



CIRIEC-España, Revista de Economía
Pública, Social y Cooperativa

ISSN: 0213-8093

ciriec@uv.es

Centre International de Recherches et
d'Information sur l'Economie Publique, Sociale
et Coopérative

Sorarrain Altuna, Aingeru; Valor, Carmen

¿Son éticas las inversiones éticas? Propuesta de un modelo de idoneidad ética para la inversión
socialmente responsable y aplicación a los fondos españoles

CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa, núm. 66, octubre, 2009, pp. 165-
185

Centre International de Recherches et d'Information sur l'Economie Publique, Sociale et Coopérative
Valencia, Organismo Internacional

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=17413043008>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal

Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto



**CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social
y Cooperativa, nº 66, Octubre 2009, pp. 165-185**

¿Son éticas las inversiones éticas? Propuesta de un modelo de idoneidad ética para la inversión socialmente responsable y aplicación a los fondos españoles

Aingeru Sorarrain Altuna

Universidad de Deusto

Carmen Valor

Universidad Pontificia de Comillas - ICADE

CIRIEC-España, revista de economía pública, social y cooperativa
ISSN edición impresa: 0213-8093. ISSN edición electrónica: 1989-6816.

© 2009 CIRIEC-España

www.ciriec.es www.ciriec-revistaeconomia.es

¿Son éticas las inversiones éticas? Propuesta de un modelo de idoneidad ética para la inversión socialmente responsable y aplicación a los fondos españoles

Aingeru Sorarrain Altuna

Programa Doctorado en Economía y Dirección de Empresas. Universidad de Deusto

Carmen Valor

Profesor Colaborador, Universidad Pontificia de Comillas-ICADE

RESUMEN

La desconfianza en los productos éticos de inversión es el principal obstáculo para el desarrollo de la inversión socialmente responsable en nuestro país. Sin embargo, no existe ningún modelo que pueda ser utilizado como marco para juzgar la calidad ética de los productos existentes. Este artículo propone un modelo de idoneidad ética de la ISR y evalúa los fondos de inversión españoles conforme a dicho modelo. Concluye que no hay ningún producto que cumpla con los diez principios definidos, siendo especialmente deficiente la información que la gestora ofrece al inversor. Esto limita seriamente la rendición de cuentas de la gestora a sus clientes, por cuenta de quien actúa.

PALABRAS CLAVE: Idoneidad ética, fondo ético, screening, comité ético, inversión socialmente responsable, índices éticos, transparencia, activismo.

CLAVES ECONLIT: G230, L310.

Les investissements éthiques sont-ils éthiques ? Proposition d'un modèle de conformité éthique pour l'investissement socialement responsable et l'application aux fonds espagnols

RÉSUMÉ : Le manque de confiance dans les produits éthiques d'investissement est le principal obstacle au développement de l'investissement socialement responsable dans notre pays. Cependant, il n'existe aucun modèle qui puisse servir de cadre pour évaluer la qualité éthique des produits actuels. Cet article propose un modèle de conformité éthique de l'ISR et évalue les fonds d'investissements espagnols en conformité avec ce modèle. À la fin de cet article, nous concluons qu'il n'existe aucun produit conforme aux dix principes définis, du fait que l'information que les gestionnaires offrent aux investisseurs est particulièrement mauvaise. Ceci limite sérieusement la reddition des comptes des clients dont les gestionnaires s'occupent.

MOTS CLÉ : Conformité éthique, fonds éthiques, screening, comité éthique, investissement socialement responsable, indices éthiques, transparence, activisme.

Are ethical investments ethical? A proposal for an ethical suitability model for socially responsible investment and its application to Spanish funds

ABSTRACT: Lack of trust in ethical investment products hinders the development of socially responsible investments in Spain. However, there is no model or framework to evaluate the ethical quality of the available products. This paper proposes a model for ethical suitability investments and evaluates how Spanish mutual funds comply according to that model. We conclude that there is no product that meets the ten stated requirements, the information that fund managers provide being especially poor. This jeopardises the accountability of the management firm to its client, for whom it is supposed to be working.

KEY WORDS: Ethical suitability, ethical mutual fund, screening, ethical committee, socially responsible investment, ethical indexes, transparency, activism.

1.- Introducción

Se conoce con el nombre de “inversiones éticas” a las estrategias de inversión que combinan criterios financieros convencionales con otros no financieros. Este tipo de inversión experimentó un fuerte despegue a mediados del siglo XX, y su crecimiento se mantiene hoy en muchos países (especialmente, Estados Unidos, Reino Unido y países de Europa central) (Eurosif, 2008; Social Investment Forum, 2007). Es este crecimiento el que ha llevado a algunos autores a referirse a la inversión ética o socialmente responsable como una nueva corriente principal dentro de los mercados financieros (Viviers et al., 2008; Sparkes y Cowton, 2004). Aunque en su desarrollo las entidades de la economía social han jugado un papel preponderante y aunque esta forma de inversión es la más coherente con su misión y valores (Valor et al, 2007), lo cierto es que no puede decirse que la inversión socialmente responsable sea hoy territorio exclusivo de estas entidades, ya que el mayor peso en el mercado, a nivel agregado, lo tienen los bancos.

En España este tipo de instrumentos no termina de arrancar. Su tasa de crecimiento es inferior a la de otros países europeos, representando menos del 0,5% del total activos (Eurosif, 2008). Este retraso en el desarrollo del mercado español, aparte del tardío desarrollo de la propia industria de los fondos de inversión que no comenzó hasta los años 90, puede deberse a varios motivos. Uno de los frenos a la demanda identificado por Valor y de la Cuesta (2007) es la desconfianza hacia este tipo de productos. La falta de información lleva a poner en duda si en la práctica, se cumple o no con la política ética del fondo. También estudios del mercado británico han puesto de manifiesto que la confianza en la gestión ética de las inversiones éticas es clave; si los inversores descubren que no está bien gestionado, retiran la inversión, cosa que no ocurre cuando el producto pierde valor financiero (Lewis y Mackenzie 2000).

Parece, pues, clave que las inversiones éticas sean verdaderamente “éticas” para que el mercado se desarrolle. Pero ¿qué cabe entender por inversiones “verdaderamente éticas”? Este estudio pretende cubrir el vacío existente en la literatura, proponiendo un modelo de idoneidad ética para este tipo de inversiones. Aunque algunos autores han abordado el tema de la “eticidad” de las inversiones éticas (por ejemplo, Cowton, 1994; Schwartz, 2003; Sparkes, 2001), no existe ningún modelo completo sobre los criterios que se deben cumplir para afirmar que se trata de una inversión totalmente ética.

