización de los recursos que les confían los socios, inversores y depositantes.

Algunas entidades bancarias, que no encajan en el concepto de banca ética, han sido muy activas en la implantación de la responsabilidad social corporativa, habiendo implementado políticas, medidas e instrumentos relacionados con la inversión socialmente responsable. Sin ánimo de ser exhaustivos, quisiéramos hacer una especial mención a dos instrumentos para la gestión de la ISR en las entidades bancarias, no sin antes recordar iniciativas a nivel global que afectan directamente a la RSC y a la RSC: los indicadores GRI (*Global Reporting Initiative*) o los principios de Pacto Mundial (*Global Compact*).

Por un lado hablaremos de los Principios de Ecuador, y, por el otro, de los sistemas de análisis del riesgo medioambiental.

Los Principios de Ecuador

Los Principios de Ecuador, cuyos orígenes se remontan al 4 de junio de 2003 al anunciar su adhesión diez entidades bancarias de distinta procedencia

geográfica, consisten fundamentalmente en una serie de directrices de carácter social y medioambiental que establecen limitaciones en el ámbito de la financiación de proyectos de inversión (*project finance*) en todo el mundo en base a estándares medioambientales y sociales.

Dichos principios fueron establecidos por la *Internacional Finance Corporation* (IFC, o CFI –Corporación Financiera Internacional, según las siglas en español), la sección del Banco Mundial que se ocupa de la inversión del sector privado, y son de aplicación voluntaria por las entidades de financiación.

Constituyen un instrumento de referencia en el ámbito global de cara a establecer medidas de ISR por parte de las entidades de financiación, y adquiere una especial relevancia cuando se trata de financiación de proyectos en países emergentes. Sin lugar a dudas, son un reflejo de la mayor preocupación existente en nuestras sociedades de vincular las finanzas y los instrumentos de financiación a la sostenibilidad en mundo globalizado y en el que se ha producido una clara internacionalización de los mercados.

Las entidades financieras que se acogen a los Principios de Ecuador se comprometen a desarrollar e implementar las políticas, medidas e instrumentos necesarios para garantizar que las inversiones que acometan a nivel global, y a partir de una determinada cantidad, se ajusten a los criterios sociales y medioambientales establecidos en dichos Principios. Todos los sectores económicos, con independencia del país del mundo en el que se localicen, estarían afectados por la aplicación de los Principios de Ecuador por parte de aquellas entidades bancarias adheridas. No obstante, como ya hemos advertido, los Principios adquieren una especial relevancia en los proyectos de inversión de aquellos países y economías más vulnerables, fundamentalmente países y economías del Tercer Mundo.

Las entidades revisan y analizan los proyectos de inversión desde el punto de vista social y ambiental, seleccionando aquellos que cumplen con las directrices fijadas. Deberán clasificar dichos proyectos según las categorías A, B y C, es decir, proyectos de un alto, medio o bajo riesgo social o ambiental respectivamente.

Los Principios de Ecuador fueron revisados en 2006 con objeto de adaptarlos a la nueva realidad económica y financiera del mundo, al proceso de globalización y a las exigencias sociales en materia social y medioambiental

de las inversiones. El importe mínimo de financiación para la aplicación de dichos principios pasó entonces de los 50 millones de dólares a los 10 millones, cambio cuantitativo significativo que ha permitido incrementar el control social y medioambiental de los proyectos de inversión que realizan las entidades bancarias adheridas.

Más de sesenta entidades bancarias de todo el mundo se han acogido a los Principios de Ecuador, habiendo sido las cuatro primeras *ABN Amro Bank*, *Barclays PLC*, *Citigroup Inc* y *WestLB AG*. Más de la mitad de las entidades que se han acogido a estas directrices internacionales en materia de ISR es europea. En España, entidades bancarias como el BBVA (primera entidad bancaria española adherida), Banco de Galicia, Caja Navarra o La Caixa, se han adherido voluntariamente a los Principios de Ecuador como un instrumento de responsabilidad social que les permite avanzar en el ámbito de la inversión socialmente responsable.

