



DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

**XXXIV Jornadas Nacionales de Administración Financiera  
Septiembre 2014**

# **INVERSIÓN ÉTICA Y PECADOS PERMITIDOS**

## **La inversión financiera y los criterios morales y sociales**

**Ricardo A. Fornero**

*Universidad Nacional de Cuyo*

*SUMARIO: 1. Introducción; 2. Alcance de la inversión ética; 3. Las variantes de la preselección (screening); 4. Preselección con principios religiosos; 5. Preselección con criterios sociales y ambientales; 6. De pecados y dispensas; 7. De nombres y alcance: ¿Mainstrimización de la inversión responsable?; 8. Conclusión: La limitación de las exclusiones.*

Para comentarios: [rfornero@fce.uncu.edu.ar](mailto:rfornero@fce.uncu.edu.ar)

### **1. Introducción**

*Inversión ética* es una expresión que se refiere genéricamente a la inversión en activos financieros que se realiza considerando de modo explícito criterios adicionales al criterio estrictamente económico de rendimiento esperado y riesgo. Esos criterios pueden tener una base de moral religiosa o bien referirse a la deseabilidad social (en sentido amplio) de las actividades de los emisores de los títulos.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Esta consideración de determinados valores para evaluar las inversiones puede hacer que en algún sentido se asimilen la moral y la ética. Se considera que la moral son los elementos prescriptivos, que distinguen lo correcto de lo incorrecto, el bien del mal, y la ética son las reglas de conducta concreta, a partir de la situación existente, con sus posibilidades y restricciones. La moral busca que el bien prevalezca, la ética se refiere a la conducta correcta y prudente en un determinado contexto. La ética tiene a la acción correcta como objetivo: “una vida personal bien ordenada permite alcanzar la felicidad, y una sociedad bien ordenada permite alcanzar la justicia”. Elise Pellerin y Marie Casimiro, *Ethics and*

“Al comienzo, aquellas inversiones filtradas según criterios religiosos se denominaron éticas puesto que, para un punto de vista religioso, ética y fe están estrictamente vinculadas. Hoy en día, sin embargo, los criterios religiosos de inversión se denominan basados en la fe (*faith-based*) y los términos *ética* y *socialmente responsable* tienen más una connotación laica.”<sup>2</sup>

Aquí vamos a usar como denominación genérica *inversión ética* para hacer referencia a la inversión que se realiza con criterios tanto religiosos como laicos. Cuando corresponde se distingue entre una *inversión moralmente responsable*<sup>3</sup> y una *inversión socialmente responsable* (*socially responsible investment*, SRI).<sup>4</sup> Al difundirse el encuadre ESG (ambiental, social y de gobernanza) de las actividades económicas, la inversión socialmente responsable se ha comenzado a denominar simplemente *inversión responsable* (*responsible investment*) o *inversión sostenible* (*sustainable investment*).<sup>5</sup>

Los inversores que se guían por esos criterios no desdeñan la rentabilidad de su inversión, sino que consideran que ellos no deberían obtener beneficios de las actividades que califican como reprochables. Y también pueden buscar, con sus decisiones de inversión, que se modifiquen los comportamientos que juzgan indeseables (o, al menos, les interesa no apoyar esas actividades).

La noción de inversión ética, entonces, implica considerar que hay actividades o comportamientos de negocios que son cuestionables (es decir, son *pecaminosos*). En este ensayo se usa la palabra *pecado* con un sentido genérico y no sólo religioso: es una forma abreviada de referirse a aquellas actividades o comportamientos que se consideran incorrectos con la perspectiva de la moral religiosa o de la deseabilidad social en términos amplios.

El uso de esta forma abreviada se ha difundido también para referirse a los inversores que se orientan específicamente a aquellas inversiones que son excluidas con los criterios de la inversión ética (inversores que a veces se denominan *sinner*, *pecadores*). Y para designar a los títulos que son rechazados por algunos criterios de inversión ética (que se denominan *sin stocks*, *acciones de pecado*).

Cabe puntualizar que tanto la inversión que no se sujeta a consideraciones como las mencionadas y la inversión que sí lo hace se refieren a actividades que son aceptadas por el ordenamiento legal. La inversión ética agrega a ese marco legal sus propios criterios de aceptabilidad, y para la decisión del inversor se define un espacio de elección menor que el de todos los negocios encuadrados legalmente. En este sentido, implica la decisión de no apoyar, o no participar en las ganancias, de lo que se considera que son *pecados permitidos* por ese orden legal.

Sin embargo, en el ámbito de la economía actual existen muchas interrelaciones entre las actividades de negocios. Esto lleva a que puede ser difícil la aplicación estricta de los criterios

order in the disorderly world of finance, en Carol Cosgrove-Sacks y Paul H. Dembinski (Ed), *Trust and Ethics in Finance*, 2012.

<sup>2</sup> Gianfranco Forte y Federica Miglietta, A comparison of socially responsible and Islamic equity investments, *Journal of Money, Investment and Banking*, 2011.

<sup>3</sup> La inversión moralmente responsable (*morally responsible investment*, MRI) también se denomina *inversión basada en las creencias religiosas* (*faith-based investment*) o *inversión congruente con la fe* (*faith consistent investing*).

<sup>4</sup> Era frecuente que se usaran de modo intercambiable las expresiones *inversión ética* e *inversión socialmente responsable* (*socially responsible investment*, SRI). La primera, más difundida en el Reino Unido, Canadá y Australia, mientras que en los Estados Unidos predominaba la segunda.

Puede verse Sirkuu Hellsten y Chris Mallin, Are 'ethical' or 'socially responsible' investments socially responsible?, *Journal of Business Ethics*, 2006.

<sup>5</sup> La denominación se ha generalizado desde 2005, al difundirse la iniciativa del Secretario General de Naciones Unidas para desarrollar un conjunto de principios globales de mejores prácticas para la inversión responsable, que se denominan *Principios para la inversión responsable* (*Principles for Responsible Investment*, PRI).

genéricos enunciados para cada tipo de inversión ética. Para que ésta sea viable, en numerosos casos debe realizarse una especificación que termina admitiendo como objeto de inversión ética algo que, en algún aspecto, es pecaminoso con esa misma perspectiva. Hay, así, un cierto grado o forma de *pecados permitidos* en la inversión ética.

Lo que se considera pecaminoso puede cambiar en el tiempo o según el enfoque. Por ejemplo, en un determinado momento, lo que es pecaminoso con una perspectiva de inversión ética no lo es con otra. Pero después puede serlo. Cabe preguntarse cuán adecuada era, para la atención de los principios declarados, la calificación que consideraba permitido lo que después no lo es.

En este ensayo se comentan los criterios que se aplican en los diferentes tipos de inversión ética, y se adopta una perspectiva comparativa que permite enmarcar aquellos pecados que se consideran admisibles. La finalidad no es argumentar que la inversión ética vulnera los criterios con los que dice orientarse. Más bien, se busca mostrar que la aplicación de esos criterios generales no es tan nítida como podría interpretar el usuario de los medios financieros que se presentan como formas de inversión ética.

La inversión ética se puede administrar de modo personal por los individuos que desean aplicar esos criterios de decisión, o bien a través de fondos de inversión. Estos son productos financieros que se diseñan y administran con algún conjunto de criterios que apunta a cada tipo de público, entre el total de interesados en la inversión ética. Los criterios reflejan distintos enfoques de lo que es éticamente admisible. Los diferentes conjuntos de criterios en muchos aspectos coinciden, pero mantienen contradicciones, en el sentido de que algo que es considerado pecaminoso para algunos fondos resulta admisible para otros.

Hay numerosos estudios de la rentabilidad comparativa de la inversión ética y de la inversión que no estipula criterios especiales. Si bien los resultados son muy variados, en general no se identifican diferencias sistemáticas en el rendimiento ajustado por riesgo. Esto en parte podría atribuirse al uso de criterios menos estrictos que los contenidos en la propia definición de cada tipo de inversión ética.

## 2. Alcance de la inversión ética

### 2.1 Magnitud actual de la inversión responsable

El ámbito de la inversión ética se ha ido perfilando con mayores distinciones a medida que aumenta la cantidad de recursos que se orientan de ese modo. En el último relevamiento mundial de GSIA (Global Sustainable Investment Alliance),<sup>6</sup> los activos de fondos administrados con criterios de inversión ética o responsable en 2011 totalizaban 13,5 billones de dólares, representando 21,8% del total de fondos administrados institucionalmente (fondos de inversión, fondos de pensión, compañías de seguros).<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Global Sustainable Investment Alliance, *Global Sustainable Investment Review 2012*.

Las entidades que reúnen la información de la inversión responsable en cada región publican sus informes cada dos años. Se encuentra en curso la recopilación correspondiente al año 2013.

<sup>7</sup> El total de fondos administrados que se informa en el relevamiento de GSIA es 62 billones de dólares. La cifra es diferente a la estimación de TheCityUK, que cuantifica en 80 billones de dólares el total de fondos administrados en 2011 por inversores institucionales convencionales. En este total no se incluyen las inversiones que en esa medición se agrupan como no convencionales, y que se cuantifican en 52 billones de dólares: fondos de inversión libre (*hedge funds*), fondos de participación privada (*private equity*), fondos cotizados (*exchange traded funds*), fondos de riqueza soberana (*sovereign wealth funds*) y la administración de riqueza individual (*private wealth*). Ver TheCityUK, *Fund Management*, September 2013.

El total de la inversión que se califica como responsable en siete regiones, según las respectivas entidades que se vinculan en la alianza (GSIA), se muestra en el cuadro 1. Estas cifras, sin embargo, resultan de una definición bastante laxa de lo que se considera inversión responsable, tal como se comenta en el último apartado de este punto.

**Cuadro 1 Inversión responsable en 2011**

<i>Región</i>	<i>miles de millones de USD</i>	<i>% del total</i>	<i>% de fondos administrados</i>
Europa	8.758	64,5%	49,0%
Estados Unidos	3.740	27,6%	11,2%
Canadá	589	4,3%	20,2%
Africa	229	1,7%	<sup>8</sup> 35,2%
Australia y Nueva Zelanda	178	1,3%	18,0%
Asia (sin Japón)	64	0,5%	2,9%
Japón	10	0,1%	0,2%
<b>Total</b>	<b>13.568</b>	<b>100%</b>	<b>21,8%</b>

Fuente: Adaptado de Global Sustainable Investment Alliance, *Global Sustainable Investment Review 2012*.

## 2.2 Tipos de inversión ética o responsable

En la figura 1 se muestran los cuatro grandes tipos de inversión ética (o responsable), considerando dos grandes categorías. Por una parte, la inversión basada en criterios religiosos (cristianos, islámicos y judíos)<sup>9</sup>.

La inversión con criterios religiosos tiene diferentes variantes. Se realiza para respetar principios cristianos, islámicos o judíos, en especial considerando las actividades que no están permitidas para los creyentes. También puede incluir inversiones que apuntan a determinados aspectos ESG.

La segunda categoría es la inversión socialmente responsable. Se consideran dos ámbitos: la inversión que se basa en criterios ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, *environmental, social and governance*) y la inversión de impacto.

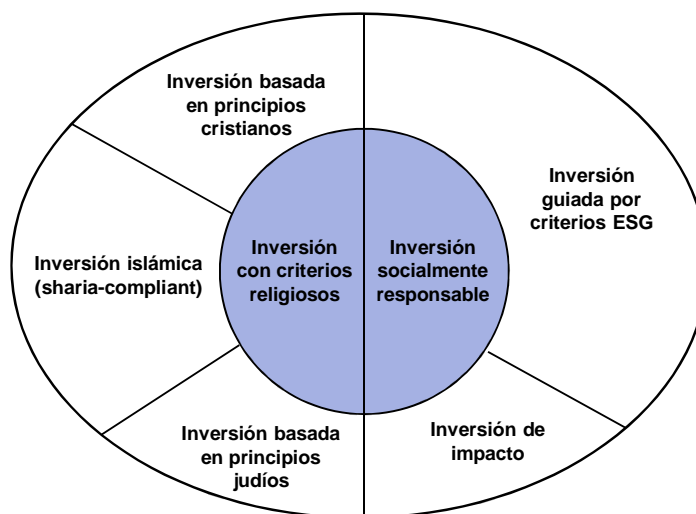
En el cuadro 2 se reproduce un enunciado de los *criterios ESG* de la inversión responsable.

La *inversión de impacto* es la que se realiza en empresas y organizaciones para generar un impacto social y ambiental, junto con un rendimiento financiero (que, según las circunstancias, puede ser menor que la tasa de mercado comparable). Suelen ser proyectos o programas relacionados con microfinanzas, banca social, inversiones comunitarias (por ejemplo, en salud, educación, acceso a información, desarrollo de comunidades, resolución de conflictos), emprendedorismo social, etc.

<sup>8</sup> Las cifras en Africa se miden de modo diferente a las de las demás regiones: se considera la inversión en Africa hecha por administradores de fondos domiciliados en Africa. La proporción se calcula con respecto al total de activos invertidos en Africa, según estimaciones de la Corporación Financiera Internacional (IFC).