Tampoco se ofrecen unas guías completas ni en la regulación (que no existe en España para este tipo de productos) ni en la auto-regulación. En España, la Circular de INVERCO¹, único marco normativo para este tipo de productos, no da ninguna indicación sobre qué condiciones se deben cumplir en este tipo de inversiones.

1.- Circular IIC Éticas del 15 de noviembre de 1999 en <http://www.inverco.es/comisionEticaInverco.do> (acceso 6 de mayo, 2009).

Otros modelos de auto-regulación, como el la guía de Eurosif², fija condiciones y principios, que no abarcan, en nuestra opinión, el conjunto de la gestión ética de un fondo. La norma de calidad de AENOR PNE 165001 EX sobre los requisitos de los instrumentos financieros éticos y socialmente responsables, aunque más completa y detallada que la Circular de INVERCO, no llega a ofrecer un marco completo para definir la eticidad de un fondo ético. El modelo propuesto se basará en estas propuestas, pero las completa y estructura de una forma novedosa en la literatura.

Antes de definir ese modelo, se recoge la discusión sobre la definición de inversión ética y las estrategias para llevarla a cabo, ya que el modelo hará referencia a ellos. Después, se aplica este modelo a los fondos españoles, con el fin de hacer un diagnóstico de situación. Finalmente, se sugieren a la comunidad académica y profesional unas líneas de actuación que permitan romper con la barrera de desconfianza, ayudando al desarrollo de este mercado en un contexto donde el desarrollo de este tipo de vehículos de inversión parece necesario para canalizar la cada vez mayor concienciación existente en la sociedad sobre estos aspectos.

2.- Antecedentes

2.1. Denominación y definición

La denominación y la definición de la inversión ética han sido objeto de debate por la comunidad académica desde sus orígenes. Cabe decir que todavía no existe consenso alguno al respecto, aunque, en lo que se refiere a la denominación, cabe citar a la inversión ética y a la inversión socialmente responsable (ISR en adelante) como los dos términos más usados. Entre estos dos términos, tal como indican Sparkes y Cowton (2004), la inversión ética es la más antigua, ligada a la vinculación con la Iglesia de este tipo de inversiones, y la inversión socialmente responsable es aquél que ha reemplazado al anterior en los últimos años. En parte, esto ha podido deberse a la incomodidad de mucha gente en utilizar el término ético ligado a inversiones financieras. Ejemplo de ello lo tenemos en el discurso del ministro de pensiones del Reino Unido Stephen Timms ante el Parlamento en el año 1999:

(ello) ha sido tradicionalmente referido como inversión ética, lo que yo prefiero denominarlo como Inversión Socialmente Responsable. Creo que, cuando un nombre se convierte tan pesado, que su propia mención reprime el debate en vez de impulsarlo, ha llegado el momento del cambio.

Timms (1999)³

2.- Accesible en www.eurosif.org/transparency-guidelines-retail.

3.- Citado en Sparkes y Cowton (2004).

En este artículo, se utilizarán ambos términos indistintamente.

A nivel general, se puede definir la inversión ética como aquella que combina objetivos o restricciones sociales o éticas, con criterios financieros más convencionales a la hora de implementar o no cierta inversión (Cowton, 1999a). Siguiendo esta definición, podríamos decir que la inversión ética se centra, no solamente en cuánto dinero gana una empresa, sino que también en cómo obtiene dichos beneficios (Cowton, 1999b). Mackenzie y Lewis (1999), en su estudio sobre las motivaciones e intereses de los inversores éticos, parten también de una definición similar, incluyendo como inversión ética todo aquello que combina criterios éticos (incluyen criterios sociales y ecológicos) con objetivos financieros. Estas definiciones generales son particularmente interesantes ya que excluyen la inversión ética como una actividad altruista, dándole también un enfoque financiero y de legitimidad a la obtención de rentabilidad.

Eurosif (2008: 6) detecta tres tendencias principales, la inversión responsable, la inversión socialmente responsable y la inversión sostenible. Continúa utilizando el término de inversión socialmente responsable pero adapta la definición para incluir las tendencias citadas anteriormente. Lo definen de la siguiente manera:

ISR, término genérico que da cobertura a la inversión ética, a la inversión responsable, a la inversión sostenible y a cualquier otro proceso que combine los objetivos financieros del inversor con sus preocupaciones medioambientales, sociales y de buen gobierno.

En cambio, su homóloga americana Social Investment Forum (en Sethi, 2005: 101) definía la inversión socialmente responsable como sigue:

Inversión Socialmente Responsable (ISR) es invertir en compañías que cumplan ciertos estándares básicos en responsabilidad social y medioambiental; comprometiéndose activamente a dichas compañías a mejorar, a ser empresas más responsables; y a dedicar parte de su activo al desarrollo económico de la sociedad.

Esta definición va más allá del enfoque anterior, introduciendo el objetivo de buscar una mejora de la sociedad con la actividad inversora. En cierta forma, se puede decir que define a la ISR desde el enfoque de las estrategias que se explicarán a continuación.

2.2 Estrategias de implantación

Dejando a un lado el debate sobre la definición de la inversión ética, en la figura 1 se resumen gráficamente cuáles son las estrategias principales de implementación de este tipo de inversiones. La inversión ética se puede realizar a través de tres tipos de estrategias.

1. *Screening*: posiblemente la estrategia más extendida, especialmente a través de los fondos de inversión. Esta estrategia, que consiste en fijar determinados criterios a la hora de seleccionar las inversiones a realizar, presenta a su vez diferentes variantes:
 - a) *Screening* negativo o de exclusión: en este caso se definen aquellos criterios cuyo cumplimiento es motivo de exclusión en la toma de decisiones. Ejemplo de ello son los criterios de la industria de tabaco y armamento.
 - b) *Screening* positivo o de inclusión: se invertirá en aquellas empresas que cumplan con estos criterios positivos en temas éticos. Ejemplo de ello podría ser la inversión en empresas que promuevan la igualdad en la mujer.
 - c) *Best of sector*: en este caso la inversión se centraría en aquellas empresas mejores dentro de cada uno de los sectores. La supuesta ventaja de la diversificación defendida por la teoría financiera tradicional (véase Markowitz, 1952) ha podido ser uno de los factores que haya empujado el desarrollo de esta subestrategia.
2. *Activismo*: especialmente desarrollado en los EE.UU., esta estrategia consiste en influir en la toma de decisiones de los directivos. Ello puede realizarse a través de los canales habilitados para los accionistas, como la Junta General de Accionistas, o por canales menos ortodoxos como uso de los medios de comunicación, cartas públicas, etc.
3. *Apoyo a proyectos sociales*: podríamos asimilar esta estrategia a lo que Cowton (1999b) denomina como formas alternativas de inversión ética. Estas inversiones se materializarían por ejemplo vía préstamos a determinados proyectos sociales

Figura 1. Estrategias de la inversión socialmente responsable



FUENTE: elaboración propia a partir de Viviers et al. (2008).