En general., se puede decir que la implantación de los Principios de Ecuador en las entidades financieras adheridas ha supuesto un importante cambio en materia de responsabilidad social y de inversión socialmente responsable. Han supuesto un marco de referencia común para aquellas entidades globalizadas que asumen proyectos de inversión en todo el mundo.



PRINCIPIOS DE ECUADOR: ASPECTOS A TENER EN CUENTA EN LA EVALUACIÓN MEDIOAMBIENTAL DE LOS PROYECTOS

- Las condiciones medioambientales y sociales de base.
- Los requisitos impuestos por las leyes y regulaciones de país anfitrión y los tratados y convenio internacionales aplicables al caso.
- El desarrollo sustentable y el uso de los recursos naturales renovables.
- La protección de la salud humana, la propiedad cultural y la biodiversidad, incluyendo las especies en peligro de extinción y los ecosistemas sensibles.
- El uso de sustancias peligrosas.
- Los grandes peligros de daños.
- La salud y seguridad en materia laboral.
- La prevención de incendios y la seguridad de la vida humana.
- Los impactos socio-económicos.
- La adquisición y el uso de la tierra.
- El reasentamiento involuntario.
- Los impactos sobre los indígenas y sus comunidades.
- El impacto acumulativo de los proyectos existentes, el proyectos propuesto y los proyectos futuros cuya implementación se anticipa.
- La participación de las partes afectadas en el diseño, la revisión y la implementación del proyecto.
- La consideración de alternativas factibles y medioambiental y socialmente preferibles.
- La producción, la entrega y el uso eficiente de la energía.
- La prevención de la polución y la minimización de la producción de desechos, los controles de polución (efluentes líquidos y emisión de gases) y el manejo de los desechos sólidos y químicos.

Fuente: DE LA CUESTA et al., 2002, pág. 35.

Los sistemas de análisis del riesgo medioambiental

Algunas entidades bancarias en nuestro país, como puede ser el caso de entidades tan dispares como el BBVA y Cajamar, están implementando sistemas de análisis medioambiental que permitirán tanto hacer un análisis del riesgo medioambiental, como ir generando en el tiempo un histórico de valoraciones del riesgo en relación con su cartera crediticia con empresas. Muchas de ellas parten de la necesidad de establecer un mapa del riesgo medioambiental de sus carteras crediticias, con objeto de conocer la exposición financiera al riesgo medioambiental.

Es preciso tener en cuenta que uno de los principales escollos y problemas que tienen las entidades financieras para la determinación del riesgo ambiental financiero, o exposición financiera al riesgo medioambiental, están relacionados, por un lado, con la inexistencia de un histórico que les permita establecer políticas y horizontes de referencia en cuanto a la asunción de riesgos, así como establecer correlaciones entre las diferentes variables ambientales que se derivan de la actividad económica.

Los sistemas de análisis del riesgo medioambiental son herramientas informáticas que cruzan los códigos de actividad con una serie de variables medioambientales asociadas a dichas actividades económicas. La obtención de datos relativos al riesgo permite a las entidades enriquecer su gestión global del riesgo, así como introducir una variable más de análisis al propio análisis de viabilidad económico-financiera que va asociado a cualquier operación de activo. Probablemente, en un inicio, los resultados serán meramente censales y no tendrán un carácter vinculante, pero sí permitirán definir políticas de minimización y diversificación del riesgo medioambiental.

IX. LA BANCA ÉTICA

Para muchos sectores de la población, hablar de banca ética es hablar de un oxímoron, especialmente en algunos países con una fuerte tradición de quiebras y fraudes bancarios. Un ejemplo claro de esta situación es la Argentina del *corralito*, en la que la quiebra del sistema financiero, fundamentada esencialmente por una devastadora política cambiaria y por un profundo proceso de *dolarización* del país, puso en jaque la confianza de los inversores en el sector bancario, que secuestró los ahorros de sus clientes y desencadenó el pánico financiero y la alarma social generalizada mientras el banco central argentino actuaba como una mera *caja de conversión* que importaba la política monetaria de Estados Unidos.