<sup>9</sup> Se mencionan en el orden en que han aparecido los fondos de inversión con orientación según los respectivos principios religiosos.

**Figura 1 Inversión ética**



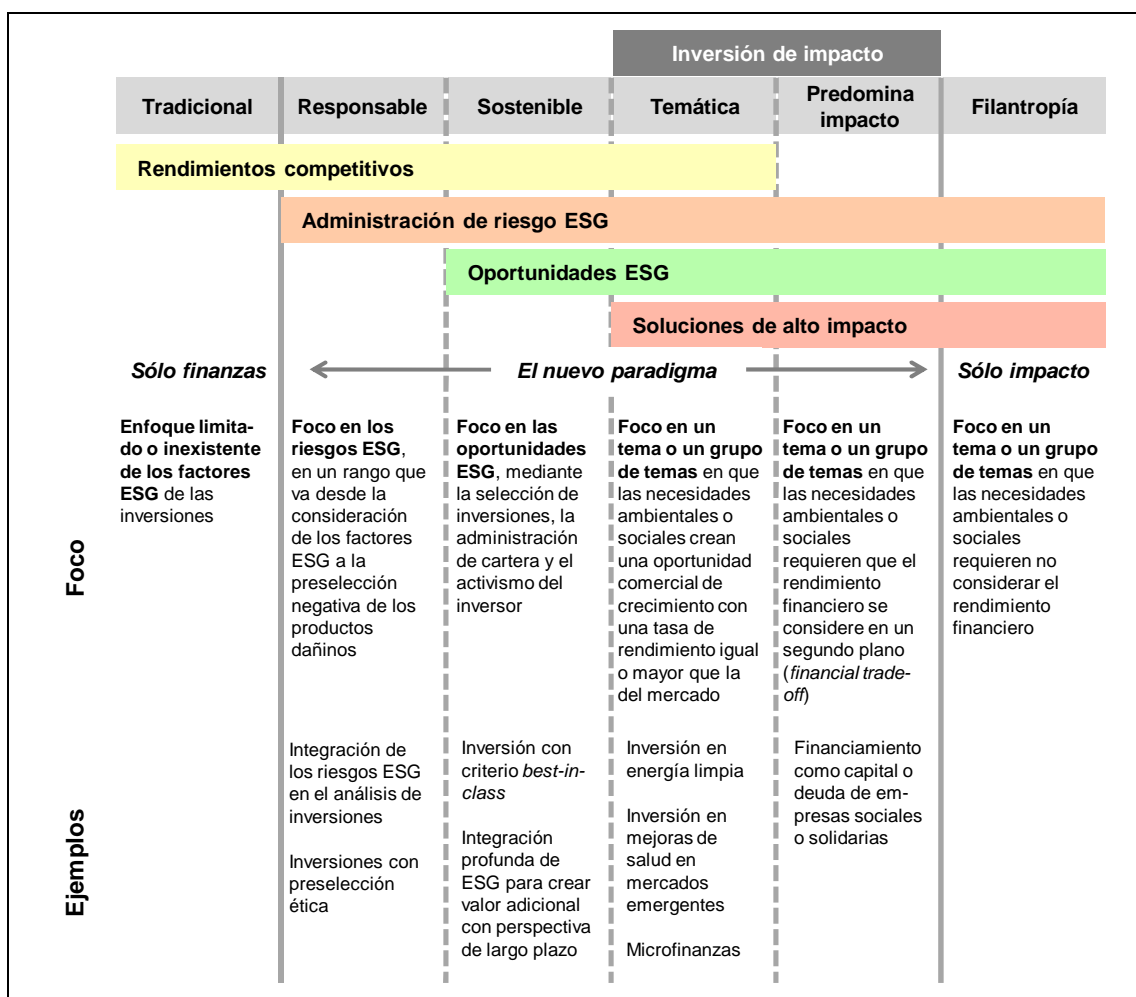
**Cuadro 2 Alcance de los criterios ESG**

<p><b>Ambiental (E, environmental)</b></p>	<p>Aspectos relacionados con la calidad y la evolución de los sistemas naturales y del ambiente.</p> <p>Esto incluye: pérdida de biodiversidad, emisiones de gases, cambio climático, energía renovable, eficiencia energética, preservación de la calidad del aire, el agua y los recursos, tratamiento de residuos, disminución del ozono, cambios en el uso de la tierra, acidificación de los océanos y cambios en los ciclos de fósforo y nitrógeno.</p>
<p><b>Social (S)</b></p>	<p>Aspectos relacionados con los derechos, el bienestar y los intereses de las personas y comunidades.</p> <p>Esto incluye: derechos humanos, estándares laborales en la cadena de suministros, trabajo infantil y explotación de los trabajadores (esclavitud o servidumbre), salud y seguridad de los lugares de trabajo, libertad de asociación y de expresión, administración del capital humano y las relaciones con los empleados, diversidad, relaciones con las comunidades locales, actividades en zonas de conflicto, salud y acceso a tratamientos médicos, protección de consumidores, armas controvertidas.</p>
<p><b>Gobernanza (G, governance)</b></p>	<p>Temas relacionados con el gobierno de las empresas y otras entidades en que se invierte.</p> <p>En un contexto de acciones con cotización pública esto incluye: estructura, tamaño, diversidad, habilidades e independencia del directorio, pagos a ejecutivos, derechos de los accionistas, interacción con interesados (<i>stakeholders</i>), revelación de información, ética de negocios, sobornos y corrupción, controles internos y administración de riesgos; en general, aspectos referidos a las relaciones entre la administración de la empresa, el directorio, los accionistas y otros interesados, y la vinculación de la estrategia de la empresa con aspectos ambientales y sociales.</p>

Fuente: Basado en Principles for Responsible Investment, *PRI Reporting Framework 2013 Main definitions*, PRI Association 2013.

En la figura 2 se muestra una interpretación del continuo de la inversión, entre el extremo de la inversión que se basa sólo en el rendimiento financiero y aquella que se basa sólo en el rendimiento social. La inversión de impacto se distingue de la filantropía en que se realiza para obtener también un rendimiento (aunque se acepta que el rendimiento sea relativamente bajo, si de este modo se alcanzan los objetivos de cambio social o ambiental). Se diferencia de la inversión sostenible porque en ésta se busca maximizar el rendimiento financiero, reconociendo el efecto de las tendencias en los aspectos ESG.

Figura 2 El espectro de la inversión según Bridges Ventures



Fuente: Adaptado de Bridges Venture, *Sustainable & Impact Investment: How we define the market*, 2012.

En una promoción de servicios financieros de J.P. Morgan<sup>10</sup> se incluye como inversiones de impacto las relacionadas con la mitigación del cambio climático (conservación de recursos, eficiencia energética, uso sostenible del agua y la tierra, energía sostenible), aunque en general éstas se consideran como inversión sostenible temática.

En otro caso, se incluye la inversión basada en valores (especialmente principios religiosos) como inversión de impacto.<sup>11</sup> Sin embargo, por lo general se considera que ese tipo de

<sup>10</sup> Yasemin Saltuk, *A Portfolio Approach to Impact Investment*, J.P.Morgan, 2012.

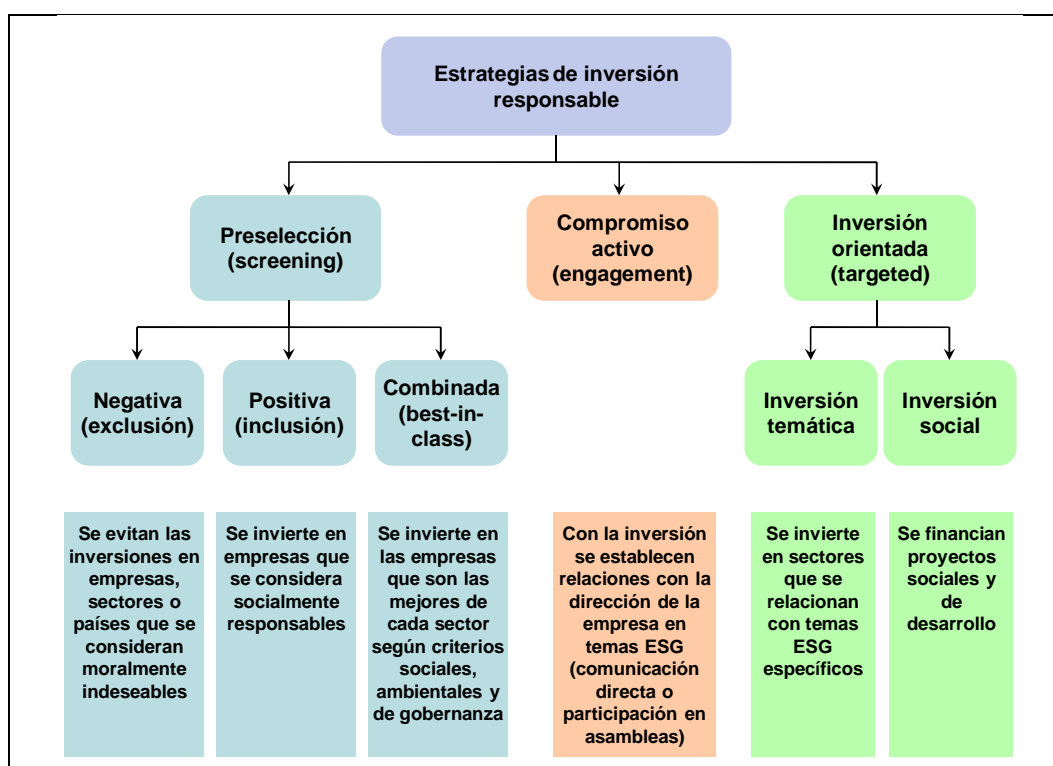
<sup>11</sup> Robert Ruttman, New ways to invest for social and environmental impact, en *Investing for impact: How social entrepreneurship is redefining the meaning of return*, Credit Suisse, 2012.

inversión se realiza con la finalidad explícita del rendimiento (con la condición de respetar específicas normas religiosas), y no encuadra en la noción de inversión de impacto.

### 2.3 Estrategias de inversión responsable

La inversión ética se realiza a través de estrategias o procesos. Generalmente se consideran tres estrategias: preselección, temáticas y de activismo de los inversores (ver figura 3). Una cuarta forma o estrategia es la denominada *integración de los criterios ESG* en el análisis de las inversiones.

Figura 3 Estrategias básicas de inversión responsable



a) *Preselección*. Las estrategias de inversión más difundidas se basan en alguna forma de *preselección (screening)*.<sup>12</sup>

La preselección puede consistir en:

- Exclusiones de empresas o sectores (*preselección negativa, negative screening*) por la propia actividad, los productos o las prácticas empresariales
- Exclusiones de empresas y países que no respetan normas internacionales relacionadas con la inversión responsable (*norms-based screening*)<sup>13</sup>

<sup>12</sup> *Screening* se entiende como *preselección*, en el sentido de separar o seleccionar aquello que interesa porque cumple con requisitos predeterminados. También se usan en español palabras como *filtrado* o *cribado*.

<sup>13</sup> Por ejemplo, los enunciados del Pacto Global (UN Global Compact Principles), la declaración de derechos humanos, los estándares de la organización internacional del trabajo, la convención contra la corrupción de las Naciones Unidas, los lineamientos de la OECD para las empresas multinacionales.

- Inclusiones (*preselección positiva, positive screening*, según el desempeño social o ambiental). Un extremo de la estrategia de inclusión es la selección del mejor en cada categoría (*best-in-class*), que se realiza considerando el desempeño social o ambiental en cada sector.

b) *Selección temática de inversiones y apoyo a proyectos sociales (inversión de impacto)*. La inversión sostenible *temática* es aquella en que los títulos se seleccionan según temas vinculados con la sostenibilidad. Específicamente, los que contribuyen a resolver aspectos como el cambio climático, la eficiencia ecológica o la escasez de agua. Existen productos financieros, como fondos de inversión, que se orientan a la forestación sostenible, la sostenibilidad del agua, las acciones para atenuar el cambio climático (como las energías renovables), la preservación ambiental y ecológica, etc.

Las características de la inversión social o de impacto se mencionaron en el punto 2.2.

c) *Compromiso activo*. El *compromiso activo (engagement, compromiso, implicación o involucramiento)* consiste en el uso de los derechos y la posición de propietario para influir en la actividad de negocios o en la conducta de la empresa en la que se invierte. También se denomina *activismo del inversor* en los diferentes aspectos sociales y, en general, de sostenibilidad (*engagement and voting on sustainability matters*).

El compromiso puede consistir en interacciones entre el inversor y los emisores de potenciales o actuales objetos de inversión (acciones, bonos), para identificar las prácticas ESG que siguen esas empresas y buscar su mejora.

También se puede manifestar en propuestas de declaraciones en las asambleas. Estas actividades son realizadas directamente por el inversor (individual o institucional), o bien se realizan en colaboración con otros inversores (como redes de inversores y organizaciones), y también a través de firmas que prestan estos servicios (en el caso de los inversores institucionales).