La creación en los últimos años de índices financieros contruidos con criterios éticos, ha posibilitado el desarrollo de la estrategia de *screening*, especialmente entre los fondos de inversión. Los dos promotores más importantes en torno a este tipo de índices son Dow Jones, con su serie de índices éticos bajo la marca de Dow Jones Sustainability Index y Footsie, bajo la marca FTSE 4 Good. Ambas entidades presentan un amplio abanico de índices dentro del criterio general de sostenibilidad.

Por otro lado, la creación de agencias de social screening o social rating, como EIRIS en Reino Unido o KLD en EEUU, han supuesto un impulso determinante para la aplicación práctica de la inversión ética o socialmente responsable. Estas entidades se dedican al análisis de empresas desde criterios éticos, facilitando a los inversores la creación de carteras bajo unos determinados criterios sociales y medio ambientales.

3.- Modelo de idoneidad ética para las ISR

El modelo propuesto estructura las condiciones de idoneidad ética en tres grandes bloques, que suceden de forma secuencial en la planificación y gestión de un fondo: Criterios relativos a la sociedad gestora, Criterios relativos a la definición ética del producto, y Criterios sobre la gestión operativa o ejecución del fondo. Cada bloque está formado por una serie de principios, que expresan las condiciones para la ISR.

3.1. Criterios relativos a la sociedad gestora

Cowton (1994) fue de los primeros en cuestionar la dimensión ética de los fondos de inversión. Sugiere que existe la ironía de que los fondos éticos son gestionados y comercializados por sociedades gestoras sin ningún tipo de trasfondo ético y con el único fin de la obtención de beneficios. En el fondo, los valores éticos de los inversores son satisfechos por entidades que de ninguna manera comparten dichas ideas. Anderson (1996, citado en Sparkes, 2001), fue más allá todavía defendiendo la ilegitimidad de dichas sociedades gestoras para utilizar el término “fondo ético” para dichos productos. Estos autores ponen sobre la mesa cuestiones que ninguna de las normas de auto-regulación aborda. Sin embargo, sólo por buscar un beneficio no se puede tachar a la sociedad gestora de “poco ética”. De hecho, la ISR también busca un beneficio o retorno y es ese fin el que diferencia la ISR de las donaciones, precisamente. Con todo, parece necesario que la sociedad que lanza y gestiona el fondo sea coherente con los fines y valores buscados por la ISR (Schwartz, 2003); la gestora debe buscar el desempeño social y medio ambiental que exige a las empresas en las que invierte. La llamada responsabilidad social corporativa es, precisamente, la forma de gestión que pretende este tri-

ple desempeño social, medio ambiental y económico. Por tanto, para dar respuesta a las críticas de estos autores, se fija el siguiente principio.

P1. La sociedad gestora debe tener una estrategia de responsabilidad social corporativa (RSC).

3.2. Criterios relativos a la definición ética del producto

Esta etapa de la gestión ética de la ISR ha recibido más atención en la literatura. Tanto los autores como los profesionales (véase norma de AENOR ya citada) entienden que debe establecerse un ideario ético para cada producto comercializado. Sin embargo, este ideario ético puede generarse de dos maneras, dando lugar a dos tipos de fondos (Mackenzie, 1998): los fondos guiados por el mercado y los fondos llamados “deliberative”. Los fondos guiados por el mercado⁴ se construyen desde un enfoque de marketing, aprovechando temas que parecen tener el favor de la opinión pública. Por ejemplo, un fondo contra el cambio climático, que invierta en empresas con impacto positivo en este problema, o un fondo contra el SIDA, que invierta en empresas con políticas sobre este particular. En los fondos *deliberative*⁵, se eligen los criterios de inversión con base en un razonamiento acerca de la ética de las prácticas corporativas. En este caso, hay una reflexión detrás, por parte de la sociedad gestora o del grupo impulsor del fondo.

Parece mejor, desde un punto de vista ético, que el ideario se establezca tras un razonamiento ético. Esto parece clave, ya que, como se cuestiona Schwartz (2003), no todos los movimientos éticos son igualmente justificables. Es más, puede darse el caso de que exista una ética distinta según el lugar, especialmente si nos adentramos en el terreno religioso. Así, un fondo que excluya a empresas relacionadas con la industria del cerdo será perfectamente ético para inversores musulmanes, pero no probablemente, para inversores católicos. Dado que existe una pluralidad de visiones éticas, la clave debe ser el establecimiento de dicho ideario, con el fin de que la comunidad inversora tenga la suficiente información para analizar dicho producto.

P2. Debe establecerse una reflexión previa que culmine en el establecimiento del ideario del fondo.

Esta reflexión suelen hacerla los miembros de los llamados “Comités Éticos”. Formados por personas independientes a la sociedad gestora, en ellos pueden participar representantes de los inversores y organizaciones de la sociedad civil, además de profesores universitarios e intelectuales.

Esta pluralidad de voces en el Comité permitirá conseguir mejores estándares en la definición del producto, sin perder de vista que, muchas veces, éste está orientado a un grupo de inversores con unas demandas éticas muy específicas.

4.- Término original del autor *market-led funds*.

5.- No hemos encontrado una adecuada traducción del término al español.

P3. La sociedad gestora promoverá la creación de un Comité Ético formada por personas independientes a la sociedad gestora y al grupo al que pertenezcan, favoreciendo la presencia de clientes, organizaciones de la sociedad civil y expertos.

Este criterio se encuentra en línea con lo defendido por Cowton (1999a) en su estudio sobre el proceso de decisión en el caso concreto de un fondo del Reino Unido. El ideario ético definido en torno al fondo deberá ser ratificado por este comité, convirtiéndose en marco de actuación para el establecimiento de dichos criterios.

En la definición del ideario, el Comité debe ser preciso. Es imprescindible definir con claridad los incumplimientos indirectos, estableciendo niveles máximos para ello. Por ejemplo, no es suficiente con decir que se excluirán las empresas relacionadas con el tabaco. ¿Si una empresa tiene una participación en otra que sí tiene relación con el tabaco, debe o no ser excluida? ¿Depende del tamaño de la participación? O si se estipula que no se invertirá en empresas con fatalidades por incumplimiento de las normas de salud y seguridad en el trabajo, ¿se entiende que incluye también a los contratistas y/o proveedores o sólo los incumplimientos directos de la casa matriz? Si no se especifican los criterios con este nivel de detalle, es muy difícil que se cumplan los siguientes principios; especialmente, la selección de empresas.