Es difícil para los ciudadanos asociar las finanzas a la ética o a la solidaridad, por lo que la reacción hacia este fenómeno, en general, es de cautela y desconfianza. No obstante, la RSC está afectando al sector bancario como a ningún otro sector; y hay que decir y reconocer que ningún otro sector económico está siendo tan activo en este ámbito como el sector bancario.

La utilización del nombre de banca ética puede sugerirnos que el resto de entidades bancarias no son éticas, y esto, como resulta obvio, no es cierto. Ni todas las entidades que se inscriben en la categoría de banca ética son éticas o socialmente responsables; ni todas las entidades que no se enmarcan en dicha categoría están al margen de la vocación por la sostenibilidad. De ahí que para muchos autores el término correcto para el ámbito temático que vamos a tratar en esta parte del trabajo sea el de *banca social* o *banca alternativa*. No obstante, por simplicidad, por comodidad, y por recoger un término suficientemente aceptado, vamos a utilizar el de *banca ética*. No obstante, queremos advertir que no todas las entidades que queremos incluir en el ámbito temático de la banca ética son iguales, ni tienen el mismo grado de exigencia en la apli-

cación de criterios éticos, sociales o ambientales, ni comercializan los mismos productos y servicios.

La banca ética tiene como objetivo, en muchos casos, la atenuación de los efectos de la exclusión financiera de una parte de la población, bien en el Primer Mundo o en el Tercer Mundo. La exclusión financiera se debe fundamentalmente a un nivel de *bancarización* muy bajo, por lo que muchos ciudadanos no tienen acceso a los productos y servicios de las entidades bancarias convencionales. Pero, también, la exclusión financiera se debe a las dificultades de acceso al crédito (microcréditos) por parte de la población más vulnerable, teniendo que recurrir los prestatarios a la usura o a los llamados *prestamistas sin estatus*. Por último, y sin ánimo de ser exhaustivos, la exclusión financiera puede deberse a las dificultades de acceso a la moneda, por los que han surgido numerosas iniciativas relacionadas con las monedas sociales, o monedas alternativas, con sistemas monetarios basados en el trueque, o con los propios bancos del tiempo.

La banca ética debe tener la aspiración de ser rentable. Las entidades financieras englobadas en el grupo de bancos éticos no son entidades sin ánimo de lucro. Es más, sin la rentabilidad y la eficiencia no se puede hablar de la sostenibilidad en el tiempo de dichas entidades. No es por tanto el parámetro *ánimo de lucro* el que diferencia a la banca ética de la banca convencional. Lo que las diferencia fundamentalmente es el haber hecho transversal la ISR, y acoplarla con todas las consecuencias, en el caso de la banca ética, a su modelo de gestión.

Con independencia de la obtención de lucro como objetivo de la banca ética, estas entidades también persiguen otros objetivos, como reducir la exclusión financiera, apoyar al *tercer sector* en sus distintas acepciones (sociedades no lucrativas, ONG y empresas de economía social), etcétera. Y un gran número de entidades bancarias, pertenecientes al sector formal y operando bajo el epígrafe de banca ética, han hecho y están haciendo rentable un modelo de gestión que cada vez consigue un mayor espacio en todo el mundo. Y lo están haciendo ofreciendo garantías a sus clientes a través de periódicas auditorías sociales, certificaciones éticas, memorias de sostenibilidad, etcétera.

Definición de banca ética

Se entiende por banca ética toda institución bancaria, que, por un lado, permita el acceso al crédito a aquellos colectivos que no pueden acudir a la financiación bancaria tradicional por no disponer de garantías patrimoniales, avales, o, simplemente, historial crediticio; y que, por el otro, permita a los depositantes y ahorradores invertir sus recursos financieros atendiendo a valores y principios éticos. Valores y principios éticos que, generalmente, suelen estar relacionados, entre otros, con valores como el respeto al medio ambiente, la garantía de los derechos humanos, la preservación de unas condiciones laborales mínimas, etcétera. La banca ética representa la máxima representación institucional de la ISR.