Una tercera forma de compromiso puede ser la confrontación pública con las empresas, que es una forma visible de activismo del accionista. Esta confrontación puede ser realizada por accionistas individuales o por las organizaciones que relacionan a los inversores que comparten algunas inquietudes específicas.<sup>14</sup>

“A través de estos procesos, los inversores desean influir en el comportamiento empresarial, atraer la atención de los medios de comunicación y educar al público que generalmente desconoce tanto el impacto social, ambiental y económico de muchas empresas como su poder como consumidores o inversores para incentivar cambios en su comportamiento.”<sup>15</sup>

d) *Integración*. Se considera como una estrategia distinta la *integración de los aspectos ESG* en el análisis de las inversiones. Esto no implica preselección, sino que “la integración de los aspectos ESG incluye el uso de información ESG cualitativa y cuantitativa en los procesos de inversión para mejorar la toma de decisiones de inversión.” Consiste en introducir de modo explícito “los riesgos y oportunidades ESG en el análisis financiero y en las decisiones de inversión basadas en un proceso sistemático y con información apropiada.”

Puede realizarse al nivel de la cartera, de las acciones o del emisor de títulos. “El análisis integrado de acciones considera cómo los aspectos ESG pueden afectar la situación de la empresa, los resultados o el flujo de fondos que se estima en función del efecto en los costos, los

<sup>14</sup> Puede verse un estudio empírico de las modalidades de compromiso del inversor en Jennifer Goodman, Céline Louche, Katinka C. van Cranenburgh y Daniel Arenas, Social shareholder engagement: The dynamics of voice and exit, *Journal of Business Ethics*, 2014.

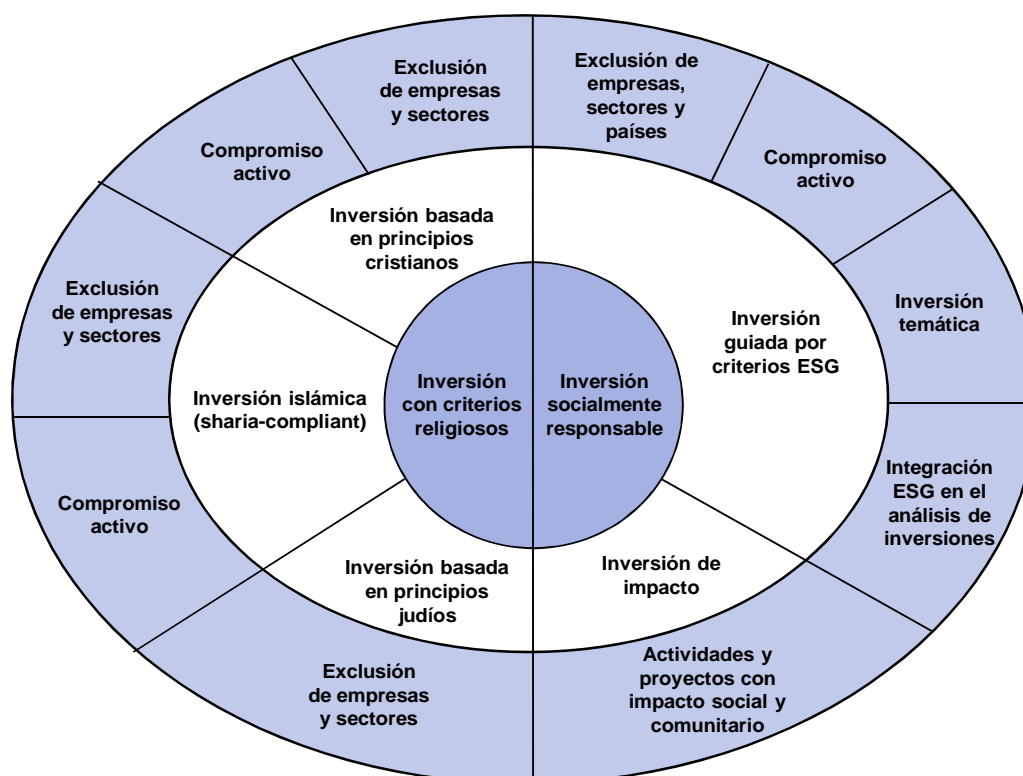
<sup>15</sup> Eva Ramos Pérez Torreblanca, La inversión socialmente responsable y el desarrollo de la responsabilidad social corporativa, en Leonor Vargas Escudero (Ed), *Mitos y realidades de la responsabilidad social corporativa en España: Un enfoque multidisciplinar*, 2006.



ingresos o el crecimiento. El análisis integrado de bonos implica considerar cómo los aspectos ESG pueden afectar la situación crediticia del emisor.”<sup>16</sup>

**Resumen.** En la figura 4 se muestran los cuatro tipos de inversión ética (esquematisados en la figura 1) y las estrategias que están asociadas.

**Figura 4 Procesos en los cuatro tipos de inversión ética**



Es importante mencionar que las inversiones se pueden regir por dos o más estrategias: por ejemplo, aplicar tanto preselección como alguna forma de compromiso del inversor. En el cuadro 3 se muestran los totales que se atribuyen a cada estrategia en el informe de GSIA. En esta clasificación, la suma es mayor que el total de los fondos administrados (13,5 billones de dólares estadounidenses) por la superposición de estrategias.

En los puntos siguientes se comentan los criterios de preselección negativa que suelen emplearse en algunos tipos de inversión responsable. Se enfoca esta estrategia ya que es la de aplicación más generalizada y concentra la mayor magnitud relativa.

Además, y principalmente, porque la preselección negativa (exclusiones) expone de un modo explícito y relativamente comparable los elementos que no se consideran aceptables en los objetos de inversión. Para la finalidad de este ensayo, en esas pautas se manifiesta con más nitidez lo que se considera pecaminoso. Al considerar su aplicación en la selección de los títulos para carteras éticas, es posible concluir que los pecados permitidos no son hechos ocasionales sino una parte esencial de la inversión ética.

<sup>16</sup> Principles for Responsible Investment, *PRI Reporting Framework 2013 Main definitions*, PRI Association 2013; Eurosif, *European SRI Study 2012*.

**Cuadro 3 Inversión responsable según estrategias en 2011**<sup>17</sup>

Proceso	miles de millones de USD
Preselección negativa (exclusiones)	8.274
Preselección basada en normas	3.038
Preselección positiva (inclusiones y best-in-class)	1.013
Inversión temática sostenible	83
Inversión de impacto	89
Compromiso y activismo	4.689
Integración	6.176

Fuente: Adaptado de Global Sustainable Investment Alliance, *Global Sustainable Investment Review 2012*.

## 2.4 Evolución de las cifras de inversión administrada con criterios éticos (o de responsabilidad social)

Según las cifras disponibles, el total de activos de los fondos administrados con las pautas de SRI ha tenido un aumento significativo desde mediados de los años 1990. En los Estados Unidos existen relevamientos sistemáticos desde 1995, y en Europa desde 2002. En el cuadro 4 se muestran las cifras según los informes de las respectivas entidades (US SIF y Eurosif).

**Cuadro 4 Total de inversión responsable**

Año	Estados Unidos	Europa
<i>Miles de millones USD</i>		
1995	639	
1997	1.185	
1999	2.159	
2001	2.323	
2003	2.164	617
2005	2.290	1.343
2007	2.711	3.892
2009	3.069	7.187
2011	3.740	8.758

Fuente: Basado en los informes de US SIF y Eurosif entre 1996 y 2012.

Para interpretar estas cifras es importante tener en cuenta que reflejan el conjunto de todas las prácticas SRI, prácticas que en muchos casos parecen no seguir criterios razonablemente estrictos.

Hasta el informe del año 2009, Eurosif, la red europea de organizaciones SRI, presentaba por separado las cifras de lo que consideraba una práctica SRI central (*core SRI*). En esta categoría incluía sólo los fondos que realizaban exclusiones según normas o valores (con al me-

<sup>17</sup> Global Sustainable Investment Alliance, *Global Sustainable Investment Review 2012*.

nos tres criterios de preselección), las preselecciones positivas (incluyendo el criterio *best-in-class*) y los fondos temáticos.

El resto de los fondos que de algún modo podían calificarse como SRI (aunque sus prácticas no se relacionen necesariamente con la inversión responsable, o que son más difíciles de evaluar en ese sentido) se consideraban SRI en un sentido amplio (*broad SRI*). Eurosif incluía en esta categoría la preselección simple (con uno o dos criterios de exclusión), el compromiso activo (*engagement*) y la integración de los temas ESG en el análisis de las inversiones.

Se señalaba en el informe de las cifras en 2009: “En términos generales, quienes practican una SRI amplia (*broad SRI*) tienden a ser grandes inversores institucionales. Este segmento con frecuencia se considera que representa la expansión de la SRI (*mainstreaming of SRI*) y el interés creciente de los inversores responsables en esta área. Como consecuencia, el volumen de SRI amplia es mucho más grande que el de la SRI central (*core SRI*).”<sup>18</sup> Desde 2011 se ha dejado de hacer esa distinción.<sup>19</sup>

**Cuadro 5 SRI en Europa: core y broad**<sup>20</sup>

Año	Core SRI		Broad SRI		Total
<i>los importes en miles de millones USD</i>					
2003	36	6%	582	94%	617
2005	124	9%	1.219	91%	1.343
2007	748	19%	3.145	81%	3.892
2009	1.710	24%	5.477	76%	7.187
2011					8.758

Fuente: Basado en los informes de Eurosif de 2003, 2006, 2008, 2010 y 2012.

<sup>18</sup> Eurosif, *European SRI Study 2010*, 2011.

<sup>19</sup> Reflejando el hecho de que la inversión responsable (RI) es un ámbito que se encuentra en expansión y transformación, en el informe *European SRI Study 2012* se señala: “En estudios previos, Eurosif ha sumado varias estrategias para producir cifras totales, denominándolas Core SRI y Broad SRI. En el desarrollo de la nueva clasificación de las estrategias de RI para este estudio, se discutió la pregunta de qué es SRI y cuáles estrategias deberían considerarse para producir una cifra de SRI. Comenzó a quedar claro que la decisión de si algo es SRI está muy influida por la diversidad cultural e histórica de Europa, y que nociones como Core y Broad ya no eran relevantes para reflejar la creciente sofisticación del mercado y el creciente uso simultáneo de múltiples estrategias.”

“En esta etapa, no existe consenso en Europa para una definición unificada de SRI, sin considerar si esa definición se enfoca en los procesos que se emplean (referidos como estrategias), los resultados societales que se buscan o la profundidad y la calidad del análisis ESG que se aplica.”

Mientras se mantenía la distinción, se consideraba como SRI amplia (*broad*) los casos en que se aplicaban unos pocos criterios de exclusión (uno o dos), y las estrategias de compromiso del inversor (*engagement*) y de integración en el análisis (ver apartado 2.3). SRI en sentido estricto (*core*) era la que aplicaba muchos criterios de exclusión. En las cifras informadas de 2009 para Europa, tres cuartas partes de los 5 billones de dólares de fondos administrados que se consideraban SRI se calificaban como SRI en sentido amplio, y sólo 1,2 billones como *SRI core*.

<sup>20</sup> Para mantener la uniformidad con los otros cuadros, los importes están expresados en dólares estadounidenses considerando el tipo de cambio con el euro al fin del respectivo año. Esto significa que las cifras varían por la magnitud informada de SRI en Europa y por las modificaciones del tipo de cambio: el total en euros pasó de 588 mil millones en 2003 a 6,7 billones en 2011.

Esa clasificación dentro de la SRI no parece un detalle menor: en el cuadro 5 se observa que, con el criterio de Eurosif, la inversión estrictamente responsable era sólo 6% del total en 2003, y aumentó a 24% en 2009.

Podría pensarse que el resto, es decir, el principal volumen que se considera SRI en los informes, sólo lo es parcialmente. Si bien la composición de los inversores es diferente, algo similar puede inferirse para los totales relevados en los Estados Unidos. Este aspecto puede ser una característica de la difusión de la inversión responsable, hecho que se comenta en el punto 7.

### 3. Las variantes de la preselección (*screening*)

La preselección negativa es la estrategia de inversión ética más antigua y persistente. Inicialmente, esa forma de inversión es propuesta por grupos religiosos, en lo que ahora se denomina enfoque de los inversores basados en valores (*values-based investors*). Los valores a considerar eran los de creencias religiosas cristianas, y después mutan a considerar también aspectos sociales y ambientales.

Los correspondientes valores se ponen en obra mediante la exclusión de empresas o sectores como objetos de inversión financiera, por el tipo de negocios o de actividades. También se pueden manifestar en que se busca modificar determinados comportamientos empresariales. Esto se logra mediante la exclusión en sí (si las empresas procuran evitar aquello que hace que sean excluidas de la inversión o el financiamiento), o bien mediante la interacción con los directivos, en el papel de accionistas (lo que se denomina activismo accionario, o *engagement*).

Ambas estrategias se aplican en las inversiones realizadas con enfoques religiosos (de las religiones cristiana, islámica y judía) y en aquellas que consideran los aspectos sociales y ambientales con una perspectiva completamente laica.