P4. El ideario debe ser definido de la forma más precisa posible, para poder operacionalizar los criterios éticos fijados, especificando una política de cumplimiento indirectos.

Además, de definir el ideario ético, el Comité puede sugerir cuál es la estrategia de inversión más adecuada para el producto, teniendo en cuenta el cliente y el ideario. Con carácter general, se evitarán los criterios de selección *best in class*. Hudson (2005) lo justifica afirmando que las inversiones éticas deben castigar a aquellas empresas que no cumplan determinados criterios, beneficiando el lado positivo de las empresas. El criterio *best in class* no nos asegura que dicho "castigo" realmente se produce.

Sin embargo, también cabe argumentar que la estrategia *best-in-class* puede producir mejoras en la industria, ya que al favorecer a la empresa con mejor desempeño marginal respecto a los competidores, obliga a la que ostenta este puesto a mejorar para no perderlo y a las otras a imitar a la ganadora. Con todo, al no establecer mínimos, con la estrategia *best-in-class* se pueden estar clasificando como "éticas" prácticas que claramente vayan en contra del ideario del fondo.

Pongamos un Comité que define en su ideario el respeto escrupuloso a derechos laborales, tanto por la empresa como por los proveedores que supongan más de un 5% del total de compras. Con una estrategia *best-in-class*, el fondo podría invertir en la empresa que tiene "únicamente" diez sentencias firmes por violaciones de derechos laborales, si, en esa industria, es la empresa con menor número de sentencias. Obviamente esta elección supondría una violación del ideario fijado, ya que esta empresa, claramente, no respeta escrupulosamente los derechos laborales. Una estrategia de exclusión sería más apropiada y llevaría a eliminar a la industria entera del universo de activos potenciales en aras a garantizar el cumplimiento del ideario.

P5. Al elegir la estrategia del fondo, se evitará la llamada best-in-class, por no servir para cumplir los objetivos que persigue la ISR.

El Comité será responsable, además, de que el producto cumple con el ideario definido (Cowton, 1999a; Schwartz, 2003). En la práctica, esto supone verificar que las empresas que componen la cartera respetan los principios. No parece razonable, como se recoge en la Circular de INVERCO, pedir al Comité que investigue si cumplen o no cumplen, ya que no han sido elegidos por su capacidad de análisis de empresas. Más bien, su obligación consiste en establecer los medios idóneos para que la sociedad gestora disponga de información suficiente, fiable y actualizada sobre el comportamiento social y medio ambiental de las empresas que podrían formar parte de la cartera. *Sensu contrario*, deben negarse a participar en productos que no arbitran estos medios y poner de manifiesto el riesgo de incumplimiento del ideario por no disponer, precisamente, de información de calidad.

P6. El Comité será responsable de que el producto cumpla con el ideario; para ello debe determinar qué medios son los idóneos para obtener información de empresas.

Finalmente, el Comité debe dar cuentas de su gestión a los inversores. Para ello, elaborará un informe con, al menos, periodicidad anual, sobre cómo ha respetado los principios enumerados anteriormente.

P7. El Comité debe rendir cuentas a los inversores, publicando un informe anual sobre su actividad y el cumplimiento de los principios aquí enumerados.

3.3. Criterios relativos a la gestión operativa del producto

El primer criterio en la gestión operativa está relacionado con el P6. La sociedad gestora debe seguir las recomendaciones del Comité respecto a las fuentes de información utilizadas, ya que esta es la condición necesaria para asegurar que se cumple lo definido en el fondo.

Hay dos tipos de fuentes de información disponibles: internas (análisis propio de empresas, utilizando los recursos disponibles de la propia sociedad gestora) y externas (contratar los servicios de agencias de *social screening* o indexar el fondo a un índice ético). A no ser que la sociedad gestora disponga de su propia agencia de social screening, el análisis que se puede hacer es muy limitado. Si se quiere un análisis más profundo del universo de empresas, el coste sería demasiado alto. Por lo tanto, parece que lo idóneo es recurrir a fuentes externas de información, ya que, al lograr economías de escala y alcance, consiguen un menor coste por unidad de análisis y, por tanto, un precio menor.

P8. La sociedad gestora debe recurrir a fuentes externas de información para la selección ética de la cartera.

En cuanto a las estrategias, en la medida en que se invierta en renta variable, se debe establecer una política en cuanto al uso de los derechos de voto. Estos derechos son del inversor, no de la gestora, y debe ser él quién determine cómo quiere ejercer el voto en la Junta General de Accionista. Tal como sugiere por ejemplo Hudson (2005), uno de los deseos de los inversores puede ser el cambiar el comportamiento de las empresas, siendo las políticas de “activismo” herramientas adecuadas para ello.

P9. La sociedad gestora debe establecer (y cumplir) una política sobre el uso de los derechos de voto.

Finalmente, la sociedad gestora debe enviar información puntual, completa y veraz a los inversores. Estos requisitos deben cumplirse tanto en la comunicación previa a la contratación (folletos) como en la comunicación posterior. En la comunicación previa, no se generarán falsas expectativas a los potenciales clientes, ni por el lado de la rentabilidad financiera ni por los resultados “éticos” que se puedan obtener.

La información enviada a los partícipes debería incluir los siguientes puntos (diferenciándose de manera sustancial de aquellos fondos no catalogados como éticos): composición de la cartera, cambios en la misma y su justificación, cambios de criterio con su debida justificación y actividades de diálogo con las empresas de la cartera y uso de derechos de voto realizados en el período.

P10. La sociedad gestora debe enviar información veraz, completa y puntual tanto a los clientes potenciales como a los partícipes.

En la siguiente figura resumimos de forma gráfica el modelo presentado.

Figura 2. Modelo de idoneidad ética para la ISR



FUENTE: Elaboración propia.

4.- Objetivos y metodología

El objetivo del trabajo es valorar si los fondos de inversión éticos españoles cumplen con el modelo de idoneidad ética definido en este trabajo. Más que elaborar un ranking "ético" entre los fondos seleccionados, se pretende detectar las deficiencias existentes en el mercado español de fondos éticos, para a continuación sugerir aspectos de mejora con el objetivo de impulsar el desarrollo de este mercado.