Por lo tanto, la posible *eticidad* de la institución puede venir determinada bien por el tipo de actividad que se financia, o bien en función de tipo de persona que recibe la financiación, como puede ser aquellas personas excluidas financieramente. Un ejemplo del primer caso puede ser *Triodos Bank* o la *Banca Popolare Etica*; y un ejemplo del segundo caso puede ser el *Grameen Bank* o *l'ADIE*.

Un banco ético, al igual que cualquier otra entidad bancaria, es un intermediario financiero que canaliza el ahorro desde los agentes económicos con tesorería excedentaria, fundamentalmente las familias, hacia los agentes que necesitan financiación, fundamentalmente las empresas, pero basándose principalmente en criterios de transparencia y participación, y añadiendo criterios sociales y medioambientales a los estrictamente financieros. Por lo tanto, la financiación que proporciona un banco ético debe generar un impacto social positivo.

Un banco ético debe promover la transparencia, la participación y, obviamente, la eficiencia. La sostenibilidad es fundamental para la banca ética. En este sentido, se puede decir que es legítima para un banco ético la obtención de beneficios, pero siempre que se respeten criterios éticos y su actividad tenga un impacto social positivo. Si no ocurriera esto último, estaríamos hablando de un banco convencional y no de un banco ético. Por lo tanto, un requisito de las operaciones a financiar por la banca ética es que estén asociadas a proyectos

viables, no solamente desde el punto de vista financiero, sino también desde el punto de vista social y medioambiental.

Los productos y servicios que ofrece la banca ética son similares a los que ofrecen las entidades bancarias convencionales, pero siempre mediatizados con el sesgo ético y social que venimos destacando: microcréditos, microseguros, fondos de inversión y fondos de pensiones éticos, participación directa en capital (participaciones empresariales), etc.

El concepto de banca ética es el más avanzado en el ámbito de las finanzas éticas. La banca ética, por regla general, está regulada y supervisada por los bancos centrales y su operativa y garantías son las mismas que la banca tradicional: seguro de depósitos, supervisión del banco central, etcétera. La gran diferencia consiste en la comercialización de productos, procedentes de la intermediación financiera o no, que cumplan unos requisitos de inversión vinculados a principios o valores éticos, sociales o ambientales. Hablamos de los microcréditos, de los fondos de inversión éticos de los que ya hemos hablado con cierto detenimiento, de los bonos éticos, etcétera.

Salvo excepciones, no existe una legislación específica para la banca ética, por lo que se encuentra sometida a las legislaciones bancarias convencionales. En algunos países la legislación fiscal favorece a la banca ética a través de bonificaciones fiscales (Reino Unido, Países Bajos...).

La banca ética puede estar promovida por instituciones y personas de muy diversa procedencia. Existen bancos éticos promovidos por organizaciones no gubernamentales (ONG), por cooperativas, por redes de economía social (*Charity Bank*), por fundaciones, por instituciones microfinancieras, por grupos financieros, por entidades financieras convencionales adaptadas (*Cooperative Bank*), por grupos de personas (*la Nef*), etcétera.

Las formas jurídicas de la banca ética también son diversas. Nos podemos encontrar tanto a sociedades anónimas como a cooperativas (*Banco Popolare Etica*), si bien existen limitaciones a la concentración del capital como un elemento fundamental para la orientación ética de la entidad.

La banca ética supone la integración más avanzada de la responsabilidad social en el negocio bancario, y su filosofía enmarca en la concepción de las finanzas como un instrumento para el desarrollo humano y la solidaridad. Precisamente, la banca ética debe combinar salomónicamente estos principios

con los de eficiencia y solvencia, necesarios para competir con el sistema bancario convencional. Pero en la gestión de la banca ética destacan los principios de solidaridad, transparencia, participación y sostenibilidad.