El proceso de análisis para las decisiones de inversión es:

- 1) En el conjunto de títulos que se consideran como *elegibles* (por ejemplo, acciones o bonos, de un país, de una región, etc.) se realiza un filtrado con las exclusiones que se ha decidido aplicar. Los criterios de exclusión son definidos por el administrador del fondo o por los inversores individuales (o los asesores que corresponde según el tipo de inversión). Para el filtrado se emplea la información disponible (que puede surgir de relevamientos del inversor, o bien de listados de empresas y características recopilados por entidades específicas).
- 2) Las inversiones a realizar se seleccionan de ese conjunto de títulos *admisibles*, considerando el desempeño económico estimado de los correspondientes títulos o mercados.

En un informe de Novethic se destaca:<sup>21</sup> “Es claro el papel desempeñado por los inversores religiosos en el avance de la inversión ética, en especial las exclusiones de sectores y el activismo del accionista, pero su contribución a la emergencia de otros enfoques SRI a veces se exagera.” Sin embargo, “los orígenes cristianos de la SRI ayudan a entender cómo las creencias religiosas fueron incorporadas en las finanzas”.

También señala que “en este momento, los activos SRI mantenidos por iglesias y grupos religiosos son marginales, en comparación con los inversores institucionales tales como compañías de seguros, organizaciones benéficas y fondos de pensión, los que no comparten particularmente las mismas convicciones acerca de los criterios extrafinancieros”. Y acota: “Iróni-

<sup>21</sup> Samer Hobeika y Anne-Catherine Husson-Traore, *Islamic finance and SRI: Any crossover?*, Working Paper Novethic, 2009.

camente, el desarrollo de la SRI en los últimos diez años por la mayoría de las firmas de administración de activos en Francia ha llevado a un grado de aversión a los enfoques de inversión ética. Esto se origina en dos factores: los problemas de administración de inversiones que aparecen por la exclusión de algunos títulos o sectores, y la dificultad de identificar estándares éticos compartidos por inversores que no están unidos por una sola convicción religiosa. Un énfasis mucho más fuerte se ha puesto en el desarrollo sostenible enfocado a temas ambientales, sociales y de gobernanza.”

Las pautas de la preselección para exclusión son diferentes según cada clase de inversión (religiosa o laica), pero ambos enfoques tienen una similitud en algo básico: las pautas que orientan la preselección no se aplican de un modo totalmente estricto. De esto resulta que pueden considerarse aceptables inversiones que, de algún modo, vulneran los criterios generales que se enuncian y en función de los cuales se realizan las exclusiones.

## 4. Preselección con principios religiosos

### 4.1 Origen de la inversión ética religiosa

*Principios cristianos.* La preselección negativa que se realiza con criterios religiosos fue la primera forma de la inversión ética. Desde el siglo XVIII, algunos inversores procuraban respetar sus creencias cristianas de promover la paz y la no violencia, y evitaban invertir en determinado tipo de empresas. Las denominadas *acciones de pecado (sin stocks)* generalmente eran las vinculadas a negocios de alcohol, tabaco, armas y juegos de apuesta.

De este modo, los primeros fondos de inversión ética se iniciaron en los Estados Unidos y el Reino Unido. El fondo Pioneer fue creado por los evangélicos estadounidenses para evitar que los creyentes invirtieran su dinero en actividades de manufactura de alcohol y tabaco. La iglesia metodista del Reino Unido auspició un fondo que evitaba la inversión en compañías involucradas en la producción de alcohol y en los juegos de apuestas. Después, los cuáqueros establecieron un fondo que evitaba la inversión en los negocios de manufactura de armas; éste es el origen del actual Stewardship Fund. Desde los años 1960, en algunos países, las respectivas iglesias inician fondos con esa orientación (Suecia en 1965, Francia en 1983, Holanda en 1990, Finlandia en 1991).

Las entidades religiosas también inicialmente formaron organizaciones para realizar la calificación de las inversiones, considerando una orientación a asuntos sociales (ya que los aspectos estrictamente religiosos eran orientados por cada entidad). En los Estados Unidos, un conjunto de entidades religiosas forma en 1971 el Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR); en el Reino Unido se constituye el Ethical Investment Research Service (EIRIS) en 1983, como iniciativa conjunta de los cuáqueros, la Iglesia de Inglaterra, la Iglesia de Gales, los metodistas, la Iglesia presbiteriana de Irlanda y otras entidades.

*Principios islámicos.* La inversión según principios islámicos se encuadra en la *sharía*, es decir, los principios de vida islámicos que surgen de la interpretación del Corán, los hádices o enseñanzas de Mahoma, y de otras fuentes de la ley para los musulmanes.<sup>22</sup> Por eso, los fondos y otros instrumentos se denominan también *shariah-compliant* (fondos que son conformes a la *sharía*).

Los fondos de inversión con criterios islámicos se inician con una disposición adoptada por la International Fiqh Academy en 1992.<sup>23</sup> Esto permitió a los inversores musulmanes in-

<sup>22</sup> La denominación *sharía* es la que más se aproxima a la pronunciación original. Como en español se hace un uso restrictivo de la secuencia *sh*, se encuentra mencionada también como *saría* o *charía*.

<sup>23</sup> *Fiqh* es la denominación de las interpretaciones jurídicas islámicas. “La Ley es un elemento definitorio del islam como no lo es en ninguna otra gran religión moderna. Por eso, la *charía*, el conjunto de

vertir en los mercados de acciones a condición de que las compañías no realizaran actividades en contra de la *sharía*, aunque estén fuera de un ámbito financiero que se rige por esos principios.<sup>24</sup>

“Los estudiosos de la *sharía* tuvieron un rol crucial en el desarrollo de los fondos de inversión islámicos y en los índices de mercado islámicos, al relajar las restricciones contenidas en la *sharía* con respecto a las actividades relacionadas con los préstamos con intereses; esto removió ese obstáculo para la inversión de los musulmanes.”<sup>25</sup>

*Principios judíos.* Finalmente, desde principios de los años 2000 existen fondos de inversión que seleccionan las acciones considerando que las compañías operen según los principios de la ley judía (*halajá*). Estos son los denominados *kosher funds*, y buscan atender las necesidades de los inversores que siguen de modo estricto esos principios.

Estos criterios religiosos, como en el caso de los principios cristianos, se concilian con las preocupaciones más directamente sociales. Una resolución de 1997 de Union for Reform Judaism establece que “las políticas y las prácticas de inversión socialmente responsable no son un compromiso opcional, sino que son una expresión orgánica de nuestras creencias básicas”.

*Síntesis.* En el cuadro 6 se muestran, en forma conjunta para su comparación, los criterios de exclusión aplicados para las inversiones según los criterios de las tres religiones mencionadas. Existen diferencias según las líneas confesionales o las adaptaciones en cada caso; las principales se refieren a los elementos que se colocan entre corchetes.

Es importante mencionar que esas exclusiones son consecuencia de principios religiosos relacionados con la preservación de la comunidad y en la relación de los individuos con la divinidad. Estos principios, si bien están basados en los libros sagrados, surgen de interpretaciones realizadas en las respectivas tradiciones religiosas, y en muchos casos varían según el lugar y la época.

Se observa que los fondos religiosos pueden aplicar un amplio rango de criterios de exclusión: “los grupos religiosos realizan sus inversiones de acuerdo con sus perspectivas, y estas perspectivas pueden expresarse en carteras mutuamente inconsistentes. Una empresa puede ser incluida o excluida según los valores subyacentes de la administración del fondo.”<sup>26</sup>

normas que surgen de la interpretación del Corán, los hadices y las otras fuentes de Derecho, constituyen una parte esencial de la religión. En realidad, es la propia religión. Para el creyente, la búsqueda de las grandes verdades, como la naturaleza de Dios, la existencia del alma o la libertad, el fin último de la vida, etc., no es prioritaria o, incluso, posible. Al fin y al cabo, la distancia entre Dios y el hombre es insuperable, de modo que a éste le resulta imposible comprender siquiera una mínima parte de los propósitos de Alá. Pero tampoco importa. Lo único relevante es su propio comportamiento, en especial dentro de la comunidad.” (Rafael Barquín Gil, *El Islam (622-1800): Un ensayo desde la historia económica*, 2012)

<sup>24</sup> Los antecedentes modernos de actividad financiera con criterios islámicos son dos experiencias a principios de los años 1960, en Egipto (Mit Ghamr Savings Bank) y Malasia (Pilgrims Saving Corporation, después denominado Lembaga Tabung Haji). El primer banco islámico con presencia internacional, Islamic Development Bank, comienza a operar en 1975 en Yidda (Arabia Saudita). Los fondos de inversión en acciones que se guían con criterios islámicos se difunden después de esa interpretación legal, en 1992.

<sup>25</sup> Saeed Salem Binmahfouz, *Investment characteristics of Islamic investment portfolios: Evidence from Saudi mutual funds and global indices*, Tesis doctoral Durham University, 2012.

<sup>26</sup> Gianfranco Forte y Federica Miglietta, A comparison of socially responsible and Islamic equity investments, *Journal of Money, Investment and Banking*, 2011.

Cuadro 6 Preselección según criterios religiosos

Criterios de preselección negativa basados en creencias religiosas	
<b>Cristianas</b>	tabaco, [alcohol], juegos de apuestas, armas, pornografía, entretenimientos sexuales y material para adultos (o que afectan la dignidad o la vida familiar), aborto, contracepción, armas, trabajo infantil, promoción de estilos de vida alternativos, [préstamos con interés]
<b>Islámicas</b>	tabaco, alcohol, juegos de apuestas, armas, pornografía, servicios financieros relacionados con préstamos con interés y seguros, productos no <i>halal</i> (además de las bebidas alcohólicas, son <i>haram</i> , o prohibidos, la carne de cerdo y los derivados de la sangre), música y entretenimientos, [aerolíneas, hoteles, restaurantes y bares]
<b>Judías</b>	tabaco, alcohol, juegos de apuestas, pornografía, homosexualidad, aborto, préstamos con interés, venta de alimentos no <i>kosher</i> , trabajo durante Shabbat

#### 4.2 Pautas cristianas de inversión

Existen numerosas variantes de preselección, para los fondos que se definen según las diferencias confesionales de la religión cristiana (católicos, metodistas, anglicanos, presbiterianos, bautistas, cuáqueros, etc.). En general, coinciden en excluir a empresas o sectores que vulneren los criterios de protección de la vida y la dignidad humanas. En el cuadro 7 se muestran dos ejemplos de enunciados.

Inicialmente, las inversiones con estos criterios religiosos se basaban de modo principal en las exclusiones. En el período más reciente se pone énfasis en la evaluación de contenidos sociales y ambientales para la selección de inversiones, además de las exclusiones tradicionales.<sup>27</sup>

Christian Brothers Investment Services (CBIS) considera que “la preselección católica de inversiones (*Catholic Investment Screening*) ayuda a las instituciones a evitar beneficiarse de las actividades de las empresas que violan las enseñanzas de la Iglesia católica”. Las causas de exclusión son: actividades que violan la ética de vida católica (incluyendo aborto, contracepción e investigación con células embrionarias), la producción de materiales pornográficos, la producción de armas de fuego y minas terrestres, la producción de armas nucleares o convencionales, la producción de cigarrillos y otros productos de tabaco.

La iglesia presbiteriana compila en forma periódica sus recomendaciones de desinversión en empresas involucradas en productos relacionados con las armas y el uso militar, el tabaco,

<sup>27</sup> Un estudio reciente referido al compromiso social del accionista (*social shareholder engagement*) muestra que “las organizaciones religiosas desinvierten por motivos políticos más que económicos, y usan la salida como una forma de expresión”. Los autores del estudio emplean el enfoque de Albert O. Hirschman de *voice* (voz) y *exit* (salida) como forma de expresión de los individuos frente a las instituciones empresarias y políticas. Y puntualizan: “La salida silenciosa no es una alternativa que usen las organizaciones religiosas: la salida no siempre es consecuencia de resultados insatisfactorios de la voz, y la voz puede continuar después de la salida.”

Jennifer Goodman, Céline Louche, Katinka C. van Cranenburgh y Daniel Arenas, Social shareholder engagement: The dynamics of voice and exit, *Journal of Business Ethics*, 2014.

Cuadro 7 Ejemplos de exclusión con criterios cristianos

Entidad	Principio	Exclusión por participación en áreas objetables
United States Conference of Catholic Bishops (USCCB)	Protección de la vida humana	Participación directa o apoyo a aborto o contracepción, investigación científica con células embriónicas o clonación
	Protección de la dignidad humana	Discriminación racial y de género, pornografía y entretenimientos sexuales (incluyendo clubes, líneas telefónicas o servicios de Internet)
	Reducción de armas	Producción de armas, o desarrollo de armas biológicas y químicas, nucleares y de destrucción masiva, y minas anti-personales
Biblically Responsible Investing Institute (BRII)	Justicia y respeto de los indefensos	Aborto, investigación científica que atente o distorsione la vida, persecución de cristianos y otras personas oprimidas
	Justicia y respeto de los pobres y necesitados	Discriminación, prácticas laborales abusivas, abusos de niños, pobres y ancianos
	Compasión para adictos e involucrados en estilos de vida pecaminosos	Alcohol, tabaco, juegos de apuestas, <sup>28</sup> pornografía, homosexualidad
	Protección del matrimonio y la familia	Entretenimientos que afectan las actitudes apropiadas, <sup>29</sup> esfuerzos para promover estilos de vida alternativos <sup>30</sup>

o que estén relacionadas con violaciones de los derechos humanos. En la lista para 2014 señala que “no hay actualmente empresas en la lista de desinversión de la Asamblea General debido a actividades reñidas con los derechos humanos, si bien la iglesia está comprometida con varias corporaciones en relación con esos temas, mediante correspondencia, votaciones en asambleas y diálogos”.<sup>31</sup>

El administrador de fondos GuideStone Financial Resources of the Southern Baptist Convention señala que “ningún fondo puede invertir en empresas de los sectores licor, tabaco, apuestas, pornografía y aborto”.