Variabes de análisis. Los principios anteriores han sido utilizados como variables de análisis. Para el caso de evaluar la actividad de RSC de cada una de las gestoras, a falta de información sobre ello, se han utilizado los dos criterios siguientes. Por un lado, la posición que las matrices de dichas sociedades ocupan en el último estudio de MERCOS⁶ sobre la reputación corporativa de empresas españolas. Aunque dicho análisis no mide únicamente aspectos de RSC, los mismos suponen una parte importante del análisis. Por otro, el rating que las matrices de dichas sociedades tienen en el análisis de Global Reporting Initiative (GRI)⁷ referente al año 2008. Dicho rating⁸ cumple la función de facilitar el análisis de la adecuación de los respectivos informes de RSC a una serie de estándares de información establecidos. Aunque ello no mida directamente la calidad ni la cantidad de dichas políticas, de manera indirecta podríamos concluir que un mayor rating significa, al menos, un mayor interés en el desarrollo de políticas de RSC.

Selección de la muestra. La muestra ha sido seleccionada partiendo del inventario de fondos recogidos por Albareda y cols. (2008). De dicha base de fondos se han seleccionado únicamente aquellos bajo la supervisión de la CNMV, y se han excluido los puramente solidarios, ya que a estos no puede aplicarse el modelo de idoneidad propuesto. También se ha excluido el fondo BBVA Extra 5 II Garantizado, FI, por la peculiaridad de tratarse de un fondo garantizado, sin una clara vocación de continuidad, al menos, en los términos establecidos actualmente (el vencimiento de la garantía de este fondo será como máximo el 19 de enero 2010). La muestra resultante se ha ajustado con los cambios que ha habido desde la fecha del informe hasta la actualidad, información que se ha obtenido desde la CNMV e INVERCO. La muestra de fondos resultante es la siguiente:

1. Santander Dividendo Solidario, FI
2. Foncaixa Cooperación Socialmente Responsable, FI
3. BNP Paribas Fondo Solidaridad, FI
4. BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI

6.- Monitor Empresarial de Reputación corporativa (2009), en http://www.analisisinvestigacion.com/merco/estudio/recursos/MERCO_2009.pdf (acceso 22 de junio, 2009).

7.- Organización dedicada al desarrollo de estándares en cuanto a la información pública respecto a políticas de desarrollo sostenible. Más información en www.globalreporting.org.

8.- Ratings de mayor a menor: A+, A, B+, B, C+, C.

5. Privado Inversión Socialmente Responsable, FI
6. Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI
7. Santander Responsabilidad Conservador, FI
8. Fondo Solidario Pro UNICEF, FI
9. Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI
10. Compromiso Fondo Ético, FI
11. CAM Fondo Solidaridad, FI
12. Caja Ingenieros Mundial ISR, FI
13. Ahorro Corporación Responsable 30, FI
14. BBK Solidaria, FI

Fuentes de información. Para valorar el cumplimiento de los principios, se ha recurrido a varias piezas de información, en concreto:

- Folleto del fondo, disponible en CNMV.
- Última cartera pública de dichos fondos (cierre de año 2008 en la mayoría de los casos), disponible tanto en CNMV como en las páginas web de cada entidad.
- Últimos informes trimestrales y anuales, disponibles en las páginas web de cada entidad.

5.- Resultados

En el presente apartado se presentan los resultados del análisis comentado anteriormente en tres bloques, siguiendo la misma estructura presentada en el apartado teórico.

5.1. Resultados relativos a la Sociedad Gestora

En la tabla 1 se resumen los aspectos principales de las sociedades gestoras de los fondos analizados respecto a las políticas de RSC.

La primera y principal conclusión es que la gran mayoría de las entidades analizadas presentan políticas de RSC en su estrategia empresarial. Únicamente las entidades financieras a las que pertenecen los fondos de inversión Caja Ingenieros Mundial ISR, FI, Ahorro Corporación Responsable 30, FI y Privado Inversión Socialmente Responsable, FI no presentan documento alguno respecto a las políticas desarrolladas. Ello, no es suficiente, en cambio, para afirmar que dichas entidades no desarrollan actividad de RSC alguna, ya que, atendiendo por ejemplo a Valor et al. (2009), el mero hecho de tener un fondo de inversión ético, puede asegurar cierta actividad de RSC, ya que, según

los autores, los bancos y las cajas de ahorro impulsan la inversión socialmente responsable como parte de una estrategia más amplia de RSC, lanzando producto de ISR al mercado, al igual que las empresas desarrollan planes de pensiones éticas.

Analizando más en detalle los resultados de la tabla 1, la gran mayoría de las entidades analizadas presentan el máximo grado de adherencia a los estándares exigidos por GRI, con la excepción, además de las tres entidades comentadas anteriormente, de BNP Paribas (entidad matriz del fondo BNPP Fondo Solidaridad, FI) que sí tiene memoria de política de RSC pero carece de rating GRI, y de Fortis (sociedad matriz del fondo Compromiso Fondo Ético, FI), con un rating de B+, y auditado por la propia compañía, lo que deja bastantes dudas respecto a su implicación en la mejora y desarrollo de políticas de RSC.

Respecto al ranking de MERCO, a pesar de sus limitaciones nos permite completar en cierta forma el análisis anterior, reforzando la posición de las grandes entidades financieras en cuanto a las políticas públicas de RSC. En dicha clasificación, Banco Santander, La Caixa o BBVA ocupan las primeras posiciones, concretamente la posición cuarta, sexta y octava respectivamente. La cuarta entidad financiera que aparece entre los 100 primeros puestos del ranking es Banco Sabadell, entidad matriz de la sociedad gestora del fondo de inversión Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI.

A pesar de las dificultades inherentes al análisis comparado de políticas de RSC, podemos concluir que la gran mayoría de fondos analizados cumplen con los requisitos exigidos en este primer punto, especialmente aquellos pertenecientes a las grandes entidades financieras.

Tabla 1. Cumplimiento del primer estadio: existencia de políticas RSC en la sociedad gestora

Fondos	Estrategia RSC / Ranking MERCO	Rating GRI	Fondos	Estrategia RSC / Ranking MERCO	Rating GRI
Santander Dividendo Solidario, FI	4	A+ (GRI)	Compromiso Fondo Ético, FI	(*)	B+ (propio)
Foncaixa Coop. Socialm. Responsable, FI	6	A+ (GRI)	CAM Fondo Solidaridad, FI	(*)	A+ (GRI)
BNPP Fondo Solidaridad, FI	(*)	Sin rating	Caja Ingenieros Mundial ISR, FI	(*)	(**)
BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI	8	A+ (GRI)	Ahorro Corporación Responsable 30, FI	(*)	(**)
Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI	68	A+ (GRI)	Privado Inversión Socialmente Responsable, FI	(*)	(**)
Santander Responsab. Conservador, FI	4	A+ (GRI)	BBK Solidaria, FI	(*)	A+ (GRI)
Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI	6	A+ (GRI)			

(*) Estas sociedades gestoras o sus respectivas matrices no se encuentran entre las 100 primeras empresas en el análisis MERCO 2009.