La transparencia y un modelo de gestión ético son requisitos inherentes al modelo de banca ética. La vinculación de las inversiones a principios y valores éticos obliga a dotar de transparencia a todos los ámbitos de la gestión de la entidad, así como a sus instrumentos financieros. En consecuencia, la comunicación comercial debe mostrarse acorde con los principios y valores éticos que constituyen el punto de partida de la inversión en activos. No obstante, el marketing en general no tiene por qué contradecir el modelo de banca ética, si bien su planteamiento y aplicación debe ser diferente.

En la banca ética es importante que los resultados de la inversión vayan al sector de origen. Es necesaria una red social de base y una organización bancaria con principios y valores éticos.

Hasta los años setenta en Europa tan sólo existían tres bancos éticos:

- el *Bank für Sozialwirtschaft AG*, fundado en 1923 en Alemania,
- el *ASN Bank*, fundado en 1960 en Países Bajos,
- y el *GLS Gemeinschaftsbank*, fundado en 1974 también en Alemania.

A partir de los años ochenta han ido surgiendo nuevas iniciativas de banca ética en Europa:

- *Bank Für Socialwirtschaft*, fundado en 1923 en Alemania.
- *ASN Bank*, fundado en Países Bajos en 1960.
- *GLS GemeinschaftsBank EG*, fundado en 1974 en Alemania.
- *Triodos Bank*, fundado en 1980 en Países Bajos,
- *Unity Trust Bank*, fundado en el Reino Unido en 1984,
- *Freire Gemeinschaftsbank BCL*, fundado en Suiza en 1984,
- *Merkurbank*, fundado en Dinamarca en 1985,
- *La Nef*, fundada en Francia en 1988,
- *Alternative Bank Suisse*, fundada en Suiza en 1990,
- *Cooperative Bank*, fundado en el Reino Unido en 1992,

- *Triodos Bank*, Bélgica, 1993,
- *Triodos Bank*, Reino Unido, 1995,
- *Cultura Sparebank*, fundado en Noruega en 1996,
- *JAK*, fundado en Suecia en 1997,
- *Banca Popolare Etica*, fundada en Italia en 1998,
- *EkoBanken*, fundado en Suecia en 1998.
- *Ekobanken*, fundado en Suecia en 1998,
- *Charity Bank*, fundado en el Reino Unido en 2002,
- *Triodos Bank*, España, 2004,
- *FIARE+BPE*, España, 2005.

En las décadas de los ochenta y noventa aparecen nuevas iniciativas de banca ética que van a ir adquiriendo un desarrollo desigual. Hablamos de iniciativas como la del banco holandés *Triodos Bank*¹, la *Banca Popolare Etica*² italiana, el *Jak* de Suecia y la asunción de principios y valores éticos en el *Cooperative Bank*. Posteriormente, ya en el siglo XXI, surgen iniciativas como la del *Charity Bank*.

Caracterización de la banca ética

Las entidades englobadas en lo que conceptualmente hemos denominado como banca ética suelen presentar la siguiente caracterización:

- suelen ser entidades jóvenes;
- evitan la especulación y las inversiones que no encajan en los criterios éticos establecidos;
- en general, se plantean la rentabilidad como un principio irrenunciable;
- suelen tener el mismo grado de regulación que la banca convencional, autorregulándose en el ámbito ético;
- los sectores en los que invierte la banca ética son más anticíclicos que los sectores en los que invierte la banca convencional;

¹ En septiembre de 2004 *Triodos Bank* crea una filial en España.

² Desde abril de 2005 la *Banca Popolare Etica* opera en España a través *Fiare*.