En las exclusiones, las principales diferencias se encuentran en el tratamiento de la producción y venta de bebidas alcohólicas y en los préstamos con interés.

<sup>28</sup> Se considera no sólo la operación de salas de juegos de apuestas, casinos, loterías, sitios de Internet para apuestas, y carreras y apuestas deportivas, sino también la producción de equipos o software para esas actividades, la operación de dispositivos de apuestas, la producción de programas de TV con ese contenido, y los servicios para las empresas de apuestas (como consultoría o procesamiento de pagos).

<sup>29</sup> La base de datos para la exclusión de empresas de BRII registra a aquellas que producen o distribuyen programas de TV, películas y videos con contenido sexual, violento o con lenguaje ofensivo, y de las empresas que hacen publicidad en programas de TV con esas características.

<sup>30</sup> Ave Maria Catholic Values Fund también considera que son violaciones de los valores cristianos la relación de la empresa con el planeamiento familiar y el ofrecer beneficios para parejas alternativas.

<sup>31</sup> Presbyterian Church, 2014 General Assembly Divestment List.



Las pautas de exclusión en la inversión relacionada con el catolicismo no contienen referencia a esos temas de modo genérico.<sup>32</sup> Lo vinculado con las bebidas alcohólicas aparece en casi todas las pautas de exclusión de las demás ramas del cristianismo. En el caso de los préstamos con interés, sólo son mencionados de modo explícito por las entidades que se orientan a la observación estricta de los enunciados bíblicos.

La noción de la usura como un interés excesivo por un préstamo de dinero es considerada en los ordenamientos legales de algunos países, y se mantiene dentro de las preocupaciones morales del cristianismo en general. En el caso del catolicismo, si bien se considera un pecado, no está tipificado en el cuerpo legal actual (Código de Derecho Canónico vigente desde 1983).

Este tema es un elemento que ha sido considerado específicamente por una organización cristiana vinculada a la inversión (Christian Brothers Investment Services), junto con otras relacionadas con la inversión socialmente responsable.<sup>33</sup>

Por su parte, un informe preparado para Church Investors Group, del Reino Unido, que se refiere a las prácticas financieras usurarias, concluye que “parecería inapropiado para las iglesias cristianas invertir en las compañías líderes de crédito personal. La Comisión de Competencia (Competition Commission) determinó que el precio del capital que cargan es irrazonablemente alto, y nuestras investigaciones apoyan esta conclusión”. Con respecto a una entidad inglesa de préstamos personales en particular (Provident Financial), el informe señala que “no pensamos que sea un objeto apropiado de inversión”. En el caso de un banco, HSBC, se considera que debería seguirse un criterio similar por sus prácticas de préstamos sub-prime en los Estados Unidos. Pero se señala: “puede ser difícil excluir de la inversión sobre la base de algunos criterios éticos negativos a un banco que puede tener puntaje positivo en otros aspectos”.<sup>34</sup>

*Fondos e índices.* En la actualidad existen no sólo los tradicionales fondos mutuos de inversión con criterios cristianos, sino también fondos de inversión libre (*hedge funds*) y fondos cotizados (*exchange traded funds*).

También se elaboran índices con títulos que se considera que cumplen esos criterios. Un índice bastante difundido es FTSE KLD Catholic Values 400 Index (CV400), que es una derivación del índice social de KLD, con alcance global.

Para la formación de este índice se considera el desempeño de la empresa en áreas significativas para los valores católicos: respeto de la vida humana, promoción de la dignidad de las personas, reducción de la producción de armas, búsqueda de justicia económica, protección del ambiente, y atención a la responsabilidad empresarial. Las actividades que descalifican para la formación del índice son: participación directa en o apoyo del aborto, manufactura de productos de tabaco, uso de células embrionarias o cordones umbilicales para investigación, manufactura de minas antipersonales, producción o distribución de pornografía (que represen-

---

<sup>32</sup> Los temas vinculados al alcohol, el tabaco y los juegos de azar están considerados dentro del conjunto de prácticas socialmente dañinas. En este sentido, se evalúa la falta de moderación en la faz comercial de las empresas como un elemento para alguna consideración puntual.

<sup>33</sup> Algunas entidades, entre ellas Trillium Asset Management, Christian Brothers Investment Services (CBIS) y Pax World, a través de su iniciativa *Responsible Wealth*, consideraron el tema no tanto para la exclusión sino para modificar las prácticas de las compañías financieras en los denominados préstamos depredadores (*predatory lending*).

<sup>34</sup> Richard Higginson, Michael Parsons y David Clough, *Usury, Investment and the Sub-Prime Sector*, Church Investors Group, June 2008.

te una proporción significativa de los ingresos totales)<sup>35</sup>, manufactura de productos para contracepción, producción de armas (en una proporción mayor que 5% de los ingresos).

En fecha más reciente ha comenzado a compilarse el Stoxx Europe Christian Index, con 533 compañías europeas cuyas actividades no colisionan con los valores católicos.<sup>36</sup> “Los temas ambientales no son parte de nuestros criterios de preselección, dice Michael VanDam, de Christian Brothers Investment Services, uno de los auspiciantes del índice y miembro del comité que selecciona sus componentes.”<sup>37</sup>

*Las pautas que aplican los fondos.* En un estudio realizado en 2009,<sup>38</sup> referido a las prácticas de inversión con criterios religiosos de poco más de 100 entidades,<sup>39</sup> se observa que los principales aspectos que guían las exclusiones son las armas nucleares (70%), los armamentos en general (68%), los productos de tabaco (62%), la pornografía (60%), el aborto (51%), las violaciones de derechos humanos (50%), los juegos de apuestas (46%), y el trabajo forzado o infantil (44%).

Muchas de las entidades señalan los dilemas que enfrentan al implementar los criterios. Uno de los casos mencionados es la pornografía como pauta de exclusión: “si bien puede parecer bastante fácil excluir empresas con el criterio de producción de pornografía, éste no es tan obvio cuando se considera la distribución o venta”.

### 4.3 Pautas islámicas de inversión

La perspectiva islámica de la economía y las finanzas implica la prohibición del interés (*riba*) en los préstamos, de la toma de riesgos excesivos (*gharar*)<sup>40</sup> y de la realización de negocios no éticos (actividades *haram*, no permitidas en la *sharía*).<sup>41</sup>

En sentido estricto, esto significa que no se podría invertir en títulos que son transacciones con interés (*riba*), ni en empresas que toman o realizan préstamos con interés. Por la prohibi-

<sup>35</sup> Cabe mencionar que con esta condición se evita excluir a las empresas que están relacionadas sólo indirectamente con ese tema: por ejemplo, las cadenas de hoteles que contratan y ofrecen servicios de televisión o de películas que tienen ese contenido.

<sup>36</sup> La compañía que elabora el índice, STOXX Ltd, de Deutsche Boerse, explica en un informe: “Para asegurar la calidad del índice y la integridad de la metodología subyacente, se ha formado un comité independiente que define, formula e implementa los criterios de preselección. Está constituido por expertos de la comunidad cristiana, así como miembros académicos y del sector de inversiones. Para ser incluidas en el índice, las acciones deben cumplir un conjunto de criterios relacionados con los valores y los principios cristianos. Se excluyen las compañías que no reúnen niveles de tolerancia pre-determinados para algunas áreas de actividad, tales como pornografía, armas estratégicas y no estratégicas, control de natalidad y juegos de apuestas.”

<sup>37</sup> Matthew Philips, The first Vatican-approved stock index, *Newsweek*, 2010.

<sup>38</sup> Céline Louche, Daniel Arenas, Katinka C. van Cranenburgh, From preaching to investing: Attitudes of religious organizations towards responsible investment, *Journal of Business Ethics*, 2012.

<sup>39</sup> Si bien el cuestionario se envió a 668 entidades de diferentes religiones, la mayoría de las respuestas (90%) corresponde a organizaciones cristianas y, de éstas, casi 70% a las que se guían por los principios católicos.

<sup>40</sup> La palabra *gharar* significa riesgo, incertidumbre, azar. Se refiere a las transacciones en las que no se conoce el objeto o sus características, o bien cuando hay incertidumbre acerca de si la transacción será concluida. Hay dos tipos: *gharar* en los términos del contrato y *gharar* en el objeto del contrato. Puede verse Mahmoud A. El-Gamal, *An economic explication of the prohibition of gharar in classical Islamic jurisprudence*, 4<sup>th</sup> International Conference on Islamic Economics, 2000.

<sup>41</sup> Mohammed Obaidullah, *Islamic Financial Services*, Islamic Economics Research Centre, King Abdul Aziz University, 2005.

ción de *gharar*, tampoco se pueden invertir en los negocios relacionados con transacciones de instrumentos derivados, ni de seguros o juegos de azar (incluyendo loterías y casinos). Del mismo modo, no se pueden realizar ventas cortas, o en descubierto.

Finalmente, tampoco se puede invertir en actividades no permitidas, tales como las relacionadas con tabaco, alcohol, pornografía, producción de armas, o productos de carne de cerdo o derivados de la sangre.

Con estos lineamientos, aunque una empresa no estuviera relacionada con actividades no permitidas, no sería un objeto aceptable de inversión si se financia con préstamos con interés, o si da crédito cargando interés, o si realiza transacciones de cobertura con derivados. Como esto es algo muy difundido en la economía moderna, prácticamente no se podría invertir en ninguna empresa (ni siquiera en muchas empresas de países islámicos).

“Los intérpretes contemporáneos de la *sharía* han tratado de proporcionar alternativas que sean permisibles para los musulmanes, de modo que puedan participar del sistema financiero moderno sin violar su religión.”

En términos de las actividades, existe una primera preselección, que considera si los productos o servicios son acordes con la *sharía* (*sharia compliant sector*). Esto excluye a aquellas que se dedican a la producción o la venta de productos no permitidos, y también a los bancos, compañías de seguros, y otros intermediarios financieros.

Entre las empresas cuyos negocios son permitidos por la *sharía*, se considera como objeto posible de inversión la empresa que cumple con determinados criterios financieros (*sharia compliant company*).

Los criterios son definidos por los asesores (*sharia supervisory board*) de las entidades (por ejemplo, fondos de inversión, compañías de índices, etc.).<sup>42</sup>

La preselección según actividades tiene diferentes interpretaciones. Si se comparan cuatro índices bursátiles formados por acciones que se consideran aceptables con una perspectiva islámica, se observa que Dow Jones y Standard & Poors aplican un criterio más estricto que FTSE y MSCI. Los primeros excluyen las empresas que tengan alguna relación con las actividades no permitidas, mientras que los dos últimos sólo las excluyen cuando las actividades no permitidas son el negocio principal.

“Es importante mencionar que la exclusión de sectores tales como radio, televisión y entretenimiento, servicios financieros, seguros, hoteles, agencias de medios y restaurantes se debe a que estos sectores más probablemente se involucrarán en actividades no permitidas por la *sharía* (alcohol, pornografía, productos relacionados con cerdo, juegos de apuesta, transacciones con interés o excesivamente riesgosas). La exclusión se origina en violaciones a la *sharía* con las operaciones de los negocios, en vez de con el negocio en sí mismo. Entonces, si tales sectores operan en un entorno islámico no deberían eliminarse de las carteras islámicas de inversión. Por ejemplo, los hoteles y los restaurantes en Arabia Saudita no se eliminan de las carteras porque no violan los principios de la *sharía*. De modo similar, los bancos islámicos y las compañías de seguro islámicas no se excluyen de las carteras islámicas de inversión.”<sup>43</sup>

*Los criterios financieros cuantitativos.* Los consejos asesores islámicos tienden a tolerar algún nivel de violación de la prohibición del interés, e incluso de actividades no permitidas.

<sup>42</sup> El consejo asesor “habitualmente es un grupo de estudiosos islámicos reconocidos, que conocen tanto los detalles complicados de las transacciones financieras como los principios religiosos”. Said M. Elfakhani, M. Kabir Hassan y Yusuf M. Sidani, Islamic mutual funds, en M. Kabir Hassan y Mervyn K. Lewis (Ed), *Handbook of Islamic Banking*, 2007.

<sup>43</sup> Saeed Salem Binmahfouz, *Investment characteristics of Islamic investment portfolios: Evidence from Saudi mutual funds and global indices*, Tesis doctoral Durham University, 2012.