(**) Estas sociedades gestoras o sus respectivas matrices no presentan documento alguno respecto a las políticas de RSC aplicadas.

FUENTE: Elaboración propia.

5.2. Resultados relativos a la definición ética

En la tabla 2 se presenta el resumen del análisis de los fondos respecto al bloque relativo a la definición ética del producto.

En relación al cumplimiento del principio 2 (*Debe establecerse una reflexión previa que culmine en el establecimiento del ideario del fondo*), no se observa una definición sobre el ideario ético acerca del lanzamiento del fondo, salvo en el caso del fondo Santander Dividendo Solidario, FI. Las sociedades gestoras parecen confundir dicho ideario ético con el mero establecimiento de criterios éticos de inversión. Retomando la clasificación de fondos de Mackenzie (1998), diríamos que la mayoría de fondos éticos españoles se encuentran dentro del grupo de fondos guiados por el mercado, fondos diseñados desde un enfoque de marketing, aspecto que el citado autor no considera especialmente ético. El establecimiento de dicho ideario ético daría un mayor grado de credibilidad a estos fondos ante la comunidad inversora, especialmente, considerando el hecho ya comentado anteriormente de la pluralidad de visiones éticas.

Tabla 2. Cumplimiento del segundo estadio: definición ética del producto ISR

Fondos	Ideario ético del fondo	Comité ético independiente	Incumplimientos indirectos	Criterios best in class	Seguimiento del cumplimiento de los criterios	Informe Anual
Santander Dividendo Solidario, FI	SI	Mixto	NO	NO	SI	NO
Foncaixa Coop. Socialm. Responsable, FI	NO	No tiene ningún comité ético				
BNPP Fondo Solidaridad, FI	NO	SI	NO	NO	SI	NO
BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI	NO	No tiene ningún comité ético				
Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI	NO	Mixto	NO	NO	NO	NO
Santander Responsab. Conservador, FI	NO	Mixto	NO	NO	SI	SI
Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI	NO	SI	NO	NO	SI	NO
Compromiso Fondo Ético, FI	NO	SI	NO	NO	SI	NO
CAM Fondo Solidaridad, FI	NO	NO	NO	No se define	SI	NO
Caja Ingenieros Mundial ISR, FI	NO	No tiene ningún comité ético				
Ahorro Corporación Responsable 30, FI	NO	No tiene ningún comité ético				
Privado Inversión Socialm. Responsable, FI	NO	No tiene ningún comité ético				
BBK Solidaria, FI	NO	NO	NO	NO	NO	NO

FUENTE: Elaboración propia.

Respecto al tercer principio (*La sociedad gestora promoverá la creación de un Comité Ético formada por personas independientes a la sociedad gestora y al grupo al que pertenezcan, favoreciendo la presencia de clientes, organizaciones de la sociedad civil y expertos*), en primer lugar hay que destacar el hecho de que no todos los fondos presentan el citado comité ético. Más en concreto, cinco de los trece fondos no lo tienen. Cabe asociar esta carencia al marco legislativo, ya que, la circular de INVERCO exime a aquellos fondos que presentan como referencia algún índice ético de tener un comité ético. Entre los que cuentan con tal comité, únicamente tres de ellos (BNPP Fondo Solidaridad, FI, Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI y Compromiso Fondo Ético, FI) presentan una composición *a priori* totalmente independiente. Esta carencia de expertos independientes, también puede ser derivada de la legislación, ya que, la misma Circular dice únicamente que debe existir una mayoría de miembros independientes en la composición del comité.

Entre los tres fondos anteriores, el comité del fondo BNPP Fondo Solidaridad, FI tampoco se puede considerar como totalmente independiente, ya que su composición depende, incluyendo en su seno a varios miembros, de Cáritas Española, entidad beneficiaria de parte de la comisión de gestión del fondo. Tal como establece el folleto del fondo *“Los miembros del comité pueden serlo por invitación de CARITAS, quien forma parte de la misma,...”*. Su independencia se ve comprometida porque podrían actuar tratando de maximizar la donación recibida, incluso cuando esto podría poner en peligro el nivel de “eticidad” del producto. Por ejemplo, podrían optar por no contratar un servicio externo de información aunque ofrezca mayores garantías, porque, al deducir su coste de la comisión de gestión, la donación se vería reducida.

Cabe destacar también el hecho de que ninguno de los comités establecidos tenga entre sus miembros a representante alguno de los inversores, aspecto importante a la hora de establecer la verdadera independencia de un comité.

En resumen, únicamente los fondos Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI y Compromiso Fondo Ético, FI se acercan a los estándares establecidos en nuestros criterios, aunque careciendo de la importante representación de la comunidad inversora.

Centrándonos en la definición del ideario (P4), ninguno de los fondos analizados va más allá del establecimiento de determinados criterios de inversión, careciendo de la definición de los incumplimientos indirectos que explicita el cuarto principio (*El ideario debe ser definido de la forma más precisa posible, para poder operacionalizar los criterios éticos fijados, especificando una política de cumplimiento indirectos*). Por ejemplo, el fondo Compromiso Fondo Ético, FI establece como uno de los criterios negativos *“No se realizarán inversiones en compañías que atenten contra la naturaleza, deteriorando el medio ambiente, violando las normas públicas cada vez más reconocidas y aceptadas en el ámbito internacional en la materia.”* En cambio, presenta inversiones en empresas del sector eléctrico/energético (Iberdrola, Gas Natural, Unión Fenosa, Enagas y Red Eléctrica), de las que, al menos indirectamente, es cuestionable su respeto al medioambiente. Parecido comentario se puede realizar del fondo Santander Responsabilidad Conservador, FI, cuyo cuarto principio aboga por *“El*

*cuidado del medio ambiente (no se realizarán inversiones en empresas que atenten contra la naturaleza... empobrezcan la capa de ozono y favorezcan el cambio climático...)*⁴; sin embargo, también encontramos en su cartera acciones de empresas del sector energético. Asimismo, todos los fondos tienen inversiones en entidades bancarias, cuando, dentro de los incumplimientos indirectos, difícilmente se puede comprobar la relación existente entre dichas entidades y aquellas empresas que caen dentro de los criterios negativos excluyentes.