- los bancos éticos suelen tener pocas sucursales, pues una amplia red de oficinas supone gravar severamente sus cuentas de resultados y sus balances; de ahí que el recurso a la banca electrónica y a la banca telefónica sea muy recurrente en estos bancos como canales de distribución de alcance;
- en algunos casos, como en el caso de los microcréditos, la actividad crediticia va asociada a la formación técnica a los prestatarios;
- los tipos de interés suelen ser algo mayores que los de la banca convencional, debido fundamentalmente a que sus criterios de rentabilidad son distintos; no obstante, muchos ahorradores están dispuestos a percibir tasas de interés inferiores si la inversión que la entidad bancaria va a realizar con su dinero es ética y socialmente positiva³.
- En algunos casos, como el JAK de Suecia, se retribuye a los ahorradores con puntos en vez de con dinero; puntos que pueden luego destinarse a obtener financiación más barata. Esta modalidad permite unas tasas de interés más bajas en la actividad crediticia.
- En general, se puede decir que los tipos de referencia para los bancos éticos son los de mercado, con independencia de su estructura de coste y la diversificación de la inversión.
- Los bancos éticos suelen estar gestionados por banqueros, pero también encontramos con casos de bancos éticos fundados por personas que no han estado vinculadas a la banca. El caso más emblemático es el *Grameen Bank*, de la India.
- En general, los bancos éticos están gestionados por personal cualificado del mismo perfil que el de los empleados de la banca convencional. No obstante, facilita mucho la gestión que el personal se halle concienciado de los valores éticos, sociales y medioambientales que rigen la actividad del banco.

³ Este concepto recibe el nombre de “autodeterminación de la tasa de interés”.

X. TENDENCIAS DE FUTURO EN LA ISR

Según el informe Eurosif (SETEM, 2006), se pueden recoger las siguientes tendencias en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva socialmente responsable:

- Los fondos de pensiones se han convertido en los principales agentes impulsores del mercado. Su gestión a largo plazo los hace idóneos para la inversión ética.
- Se producirá una convergencia de las diferentes actitudes culturales respecto a la ISR a lo largo del tiempo. Sin lugar a dudas, el proceso de globalización de los mercados y de las finanzas contribuirá a ello.

La distribución en el mundo de la ISR es muy desigual. Estados Unidos es el país donde se ha producido un mayor desarrollo, tanto en diseño de instrumentos como en inversión canalizada. En Europa, por su parte, aunque mantiene la distancia con Estados Unidos, el mercado de la ISR es cada vez más maduro. En concreto, en el Reino Unido, la ISR está dejando de ser una opción minoritaria ligada a inversores sensibilizados con esta temática. De hecho, es cada vez mayor el número de gestores de inversión, analistas y agencias de *rating* que se implican en el fomento de la inversión socialmente responsable.

Por su parte, en España, la ISR apenas representa el 0,5% de la inversión global. El desconocimiento de este tipo de instrumentos por parte de los inversores particulares es el principal lastre para su desarrollo en nuestro país.

No cabe duda del desarrollo en el ámbito internacional de la ISR. En España, donde el *mercado* de la ISR parece estancado, es preciso adoptar medidas orientadas al conjunto de los *stakeholders* para fomentar la ética de las inversiones. Para ello es necesario sensibilizar a los inversores, a los analistas financieros, a las entidades bancarias, a las empresas cotizadas, a los gestores de inversión, a las organizaciones no gubernamentales y, sobre todo, a la Administración pública.