Para esto, se definen umbrales de aceptación del nivel de deuda, de cuentas por cobrar, de efectivo y títulos que generan renta, y de actividades prohibidas por la *sharí*a.

La Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution, en el AAOIFI Sharia Standard 21, especifica que la empresa es admisible si la deuda que genera interés no supera 30% de la capitalización total de mercado, si los activos que generan interés son hasta 30% del valor de mercado del capital, y si las ganancias por actividades no permitidas son menos de 5% de la ganancia total.

Los índices bursátiles mencionados consideran en general el límite de 33% para la deuda, el efectivo y títulos que generan interés, y las cuentas por cobrar (en relación con la capitalización de mercado, excepto MSCI, que mide sobre el activo total). FTSE considera admisible hasta 50% de cuentas por cobrar con respecto a la deuda total, y S&P hasta 49% de la capitalización de mercado.

A su vez, y a diferencia de AAOIFI, consideran como límite máximo para las actividades no permitidas (*haram*) el 5% de los ingresos totales.

El umbral de 33% se ha elegido considerando que un tercio no es una porción excesiva para la perspectiva de la *sharí*a. Se basa en un hadiz en el que Mahoma dice que “un tercio es demasiado” (aunque esto está sacado de contexto, ya que allí el profeta aconseja a alguien que le pregunta hasta cuánto podría donar de su riqueza). Que el límite pueda extenderse hasta 50% es algo que se deduce de la regla de la mayoría simple a la que se refiere la *sharí*a.<sup>44</sup>

Puesto que las empresas que cumplen completamente los requisitos de la *sharí*a son pocas, en un mundo en que está generalizada la práctica de las transacciones de crédito y de cobertura o aseguramiento, el uso de estos umbrales parece ser una solución de compromiso para ampliar el universo de los títulos en que puede invertirse respetando (supuestamente) los principios islámicos.

La realización de estas inversiones se considera que no vulnera los principios religiosos, ya que se interpreta que las sociedades por acciones no son una asociación personal, y por eso las actividades de la empresa son relativamente independientes de los accionistas. Sin embargo, se estipula que el inversor tiene el deber moral de objetar esas actividades. Usmani señala:<sup>45</sup> “Si el negocio principal de las compañías es *halal*, como automotores, textiles, etc, pero las empresas depositan sus excedentes en cuentas que generan interés, o toman dinero prestado con interés, el accionista debe expresar su desaprobación de estas prácticas, preferentemente manifestándose contra ellas en la asamblea anual de la compañía.”

Khatkhatay y Nisar realizan un análisis de las compañías con los criterios de inversión que se aplican, y concluyen:<sup>46</sup> “Con la preselección se llega a una lista de compañías que son *sharia-tolerant* más que *sharia-compliant*. Considerando la cronología de las decisiones de varios consejos de *sharí*a, la evolución de los criterios de preselección ha buscado facilitar la inversión en acciones al aumentar el universo de emisores, desde aquellos que son completamente *sharia-compliant* (aquellos que no tienen deuda ni ingresos por intereses o por otras actividades no permitidas) a aquellos que están dentro de límites aceptables de no cumplimiento. Esta es una distinción importante, que debe tenerse en cuenta para no considerar una exención temporaria como una norma.”

De los criterios más difundidos, los márgenes de tolerancia del índice MSCI Islamic parecen ser los más estrictos. En un estudio de 387 fondos de acciones que se definen como acordes con la *sharí*a (*sharia-compliant*), ubicados en 32 países, en el período 1984-2010, se observa que sólo 27% de las acciones que mantienen son *sharia-compliant* según los criterios de

---

<sup>44</sup> Mohammed Obaidullah, *Islamic Financial Services*, Islamic Economics Research Centre, King Abdul Aziz University, 2005.

<sup>45</sup> Muhammad Taqi Usmani, *An Introduction to Islamic Finance*, 1998.

<sup>46</sup> M.H. Khatkhatay y Shariq Nisar, *Investment in stocks: A critical review of Dow Jones sharia screening norms*, International Conference on Islamic Capital Markets, 2007.

MSCI. Parece que, para evitar una excesiva restricción en el conjunto de oportunidades de inversión, esos fondos adoptan reglas de preselección más laxas. “El resultado, de que menos de la mitad de los fondos cumple la obligación fiduciaria y religiosa que promete en el prospecto, sugiere que los inversores que buscaron invertir según la fe islámica fueron ocultamente decepcionados sobre el cumplimiento de la *sharí*a.”<sup>47</sup>

*Purificación de las ganancias.* La parte de la ganancia de la inversión que proviene de actividades no permitidas por la *sharí*a se considera impura, y debe ser purificada. Una forma de purificación es incrementar el *zaka*t en esa porción de la ganancia.

El *zaka*t, o contribución islámica, es uno de los cinco pilares del Islam. No debe confundirse con una limosna (voluntaria), ni con un impuesto, sino que es una contribución purificadora legal, cuyo objetivo es realizar el equilibrio y la justicia social, impedir el monopolio del dinero por los ricos y alentar la circulación de los bienes. Se calcula sobre los bienes que están disponibles al fin de cada año; en el caso de los activos líquidos y la ganancia, el *zaka*t es 2,5%.<sup>48</sup>

Los administradores de los fondos de inversión pueden hacer directamente la purificación de las ganancias, antes de distribuir una renta. También pueden informar a los inversores los montos que necesitan ser purificados, para que cada uno lo realice.<sup>49</sup> Algunos consideran que esto es lo recomendable, ya que el *zaka*t depende de las circunstancias de cada inversor.

La jurisprudencia islámica identifica claramente a quienes debe destinarse el *zaka*t: entidades que realizan obras de bien y otras que se ocupan de la gente necesitada. Una de las funciones del consejo asesor del fondo es determinar la cantidad que debe purificarse y los procedimientos para el cálculo,<sup>50</sup> así como los destinatarios.<sup>51</sup>

#### 4.4 Pautas judías de inversión

Además de las exclusiones que son bastante comunes en términos religiosos (tabaco, alcohol, juegos de apuestas, pornografía), los fondos que seleccionan los títulos según su relación con los principios de la ley judía (*halajá*) consideran dos aspectos muy significativos para ese enfoque: las características de los préstamos con interés y la observancia de Shabbat.<sup>52</sup>

Estos fondos son asesorados por un rabino que define los criterios para el análisis y la selección.

<sup>47</sup> Yunieta Anny Nainggolan, *Taking a leap of faith: Are investors left short changed?*, Tesis doctoral Queensland University of Technology, 2011.

<sup>48</sup> Quien que paga el *zaka*t protege su dinero y lo bendice. Purifica su corazón, eleva su alma y hace fructificar sus bienes. Dios le multiplica los méritos, ya que Alá dice en el Coran: Exígeles que den dádivas de sus riquezas y con ellos los limpiarás y los purificarás (Surah 9, versículo 103).

<sup>49</sup> Los procedimientos alternativos para esta determinación se explican en Mohamed Ali Elgari, *Purification of Islamic equity funds: Methodology and sharia foundation*, Fourth Harvard University Forum on Islamic Finance, Islamic Finance: The Task Ahead, 2000.

<sup>50</sup> Said M. Elfakhani, M. Kabir Hassan y Yusuf M. Sidani, Islamic mutual funds, en M. Kabir Hassan y Mervyn K. Lewis (Ed), *Handbook of Islamic Banking*, 2007.

<sup>51</sup> Algunos consideran que, por este medio, los miembros del consejo asesor pueden orientar fondos a grupos extremistas y terroristas. En especial si se considera que en muchos consejos asesores financieros participan los mismos estudiosos musulmanes, y algunos de éstos mantienen, en el ámbito religioso, discursos bastante agresivos. Puede verse el sitio web ShariaWatchFinance, donde se reúne información de diferentes sitios referida a estos temas.

<sup>52</sup> Los principios y criterios son explicados en Mark S. Schwartz, Meir Tamari y Daniel Schwab, Ethical investing from a Jewish perspective, *Business & Society Review*, 2007.

Es interesante comentar un hecho que se informó en 2007.<sup>53</sup> Meir, un hombre religioso, había realizado inversiones en un fondo del Mercantile Discount Bank que se presentaba como una inversión realizada de acuerdo con la *halajá*. Unos días antes de Yom Kippur, Meir se enteró de que el fondo tenía acciones de empresas que realizaban actividades prohibidas por la ley judía. “Al indagar por la composición de la cartera de inversión, advirtió que incluían tenencias del operador telefónico Partner Communications, de Paz Oil, y de las compañías de construcción Aviv y Bonei Tichon. Preguntó si esas empresas tenían una *heter iska* (un formato que implica dispensa para cargar interés en los préstamos) o si evitaban operar durante Sabbath. El banco señaló que los fondos cumplían los requisitos halajicos, citando como prueba que eran aprobados por el rabino Aryeh Dvir, que dirigía un instituto especializado en investigación económica y *halajá*.”

Meir envió una carta a la compañía matriz del banco y al regulador del mercado de títulos, informando que las compañías mencionadas no tenían *heter iska*, de modo que los bonos con interés violaban la *halajá*. Estas preocupaciones se referían a aspectos importantes para él. En la nota dice: “para un inversor religioso, la inversión más problemática en términos de *halajá* es en bonos que no tienen *heter iska*, y yo ciertamente no habría invertido en el fondo si hubiera sabido que mantenía estas inversiones.”

## 5. Preselección con criterios sociales y ambientales

### 5.1 Exclusiones basadas en responsabilidad social

El conjunto de las estrategias de inversión socialmente responsable es mucho más variado que simplemente las exclusiones, pero el uso de criterios para excluir de las carteras de inversión a sectores, empresas y también países se presenta como un medio de evaluación estricta de las actividades admisibles con la perspectiva de un fondo de inversión.

Sin embargo, los fondos aplican criterios muy diferentes, según el tipo de inversores a los que apuntan. Un criterio puede ser aceptable para un tipo de inversor y no aceptable o indiferente para otros. En algunos casos se pone el énfasis en los aspectos éticos de las empresas, y en otros la preocupación se relaciona con temas ambientales.

Por su naturaleza, la inversión responsable se relaciona con valores y creencias individuales. Sin embargo, “en general, muy pocos inversores emplean la idea de valores personales cuando dan una definición de la expresión SRI (inversión socialmente responsable).”<sup>54</sup>

En el cuadro 8 se resumen los principales criterios de exclusión ESG (ambientales, sociales y de gobernanza) según las actividades que realizan las empresas. En este sentido, son el equivalente de los pecados (o actividades no permitidas) que los creyentes pueden aplicar en la selección de sus inversiones.

Varios de los criterios de exclusión son similares a los comentados en el apartado anterior. Sin entrar en una pormenorización, es oportuno mencionar los dilemas que pueden suscitar algunos de estos criterios.

Un tópico favorito es el rechazo de las empresas que realizan pruebas de sus productos con animales (productos tales como cosméticos o especialidades medicinales). El dilema ético aparece en la propia situación: ¿deberían probarse los productos directamente con humanos? ¿deberían usarse sin realizar pruebas? ¿o lo correcto es no realizar esas investigaciones, y prescindir de productos de ese tipo?

<sup>53</sup> Hagai Amit, *Kosher funds pick sinful companies, investor claims*, Haaretz.com, Sep. 20, 2007.

<sup>54</sup> Joakim Sandberg, Carmen Juravle, Ted Martin Hedesström y Ian Hamilton, *The heterogeneity of socially responsible investment*, *Journal of Business Ethics*, 2009.

Cuadro 8 Preselección según criterios sociales

Criterios de preselección negativa SRI	
Preselección con criterios ambientales, sociales y gobernanza	tabaco, alcohol, juegos de apuestas, pornografía y material para adultos, armas, energía nuclear
	explotación de animales, pruebas con animales, no respeto de derechos humanos, malas condiciones laborales
	prácticas ambientales cuestionables, impactos ambientales negativos, deforestación, contaminación
	ingeniería genética para uso agropecuario, agricultura y ganadería intensivas (uso de antibióticos, hormonas, pesticidas)

Otro tema muy difundido es el relacionado con las condiciones laborales. Por ejemplo, los títulos de Wal Mart son excluidos de algunas carteras de inversión porque vende productos manufacturados en zonas donde no se respetan algunas normativas laborales. ¿Esto significa que no deberían emplearse a los trabajadores de esos países o zonas, sino producir en otros lugares, donde las prácticas laborales sean las deseables? ¿Esos trabajadores estarán mejor o peor al proceder así?

La exclusión de las actividades relacionadas con las especies genéticamente modificadas para las actividades agrícolas implica que, con esa perspectiva, sería deseable la desaparición de sectores enteros de muchas economías, y que se considera que es socialmente mejor que disminuya la producción de alimentos. Hay que recordar que las empresas que están en esa actividad usan este argumento para contrarrestar las críticas a las posibles consecuencias negativas de sus productos. Monsanto, por ejemplo, dice que gracias a esos desarrollos se ha producido una revolución agrícola que cambió el panorama de la alimentación mundial (en comparación, digamos, con las negativas perspectivas de largo plazo que se difundieron en los años 1970, de las cuales el ejemplo más nítido es el informe *Los límites del crecimiento*, del Club de Roma).