En mejor situación se encuentran los fondos analizados respecto a los criterios *best in class* que exigía el principio 5. Aunque ninguno de los fondos cita expresamente el no uso de este criterio en el folleto del fondo, en la práctica, se decantan por el uso de criterios negativos de exclusión y positivos valorativos.

Analizando la responsabilidad del comité ético respecto al cumplimiento del ideario, principio 6, la vía principal que establecen los fondos es el de la selección del universo de inversión acorde a dicho ideario. En cambio, excepto en los fondos de inversión Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI, Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI y BBK Solidaria, FI, donde se establecen fuentes externas de información (aspecto que trataremos más en detalle en el apartado siguiente al comentar el P8), en el resto de los fondos no se hace ninguna mención sobre los medios disponibles para ello. El seguimiento de la ejecución por parte de la sociedad gestora del ideario ético es otra de las funciones asignadas a los comités éticos. Únicamente los comités éticos de los fondos Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI y BBK Solidaria, FI (entre aquellos fondos que cuentan con un comité ético), no tienen definido lo anterior de forma expresa. Esta función, en cambio, nace viciada desde el momento en que el comité ético no tiene medios suficientes para establecer un universo apto de inversión, por lo que el seguimiento posterior de su ejecución no garantiza en absoluto el cumplimiento del ideario ético establecido.

Por último, respecto al informe a realizar por el comité ético (principio 7), solamente el fondo Santander Responsabilidad Conservador, FI tiene como función la realización de un informe independiente a aquellos que reglamentariamente la sociedad gestora se encuentra obligada a realizar. Tal como establece el folleto de dicho fondo *“el Comité emitirá un informe anual que se remitirá a los participantes del fondo, informando del contenido ético del fondo...”*. Este aspecto, unido al principio 10, es especialmente importante de cara a la rendición de cuentas de la sociedad gestora.

5.3. Resultados relativos a la gestión operativa del producto

En la tabla 3 se muestran de forma resumida los resultados obtenidos en cuanto al análisis de los aspectos operativos de los fondos de inversión analizados.

Comenzando con las fuentes de información utilizadas por las diversas sociedades gestoras (P8), se ha reiterado varias veces la importancia del uso de fuentes externas por parte de los comités éticos a la hora de establecer los universos aptos de inversión. Únicamente los fondos BBK Solidaria,

FI, Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI y Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI hacen uso de fuentes externas de información. En concreto, el fondo BBK Solidaria, FI, completa el seguimiento de índices éticos con el uso de bases de datos públicos alimentados por organismos oficiales como la OCDE o el Estado español. Tal como establece su folleto *“la selección de activos que integrarán la cartera del Fondo se apoya fundamentalmente en el seguimiento de índices...en el ámbito de la responsabilidad social corporativa, éticos y medioambientales, así como...a través de...bases de datos públicos...”*. EIRIS, la entidad de servicio de análisis comentada a lo largo del trabajo, es utilizada por los otros dos fondos (Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI y Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI).

Cuatro fondos indexan su cartera a alguno de los índices éticos. Caja Ingenieros Mundial ISR, FI y BBVA Bolsa desarrollo sostenible, FI tienen al índice FTSE4Good Global 100 como referencia, mientras que Foncaixa Cooperación Socialmente Responsable, FI se decanta por el índice europeo del mismo grupo, FTSE4Good Europe 50. Por último, Ahorro Corporación Responsable 30, FI presenta al índice DJSI World como referencia de sus inversiones.

El resto de los fondos no define las fuentes de información utilizadas, lo que nos lleva a pensar que usan fuentes internas basándose en los recursos propios de la sociedad gestora, lo que genera dudas sobre la calidad del análisis realizado.

Tabla 3. Cumplimiento del tercer estadio: gestión operativa del fondo

Fondos	Fuentes de Información	Activismo / política derechos de voto	Información a los partícipes
Santander Dividendo Solidario, FI	No se define	NO	(*)
Foncaixa Cooperación Socialmente Responsable, FI	Seguimiento índice	NO	Sólo cartera y cambios
BNPP Fondo Solidaridad, FI	No se define	NO	Cartera con cambios y reparto comisión
BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI	Seguimiento índice	NO	Sólo cartera y cambios
Urquijo Inversión Ética y Solidaria, FI	EXTERNAS	NO	Sólo cartera y cambios
Santander Responsabilidad Conservador, FI	No se define	NO	(*)
Foncaixa Privada Fondo Activo Ético, FI	EXTERNAS	NO	Sólo cartera y cambios
Compromiso Fondo Ético, FI	No se define	NO	Sólo accesible el trimestral reducido
CAM Fondo Solidaridad, FI	No se define	NO	(*)
Caja Ingenieros Mundial ISR, FI	Seguimiento índice	NO	(*)
Ahorro Corporación Responsable 30, FI	Seguimiento índice	NO	Sólo cartera y cambios
Privado Inversión Socialmente Responsable, FI	No se define	NO	(*)
BBK Solidaria, FI	EXTERNAS	NO	Sólo cartera y cambios

(*) No existe acceso a la documentación requerida en las páginas web de cada una de las entidades.

FUENTE: elaboración propia.

Respecto a la política de derechos de voto, objeto de atención del principio 9, ninguno de los fondos se pronuncia sobre esta cuestión en ninguno de los documentos legales analizados. Al igual que las primeras carencias tratadas, ésta también puede asociarse al deficiente desarrollo legislativo existente al respecto. La Circular de INVERCO no hace mención alguna al uso de los derechos de voto, mientras que en la legislación de los fondos de inversión, obliga a las sociedades gestoras a ejercer su derecho de voto únicamente si la empresa invertida es española y se posea más del 1% del capital de la sociedad participada⁹. En cualquier caso, la sociedad gestora deberá explicar en su informe anual la política seguida en el ejercicio de los derechos políticos inherentes a todos los valores integrados en el conjunto de los fondos bajo gestión. Ninguno de los fondos analizados realiza mención alguna en su último informe anual (cierre ejercicio 2008) respecto a lo comentado anteriormente.

Finalmente, analizando la información que se envía a los partícipes (principio 10), ésta no difiere respecto a aquella enviada por el conjunto de la industria de los fondos de inversión. Continuando con la línea argumental utilizada para el informe anual del comité ético, se entiende que las peculiaridades que presentan este tipo de fondos en varios aspectos, deberían tener también su reflejo en la información que se envía a los partícipes, haciendo especial hincapié en aquellos aspectos diferenciadores que hemos tratado a lo largo del estudio. Por lo tanto, se puede concluir que la rendición de cuentas de la gestora a sus clientes, por cuenta de los que actúa, es muy limitada.