BIBLIOGRAFÍA

- AAVV (2002), *La banca ética. Mucho más que dinero*, Icaria, Barcelona.
- AAVV (2006), *Observatorio de la ISR en España 2006*, IPES, ESADE, Barcelona.
- ALEMANY, J. (2007), *Dinero con conciencia: las Finanzas Éticas*, Ecohabitar. Visiones sostenibles.
- ALSINA, O. (coord.) (2002), *La banca ética. Mucho más que dinero*, Icaria, Barcelona.
- ARGANDOÑA, A. (ed.) (1995), *The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets*, Springer Verlag, Berlin.
- ARGANDOÑA, A. (2000), "Los fondos éticos y la promoción de la ética inversora", *Papeles de Ética, Economía y Dirección*, nº 5.
- ARMS, M. (1999), "The opportunity cost of monetary conviction: a comparaisón of the DSI and the S&P500", *The Park Place Economist*, VII, pp. 21-32.
- BALAGUER, M. R. y MUÑOZ, M. J. (2003), "Análisis de los fondos de inversión éticos y solidarios españoles: Evaluación de la *performance* social y financiera", ponencia presentada en el *XI Foro de Finanzas. Las finanzas del nuevo milenio*. Alicante.
- BAUER, R.; KOEDIJK, K and OTTEN, R. (2002), "International evidence on ethical mutual fund performance and investment style", *Journal of Banking and Finance*, 29 (7), pp. 1751-1767.
- BUCHANAN, A. (1985), *Ethics, Efficiency, and the Market*, Clarendon Press, Oxford.
- COOPER, M. and SCHLEGELMILCH, B. B. (1992), "Key issues in ethical investmentg", *Business Ethics. A European Review*, 2, 4.
- COWEN, S.; FERRERI, L. and PARKER, D. (1987), "The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: a typology and frequency-based analysis", *Accounting Organizations and Society*, 12 (2), pp. 111-122.
- COWTON, C. J. (1999), "Accounting and financial edthics: from margin to mainstream?", *Business Ethics. A European Review*, 8, 2.
- cummings, I. (2000), "The financial performance of ethical invetment trusts: an Australian perspectiva", *Journal of Business Ethics*, 25 (1), pp. 79-92.
- DE LA CUESTA, M.; VALOR, C. y SANMARTÍN, S (2002), *Inversiones éticas en empresas socialmente responsables*, UNED/Economistas sin Fronteras.

- DE LA CUESTA GONZÁLEZ, M.; FERNÁNDEZ OLIT, B. y VÁZQUEZ OTEO, O. (2006), *Razón de ser de la Banca Ética. Experiencias internacionales y nacionales*, Fundación de las Cajas de Ahorros, Madrid.
- DHRYMES, P. J. (1998), "Socially responsible investment: is it profitable?", *The Investment Research Guide to Socially Responsible Investing. The Colloquium on Socially Responsible Investing*, Texas, pp. 264-284.
- DILTZ, J. D. (1995), "The private cost of socially responsible investing", *Applied Financial Economics*, 5 (2), pp. 69-77.
- EUROSIF (2006), *European SRI Study*, Paris.
- FERNÁNDEZ, J. L. y LUNA, L. (2005), "Análisis comparativo de eficiencia de los fondos de inversión sociales españoles frente a los fondos de inversión tradicionales en el periodo 2000-2004", mimeo.
- GREGORY, A.; MATATKO, J. and LUTHER, R. (1994), "The performance of ethical unit trusts: choosing an appropriate benchmark", *British Accounting Review*, 26, pp. 77-89.
- GREGORY, A.; MATATKO, J. and LUTHER, R. (1997), "Ethical unit trust financial performance: small company effects and fund size effects", *Journal of Business Finance & Accounting*, junio, 24 (5), pp. 705-726.
- HAMILTON, S; HOJE, J. and STATMAN, M. (1993), "Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds", *Financial Analysts Journal*, 49 (6), pp. 62-66.
- HART, S. L. and AHUJA, G. (1994), "Does it pay to be green?", *paper* presentado en la reunión nacional de la Academy of Management (Dallas, Texas), agosto.
- JONHSON, R. and GREENING, D. (1994), "Relationships between corporate social performance, financial performance, and firm governance", *Best Paper Proceedings of The Academy of Management*, pp. 314-318.
- KREANDER, N; GRAY, R. H.; POWER, D. M. and SINCLAIR, C. D. (2000), "Evaluating the performance on ethical and non-ethical funds: a matched pair analysis".
<http://www.departments.bucknell.edu/management/apfa/papers>.
- LOZANO, J. M.; ALBAREDA, L. and BALAGUER, M. R. (2006), "Socially Responsible Investment in the Spanish Financial Market", *Journal of Business Ethics*, 69, pp. 305-316.
- MCGUIRE, J.; SUNDGREN, A. and SCHNEESWEIS, T. (1988), "Corporate social responsibility and firm financial performance", *Academy of Management Journal*, 31 (4), pp. 854-872.
- MALLIN, C.; SAADOUNI, B. and BRISTON, R. (1995), "The financial performance of ethical investment funds", *Journal of Business Finance & Accounting*, 22 (4), pp. 483-496.
- MELÉ, D. (ed.), *Ética de la actividad financiera*, Eunsa, Pamplona.