Es claro que estos criterios no se aplican conjuntamente, sino que cada fondo o inversor se orienta según sus preferencias o preocupaciones: si se usaran todos los filtros simultáneamente serían muy pocos los objetos admisibles para inversión. También hay que tener en cuenta que en muchos casos se aplican criterios positivos de preselección, y se incluyen en las carteras de inversión aquellos títulos de empresas cuyas actividades se quiere reconocer o apoyar.<sup>55</sup>

Con respecto a la forma en que se aplican los criterios sociales de exclusión, Marc Lane señala:<sup>56</sup> “No obstante sus nobles intenciones, demasiados administradores de fondos de inversión socialmente responsable recurren a fórmulas básicas. Rechazan rápidamente algunas acciones pecaminosas (*sin stocks*) notorias, buscan algunas acciones de empresas con *buena gobernanza* y, para tener una buena calificación, agregan en la mezcla las acciones de unas pocas empresas virtuosas que han aparecido en la lista de *mejores empleadores* o de *más amigables con las minorías*.”

<sup>55</sup> Puede verse un detalle de los criterios negativos y positivos de preselección en:

Investment Management Association, *A Guide to Ethical and Socially Responsible Investment Funds*, 2006.

Paul Hawken, *Socially Responsible Investing: How the SRI industry has failed to respond to people who want to invest with conscience and what can be done to change it*, Natural Capital Institute, 2004.

<sup>56</sup> Marc J. Lane, *Profitable Socially Responsible Investing? An Institutional Investor's Guide*, 2005.

Entonces, “pese a los nombres y los atractivos materiales de marketing, y a las exclusiones que cada uno aplica, la mayoría de los administradores de fondos socialmente responsables pueden comprar títulos de prácticamente todas las empresas que cotizan.” Las exclusiones específicas pueden aplicarse, pero se reconoce que “una vez que uno se introduce en los criterios cualitativos, la mayoría de las compañías están en una zona gris”.

Este fue un resultado del estudio de Paul Hawken, informe que generó bastante agitación, y que hasta tuvo una respuesta institucional del Social Investment Forum. Hawken es un investigador y activista en temas ambientales, que fundó el instituto Capital Natural. Mediante el examen de 602 fondos a nivel internacional, determinó que los criterios de preselección permitían invertir en casi todas las empresas: más de 90% de las 500 compañías de Fortune estaban incluidas en carteras SRI.<sup>57</sup>

Schepers y Sethi<sup>58</sup> comentan que en general los criterios para definir las exclusiones están afectados tanto por la racionalidad de la exclusión en sí misma como por la aplicación indiscriminada y desigual. Por un lado, la racionalidad parece ser demasiado simplista, y se concentra en resultados observables más que en impactos. Se consideran productos más que prácticas de negocios,<sup>59</sup> y no suelen tenerse en cuenta las consecuencias de toda la cadena de aprovisionamiento y distribución. Además, las exclusiones se aplican a la empresa que produce los bienes considerados dañinos, pero no siempre se extiende a los proveedores y los distribuidores, y nunca a los que financian a esa empresa.

También se suelen considerar umbrales para la exclusión. Por ejemplo, que los productos considerados socialmente dañinos o de temas no aceptables sean menos de 15% de las ventas. Esto es bastante arbitrario, y además discrimina contra las pequeñas empresas, que se ocupan sólo de ese producto, frente a las más grandes, que tienen varias líneas de productos.

“La estrategia de evitar la inversión en algunas empresas o sectores puede decirse que representa un intento de limpiar una cartera evitando a aquellas empresas con características indeseables, y es posiblemente la que el público en general con más frecuencia asocia con la inversión ética.”<sup>60</sup>

*Indices sociales y de sostenibilidad.* El primer índice de acciones compilado con criterios sociales es Domini 400, que se inicia en 1990. En el año 2000 comienza a difundirse Calvert Social Index, de compañías de los Estados Unidos. Dow Jones lanza en 1999 su índice con criterios de sostenibilidad de alcance global (DJSI), y en 2001 inicia el STOXX Sustainability Index, para Europa.

Financial Times inicia el índice social FTSE4Good en el año 2003. Un año después, en 2004, comienza a publicarse el índice de la Bolsa de Johannesburgo, JSE SRI Index; y en 2005 el de Bovespa, ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial). Ethibel inicia el índice de sostenibilidad en 2007. Standard and Poors inicia el índice ESG de India en 2008 y de China en 2010.

---

<sup>57</sup> Paul Hawken, *Socially Responsible Investing: How the SRI industry has failed to respond to people who want to invest with conscience and what can be done to change it*, Natural Capital Institute, 2004.

<sup>58</sup> Donald H. Schepers y S. Prakash Sethi, Do socially responsible funds actually deliver what they promise? Bridging the gap between the promise and performance of socially responsible funds, *Business and Society Review*, 2003

<sup>59</sup> Esta situación es analizada en detalle con sentido crítico en el estudio Simone de Colle y Jeffrey G. York, Why wine is not glue? The unresolved problem of negative screening in socially responsible investing, *Journal of Business Ethics*, 2008.

<sup>60</sup> Joakim Sandberg y Jonas Nilsson, *Conflicting intuitions about ethical investment: A survey among individual investors*, PRI-Mistra Academic Conference, 2011.



## 5.2 Exclusiones basadas en normas

“La preselección basada en normas es una estrategia comparativamente reciente, originada en los países nórdicos, cuya adopción por los administradores de fondos ha sido explosiva. La razón parece ser el deseo de muchos administradores de fondos de evitar las empresas que infringen uno o más de los conjuntos de normas reconocidas internacionalmente que se refieren a las prácticas ESG.”<sup>61</sup>

La magnitud relativamente grande de la inversión que se orienta según esta estrategia se debe a que inversores institucionales, como los fondos de pensión (públicos y privados), la han comenzado a emplear como una forma de manifestar su compromiso con la inversión responsable.<sup>62</sup>

Puede pensarse que esta estrategia es un producto de la extensión internacional de las empresas, y de la transformación del sector de inversores institucionales. La idea subyacente es que las empresas, aunque no enfrenten los mismos requerimientos regulatorios en temas ambientales, sociales y de gobernanza en los distintos países en que operan, para ser consideradas con criterios de inversión responsable deben cumplir algunas normas internacionales fundamentales.

Una preselección de este tipo es un modo relativamente imparcial de identificar empresas cuyas prácticas no corresponden a las de un buen comportamiento de negocios. Una vez que una empresa se ha identificado como incumplidora, esa información puede usarse para abogar por un cambio con los directivos de la firma, o bien para evitar la inversión en sus títulos. Esto depende de las preferencias del administrador de fondos y el grado de libertad que tiene para mantener en la cartera las inversiones que no cumplen algunos estándares.

Esta estrategia de preselección implica la evaluación de una empresa, país o proyecto, en relación con algunos estándares mínimos de conducta de negocios. Una vez que se identifica a las empresas que potencialmente violan estas normas o estándares, el administrador de un fondo puede decidir la desinversión, o no invertir en esos títulos, si bien de modo creciente se toma contacto con la empresa antes de considerar la desinversión.

En el cuadro 9 se detallan los principales elementos que se tienen en cuenta para realizar esta forma de preselección.

Como el proceso mismo de evaluación es complejo, ya que se refiere a estándares bastante generales de prácticas empresariales, puede haber diferencias significativas entre los fondos. En el informe de Eurosif también se señala que “hay diferentes metodologías para determinar lo que constituye un incumplimiento de la norma, y los administradores de fondos y las entidades que realizan el análisis no son transparentes sobre su metodología”.

En este sentido, un estudio realizado por Novethic, una entidad francesa dedicada a la investigación de la inversión responsable, acota que los inversores, con el mismo marco de normas para las exclusiones, no necesariamente excluyen a las mismas empresas.<sup>63</sup>

---

<sup>61</sup> Eurosif, *European SRI Study*, 2012.

<sup>62</sup> Puede verse

Paul Cox y Marguerite Schneider, Is corporate social performance a criterion in the overseas investment strategy of U.S. pension plans? An empirical examination, *Business & Society*, 2010.

Riikka Sievänen, Hannu Rita y Bert Scholtens, The drivers of responsible investment: The case of European pension funds, *Journal of Business Ethics*, 2013.

Hugues Létourneau, *The responsible investment practices of the World's largest government sponsored investment funds*, Tesis de maestría Carleton University, 2013.

<sup>63</sup> Dominique Blanc y Aela Cozic, *Norm-based Exclusions: How responsible investors handle controversial companies*, Novethic, 2012.

**Cuadro 9 Preselección social basada en normas**

<b>Criterios de preselección negativa SRI</b>	
<b>Preselección basada en normas</b>	<p>El Pacto Global (UN Global Compact) se usa como marco general de interpretación de normas internacionales más específicas:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) Convenciones de la Organización Internacional del Trabajo: libertad de asociación, no discriminación, y la prohibición del trabajo infantil y del trabajo forzado</li> <li>2) Guías de conducta de la OECD para empresas multinacionales (1976): derechos humanos, relaciones laborales, ambiente, competencia, corrupción, y protección de consumidores</li> <li>3) Convenciones anti-corrupción (OECD 1999 y Naciones Unidas 2005)</li> <li>4) Declaración Universal de Derechos Humanos (1948)<sup>64</sup></li> <li>5) La Declaración de Rio (1992) referida a la preservación del ambiente. Y la Convención sobre bio-diversidad (1993), que es un tema de sostenibilidad</li> </ol>

Los criterios que aplican los administradores de fondos no son coincidentes. En general, la mayor coincidencia se observa en el sector armas (y especialmente minas antipersonales y bombas de racimo) y en minería (tanto por temas de derechos humanos como ambientales).

A su vez, el estudio de Novethic señala: “La exclusión de países por el incumplimiento de normas está menos extendida que la exclusión de empresas, y de ningún modo es un tema sencillo, debido a la dimensión política que implica.”

Por ejemplo, el fondo de pensiones holandés ABP publicó en 2012 una lista de países excluidos. En ella figuran los que están sujetos a embargo de venta de armas por las Naciones Unidas (República Democrática de Congo, Corea del Norte, Costa de Marfil, Eritrea, Irak, Irán, Liberia, Libia, Somalia y Sudán). Como estos países prácticamente no tienen colocaciones internacionales de bonos, la exclusión no tiene impacto en el proceso de administración del fondo; es más, tal vez se ha definido esa exclusión principalmente para proteger la reputación de la entidad.

Por su parte, ERAPF (el fondo público de pensiones complementarias de Francia) ha definido una política de exclusión de los bonos de países donde se aplica la pena de muerte, existen niños-soldados, o se practica la tortura. Con este criterio, por ejemplo, los bonos emitidos por los Estados Unidos y Japón, países que mantienen la aplicación de la pena de muerte, quedarían excluidos. Esto sería relevante si no fuera que esos bonos no son parte del universo de inversión de ERAPF, que sólo invierte en bonos denominados en euros.

Es importante mencionar que estas exclusiones se han definido para los bonos de países. La exclusión no se aplica a los títulos emitidos por las empresas (por ejemplo, europeas) que operan en países que no cumplen los requisitos enunciados. Uno puede preguntarse si esto es consistente con los principios que, se dice, rigen las exclusiones, o si la declaración puede considerarse sólo un maquillaje de inversión responsable.

<sup>64</sup> Si bien la Declaración se relaciona principalmente con países, también se usa para evaluar la conducta de las empresas (en el respeto de las libertades fundamentales de las personas en el área de influencia).

### 5.3 Resumen: Inversión ética con criterios religiosos y laicos

“Las inconsistencias entre las pautas de preselección en los fondos que se orientan por principios religiosos y los fondos con criterios sociales laicos pueden ser varias. Por ejemplo, los fondos católicos que excluyen las empresas farmacéuticas que ofrecen productos para contracepción se comportan de modo opuesto a los fondos socialmente responsables que promueven las prácticas anti SIDA. Ocurre lo mismo en el caso de la exclusión de empresas que extienden los beneficios sociales a las parejas no matrimoniales de sus empleados. El criterio de inversión socialmente responsable es el opuesto, cuando se promueve la inversión en empresas que no tienen prácticas discriminatorias.”<sup>65</sup>

O, en otro aspecto, si se toman de modo razonablemente estricto los criterios de preselección basados en el respeto a los derechos humanos, se concluye que deben excluirse las empresas que están en países que (como Arabia Saudita) se considera que no respetan algunos de los estándares internacionales en esa materia. Sin embargo, con la perspectiva de la inversión islámica, estas empresas se considera que son las que mejor encuadran en los principios de la *sharía*.

En un estudio de la inversión moralmente y socialmente responsable, Ghoul y Karam resumen en forma comparativa algunos de los criterios que identifican con cada tipo de inversión.<sup>66</sup> Recordemos que no existen criterios únicos dentro de esos ámbitos, ya que las pautas de las entidades que administran las inversiones son diferentes; por tanto, los criterios que enumeran Ghoul y Karam no son todos los que se consideran, según se ha comentado en los apartados anteriores. Sin embargo, la comparación que ellos realizan se reproduce en el cuadro 10 como una forma de apreciar sintéticamente las semejanzas y las diferencias de esos enfoques.