6.- Conclusiones

La evaluación del cumplimiento de los fondos españoles del modelo de idoneidad ética propuesto para la ISR no resulta positiva. La mayor parte de los fondos analizados incumple los tres estadios o dimensiones considerados (desempeño de la gestora, gestión ética y gestión operativa del fondo). Se puede concluir, pues, la mala calidad ética de los fondos españoles, de acuerdo con el modelo propuesto.

No resulta chocante, pues, que los inversores expresen su desconfianza en estos productos. Dado que esta desconfianza, junto con los bajos niveles de notoriedad de la ISR, es el obstáculo fundamental a este tipo de fondos es urgente mejorar la calidad ética de los productos asociados a la ISR para tratar de desarrollar el mercado.

El insuficiente desarrollo legislativo aparece, a su vez, como la causa de la falta de calidad de los productos. La comparativa de la Circular de INVERCO con, por ejemplo, las guías de buenas prác-

9.- Artículo 81.1.i del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla reglamentariamente la Ley 35/2003 de IIC, del 5 de noviembre de 2003.

ticas que emplea EUROSIF, evidencia carencias importantes, especialmente por el lado de las fuentes de análisis, implantación y seguimiento de las políticas éticas. No sólo es inapropiado el contenido de las normas sino que las medidas de cumplimiento son inexistentes: no hay un control efectivo por parte de las entidades regulatorias sobre el cumplimiento de lo establecido en la documentación de cada fondo. CNMV e INVERCO deberían incorporar en sendas reglamentaciones y códigos de auto-regulación las recomendaciones que EUROSIF hace en sus guías, y establecer un Observatorio de control de los principios que contienen. Sin un marco que lo limite, la inversión ISR podría ser continuamente puesta en duda.

En relación a la información que la gestora debe suministrar a los partícipes, la CNMV debería adaptar la Circular 4/2008, de 11 de septiembre, relativa al contenido de los informes trimestrales, semestrales y primera parte del informe anual, obligando a que la gestora informe sobre los cambios en la composición de la cartera y su justificación, los cambios de criterio con su debida justificación y actividades de diálogo con las empresas de la cartera y uso de derechos de voto realizados en el período. La especificidad de este tipo de productos obliga a contar con una norma propia que satisfaga las necesidades de información del inversor ético y contribuya a aumentar la confianza de los inversores en este tipo de productos.

7.- Bibliografía

- AENOR (2002): *Ética. Requisitos de los Instrumentos Financieros Éticos y Socialmente Responsables*, PNE 165001 EX.
- ALBAREDA, L., BALAGUER, M. R. y ARENAS, D. (2008): *Observatorio 2008 de la Inversión Socialmente Responsable*, ESADE. Barcelona.
- COWTON, C. J. (1994): "The development of ethical investment products". En A. R. Prindl y B. Proshan, *ACT Guide to Ethical conflicts in finance*, Blackwell Publishing. Oxford, pp. 213-232.
- COWTON, C. J. (1999a): "Playing by the Rules: ethical criteria at an ethical investment fund", *Business Ethics: A European Review*, 8 (1), pp. 60-69.
- COWTON, C. J. (1999b): "Accounting and financial ethics: from margin to mainstream?", *Business Ethics: A European Review*. 8 (2), pp. 99-107.
- EUROSIF (2008): "European SRI study", en http://www.eurosif.org/content/download/1164/6339/version/3/file/Eurosif_SRIStudy_2008_global_01.pdf (acceso 7 de septiembre de 2009).
- HUDSON, R. (2005): "Ethical Investing: Ethical Investors and Managers", *Business Ethics Quarterly*, 15 (4), pp. 641-657.

- INVERCO (1999): Circular IIC Éticas del 15 de noviembre de 1999. En <http://www.inverco.es/comisionEticaInverco.doc> (acceso 7 de septiembre de 2009).
- LEWIS, A. & MACKENZIE, C. (2000): "Morals, money, ethical investing and economic psychology", *Human Relations*, 53 (2), pp. 179-191.
- MACKENZIE, C. (1998): "The Choice of Criteria in Ethical Investment", *Business Ethics: A European Review*, 7 (2), pp. 81-86.
- MACKENZIE, C. & LEWIS, A. (1999): "Morals and markets: the case of ethical investing", *Business Ethics Quarterly*, 9 (3), pp. 439-452.
- MARKOWITZ, H. (1952): "Portfolio selection", *Journal of Finance*, 7 (1), pp. 77-91.
- MERCO, MONITOR EMPRESARIAL DE REPUTACION CORPORATIVA (2009): http://www.analiseeninvestigacion.com/merco/estudio/recursos/MERCO_2009.pdf.
- SETHI, S. P. (2005): "Investing in Socially Responsible Companies is a must for Public Pension Funds – Because there is no better Alternative", *Journal of Business Ethics*, 56 (2), pp. 99-129.
- SOCIAL INVESTMENT (2007): *2007 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, en http://www.socialinvest.org/pdf/SRI_Trends_ExecSummary_2007.pdf (acceso 7 de septiembre de 2009).
- SPARKES, R. (2001): "Ethical Investment: whose ethics, which investment?", *Business Ethics: A European Review*, 10 (3), pp. 194-205.
- SPARKES, R. & COWTON, C. (2004): "The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link With Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, 52 (1), pp. 45.
- SCHWARTZ, M. (2003): "The "Ethics" of Ethical Investing", *Journal of Business Ethics*, 43 (3), pp. 195-213.
- VALOR, C. & DE LA CUESTA, M. (2007): "An empirical analysis of the demand of Spanish religious groups and charities for socially responsible investments", *Business Ethics: A European Review*, 16 (2), pp. 175-190.
- VALOR, C., CUESTA DE LA, M. & FERNÁNDEZ, B. (2009): "Understanding demand for retail socially responsible investments: a survey of individual investors and financial consultants", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 16 (1), pp. 1-14.
- VALOR, C., PALOMO, R., ITURRIOZ, J. & MATEU, J. L. (2007): "Socially responsible investments among savings Banks and credit unions: empirical findings in the Spanish context", *Annals of Public and Cooperative Economics*, 78(1), pp. 161-186.
- VIVIERS, S., BOSCH, J.K., SMIT, E.V.D.M. y BUIJS, A. (2008): "Is responsible investing ethical?", *South African Journal of Business Management*, 39 (1), pp. 15-25.