- MORRIS, S.; REHBEIN, K.; HOSSEINI, J. and ARMACOST, R. (1990), "Building a profile of socially responsive firms", in WOOD, D. J. and MARTELLO, W. E. (eds.), *Proceeding of the International Association for Business and Society*, pp. 297-303.
- MOSKOWITZ, M. (1972), "Choosing socially responsible stocks", *Business and Society Review*, 10, pp. 71-75.
- MOSKOWITZ, M. (1975), "Profiles in corporate responsibility: the ten worst and the ten best", *Business and Society Review*, 13, pp. 28-42.
- M'ZALI, B et TURCOTTE, M. (1997), "Étude des portefeuilles d'investissement «environnementaux» au Canada et en Italie",
<http://www.esg.uqam.ca/esg/crg/papers/05-97/05-97.htm>
- ORLITZKI, M. (2001), "Does firm size confound the relationship between corporate social performance and firm financial performance?", *Journal of Business Ethics*, 33 (2), pp. 167-180.
- PAMPILLÓN FERNÁNDEZ, F. (2001), *Apuntes de tendencias del sistema financiero español*, Dykinson.
- REYES, m. and GRIEB, T. (1998), "The external performance of socially responsible mutual funds", *American Business Review*, 16 (1), pp. 1-7.
- RÍO, N. del (2003), *Rescata tu dinero. Finanzas solidarias y transformación social*, Talas.
- ROMAN, R.; HAYIBOR, S. and AGLE, B. R. (199), "The relationship between social and financial performance", *Business & Society*, 38 (1), pp. 109-117.
- SANDRI, M. y PIERGIORGIO (2002), *Dinero ético, la economía alternativa y solidaria*, Plaza & Janés.
- SANMARTÍN, S. (2001), "Instrumentos financieros éticos y socialmente responsables, metodología de evaluación de comportamiento de las empresas españolas", *Papeles de Ética, Economía y Dirección*, 6.
- SASIA, P. M. y DE LA CRUZ, C. (2008), *Banca ética y ciudadanía*, Trotta, Madrid.
- SETEM (2006), *Finanzas éticas y comercio justo: fomentar el desarrollo*, SETEM, Madrid.
- SETEM (2006), *La inversión socialmente responsable en Europa*, SETEM, Madrid.
- SIMPSON, W. G. and KOHERS, T. (2002), "The link between corporate social and financial performance: evidence from the banking industry", *Journal of Business Ethics*, 35 (2), pp. 97-109.
- STATMAN, M. (2000) "Socially responsible mutual funds", *Financial Analysts Journal*, 56 (4), pp. 30-39.
- VALOR, C. (2005), "Los productos de inversiones socialmente responsables en las Cajas de Ahorro", *Cuadernos de Información Económica*, nº 188, FUNCAS.

- VERMEIR, W. and CORTEN, F. (2001), "Sustainable investment: the complex relationship between sustainability and return", *Bank-enFianciewezen / Revue bancaire et financière*.
<http://www.ethibel.org/pdf/BankFinEnglish.pdf>
- WADDOCK, S. A. and GRAVES, S. B. (1997), "The corporate social performance-financial performance link", *Strategic Management Journal*, 18 (4), pp. 303-319.
- WOKUTCH, R. E. and SPENCER, B.A. (1987), "Corporate saints and sinners. The effects of philanthropic and illegal activity on organizational performance", *California Management Review*, 29 (2), pp. 62-77.

Números Publicados

- 01 Las microfinanzas: Caracterización e instrumentos
- 02 La ética empresarial y la RSC