## 6. De pecados y dispensas

Con los criterios de la inversión responsable que se han comentado, ¿se excluye realmente todo aquello que se considera indeseable o incorrecto (o pecaminoso)?

Este es un asunto que tiene varias facetas. Primero, es frecuente que se enfatice que la inversión socialmente responsable no implica “que algunas empresas son bendecidas como socialmente responsables al ser incluidas en un fondo de ese tipo y que otras se consideran socialmente irresponsables al ser excluidas”. “En vez de eso, SRI es un conjunto de estrategias que emplean los inversores para enfocar su poder como accionistas en mejorar el desempeño social de las empresas (*corporate citizenship*) y así mejorar la calidad de vida para todos”.<sup>67</sup>

Pero, y ésta es una segunda faceta, la inversión ética se planteó justamente para no participar en actividades que se consideran reprochables. Esto puede verse como la decisión de no obtener beneficios de actividades calificadas como socialmente dañinas, y también como un

<sup>65</sup> Gianfranco Forte y Federica Miglietta, A comparison of socially responsible and Islamic equity investments, *Journal of Money, Investment and Banking*, 2011.

<sup>66</sup> Wafica Ghoul y Paul Karam, MRI and SRI Mutual Funds: A comparison of Christian, Islamic (morally responsible investing), and socially responsible investing (SRI) mutual funds, *Journal of Investing*, 2007.

<sup>67</sup> Social Investment Forum, *Talking points: Paul Hawken article on Socially Responsible Investing*, 2004.

Este documento contiene comentarios al estudio de Paul Hawken que se mencionó antes, y se realizó a modo de respuesta a las conclusiones negativas del mismo. La entidad hizo estas puntualizaciones para sus miembros, para reforzar sus posiciones.

**Cuadro 10 Una comparación de las pautas de preselección**  
(Ghoul y Karam, 2007)

Producto o servicio de la empresa	Fondos de inversión		
	islámicos	cristianos	sociales (SRI)
Transacciones con interés y créditos	Restringida	NS	NS
Productos de cerdo y otros no halal	×	NS	NS
Alcohol	×	×	×
Juegos de apuestas	×	×	×
Tabaco	×	×	×
Entretenimientos que afectan la familia	×	×	×
Música	×	NS	NS
Armas de defensa	×	×	×
Energía nuclear	NS	×	×
Aborto	NS	×	×
Estilos de vida alternativos	NS	×	Positivo
Relaciones laborales	NS	NS	Positivo
Gobernanza empresarial	NS	NS	Positivo
Derechos humanos	NS	NS	Positivo
Prácticas de empleo no discriminatorias	NS	NS	Positivo
Inversiones en la comunidad	NS	NS	Positivo

× significa que no se invierte en estas empresas

NS significa que no se selecciona según este criterio

Positivo significa que se considera una característica deseable

modo de presionar sobre quienes las realizan, al no darles apoyo financiero a menos que resuelvan esos temas.

Uno puede tener dudas de cuán efectiva será esta acción, en especial si se tiene en cuenta que las exclusiones en muchos casos no se refieren a aspectos modificables en la empresa, sino al negocio central.<sup>68</sup>

De todos modos, resulta difícil pensar que cuando se excluye a una empresa o a un sector no se está diciendo que se considera que su actividad no es socialmente aceptable, al menos con la perspectiva del inversor que realiza la exclusión. La exclusión para la inversión responsable parece tener implícita la creencia de que hay empresas a las que no se les puede atribuir ninguna virtud.

Hemos visto que los conjuntos de exclusiones que se aplican con los diferentes criterios de inversión responsable son, en principio, bastante abarcadores. Pensemos, por ejemplo, en todas las ramificaciones que pueden tener las actividades o las transacciones que se enfocan para la exclusión.<sup>69</sup>

<sup>68</sup> Algunos de estos aspectos son analizados en Michael S. Knoll, Ethical screening in modern financial markets: The conflicting claims underlying socially responsible investment, *The Business Lawyer*, 2002.

<sup>69</sup> En su ensayo acerca de la consideración de los efectos perversos en sociología, Javier Cristiano señala: "Las consecuencias de las acciones humanas (incluidos sus efectos perversos) son potencial-

Una tercera faceta, entonces, muestra que, si se siguen de modo estricto los criterios de exclusión, se reduce mucho el conjunto de inversiones admisibles; casi podría pensarse que, prácticamente, no se podría invertir en títulos. Como se reconoce en un documento de Social Investment Forum, “no hay compañías que no tengan problemas” (refiriéndose con eso a aquellos aspectos que preocupan en la perspectiva de la inversión responsable).

Para evitar esta limitación se introducen las dispensas comentadas en los puntos 4 y 5. Estas consisten en una aplicación más laxa de los principios que, genéricamente, se postulan para guiar la selección de inversiones.

Esto tiene la ventaja de que se puede decir que se aplican determinados principios aunque en los hechos no se lo haga, o se lo haga parcialmente. Práctica que puede justificarse diciendo que la inversión responsable busca principalmente la modificación de conductas, y que para eso se realizan declaraciones en las asambleas anuales de las empresas y se interactúa con las empresas para que apliquen ciertas pautas o principios. Por eso, cada vez más se emplea la estrategia de compromiso del accionista (*engagement*) de modo combinado o sustitutivo de la estrategia de exclusión.

En estos asuntos se puede recordar lo que decía Santo Tomás de Aquino, al referirse al pecado de usura (que durante mucho tiempo fue la denominación genérica de los contratos de préstamo de dinero con pacto de intereses, aunque éstos no fueran excesivos). En un apartado pone de manifiesto dos características: 1) el hecho de que no se penalice un pecado no implica que deje de serlo, y 2) el pecado no se penaliza en la sociedad porque su comisión puede tener consecuencias positivas.

Con perspicacia dice Aquino: “Las leyes humanas dejan impunes algunos pecados debido a la condición imperfecta de los hombres, pues se privaría a la sociedad humana de muchos beneficios si se reprimieran con rigor todos los pecados aplicando penas a cada uno de ellos. Por eso, la ley humana toleró los préstamos con interés, no porque considerara que fueran acordes con la justicia, sino para no impedir las actividades útiles de muchas personas.”<sup>70</sup>

Por todo esto, puede considerarse que es algo casi constitutivo de la inversión responsable el no respetar completamente los criterios con los que, en cada caso, se afirma que son orientadas las inversiones. La dispensa de algunos de los actos que se consideran pecados es un componente esencial del proceso de inversión responsable.<sup>71</sup>

---

mente infinitas en tiempo y espacio. Por lo tanto, el interés por unos resultados particulares es una decisión del analista, consistente en fijar la atención en un punto específico del tiempo.”

Javier L. Cristiano, *Males involuntarios: Para una reapropiación del concepto de efectos perversos*, *Papers* 65, 2001.

<sup>70</sup> Santo Tomás de Aquino, *Suma de teología, Parte II-II (Secunda Secundae)*, cuestión 78, art 1.

<sup>71</sup> Hay actividades que se consideran reprobables, aunque sean permitidas legalmente. Esto se relaciona con la aceptación social, que varía en el tiempo. Un estudio reciente considera los cambios en la aceptación social de tres productos que típicamente son rechazados con la perspectiva de la inversión responsable (tabaco, alcohol y juegos de azar). El análisis empírico permite concluir que “cuando las normas sociales interactúan con consideraciones financieras, los participantes de mercado sacrificarán su adherencia a las normas sociales para obtener las recompensas financieras”.

Yanju Liu, Hai Lu y Kevin Veenstra, *Is sin always a sin? The interaction effect of social norms and financial incentives on market participants' behavior*, *Accounting, Organizations and Society*, 2014.

## 7. De nombres y alcance: ¿*Mainstrimización* de la inversión responsable?

“Durante los años 2000, la inversión socialmente responsable ha llegado a la mayoría de edad. En los mercados financieros de estos días todos saben a qué se refiere la sigla SRI (pese a algunos desacuerdos acerca del exacto significado de la S). Casi todos los principales bancos de inversión proponen administrar (algunos) fondos según guías extra financieras (de estilo propio); cada suministrador de información financiera computa los (así denominados) índices SRI; todas las grandes empresas publican, junto con sus estados contables, indicadores (hechos por ellas) referidos a temas ambientales, sociales y de la comunidad.”<sup>72</sup>

En el proceso de expansión de la inversión responsable se han producido cambios de denominaciones, se ha desarrollado una mayor diversidad de estrategias de inversión, y ha existido una gran ampliación de la variedad de actores. Durante los años 2000, se dice que la inversión responsable se ha introducido paulatinamente en la corriente principal (*mainstream*) de la administración de fondos en inversiones financieras. A continuación se comentan algunas conclusiones acerca del enfoque de la inversión responsable que están relacionadas con estos aspectos.

### 7.1 Los cambios de nombre

De ‘ética’ a ‘socialmente responsable’. Podría decirse que la primera víctima de la expansión fue la denominación *inversión ética*. Si bien el campo se ha caracterizado por una gran diversidad de nombres, la expresión *inversión socialmente responsable* prácticamente sustituyó a *inversión ética* como denominación general.

En parte, esto puede atribuirse a los equívocos que produce la expresión *inversión ética*. Si bien se mantiene la perspectiva de que es una inversión *basada en valores* (*values-based*), para distinguirla de una inversión orientada sólo por criterios financieros, el calificativo ético fue bastante criticado.<sup>73</sup>

Hoggett y Nahan puntualizaban:<sup>74</sup> En sí, una inversión ética es “un vehículo para un conjunto más o menos restringido de preferencias personales”, y “puede describirse mejor como inversión basada en preferencias o elecciones personales”. “Esto podría ser una expresión menos equívoca, y evitaría la implicación de que otras inversiones no son éticas simplemente porque no se describen a sí mismas como éticas.” “Como un conjunto, los fondos éticos reflejan las creencias, diversas y con frecuencia opuestas, que hay en nuestra sociedad, que tiene un amplio margen de tolerancia para las diferencias de opinión y conducta.” Y justamente “la diversa composición de los fondos éticos muestra la dificultad de ajustar el espectro ético personal a específicas decisiones de cartera”.

<sup>72</sup> Gunther Capelle-Blancard y Stéphanie Monjon, Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost, *Business Ethics: A European Review*, 2012.

<sup>73</sup> Samuel Gregg, del Acton Institute, señala: “Invertir en los denominados fondos socialmente responsables no es garantía de que la inversión sea moral. Muchos de tales fondos promueven una comprensión un tanto cruda, a veces inadecuada, y con frecuencia errónea, de la moralidad. Naturalmente, si las personas quieren mantener alguna causa particular alentándonos a invertir de determinado modo, no hay nada que les impida hacerlo. Pero uno puede rechazar el uso de la palabra *ética* para describir esas inversiones.” Samuel Gregg, *The difference between socially and morally responsible investing*, 2009, en sitio web Catholic.net, basado en SpireStocks.com.

<sup>74</sup> Jim Hoggett y Mike Nahan, Ethical investment: Deconstructing the myth, *IPA Review*, 2002.

Dembinski *et al* analizan cuatro tipos de preocupaciones éticas.<sup>75</sup> Señalan que “la noción de inversión responsable se refiere a un sujeto que considera que el acto de inversión no es neutral desde un punto de vista ético, y por eso busca sujetarlo a criterios de esa naturaleza. Sin embargo, estos criterios no necesariamente son los mismos para todos los sujetos, ni, aunque converjan, se expresan de la misma forma.”

A partir de esta noción, consideran que ética se puede referir a una ética basada en convicción, una ética orientada a la fructificación, una ética basada en consecuencias, y una ética como criterio de selección financiera.

Las tres primeras se relacionan con formas de responsabilidad (en el sentido del sujeto que decide). La ética basada en convicción implica el rechazo de apoyar o contribuir a actividades o prácticas que el inversor desaprueba. La ética orientada a la fructificación implica un compromiso temporal, el lapso que el inversor considera razonable para la concreción de la ganancia (“el inversor asume el riesgo vinculado con sus decisiones y voluntariamente no considera la idea de aprovechar las oportunidades de salida que el mercado puede ofrecerle”).

El inversor responsable en términos de una ética basada en consecuencias tiene como finalidad que las empresas y los intermediarios adopten prácticas y actividades que se correspondan con sus requerimientos éticos: “el inversor responsable no intenta crear un valor económico para sí mismo, ni mejorar el desempeño financiero de la empresa, sino disponer las cosas de modo que la empresa mejore su comportamiento, y así produzca un valor agregado para la sociedad, contribuyendo al bien común”.

El cuarto tipo no se relaciona con la motivación de los actos del individuo, sino con el desempeño económico de la inversión. En este caso, el inversor “no atribuye un significado ético a la inversión en sí misma, pero supone que, en el mediano y largo plazo, las empresas que respetan determinados valores éticos tienen mayor probabilidad de un mejor desempeño económico que las menos estrictas en esos aspectos”. Así, la ética en el comportamiento de la empresa se considera un indicador anticipado de desempeño, que reduce el riesgo de la inversión.

Y Dembinski *et al* señalan: “Desde el punto de vista del marketing y la oferta de productos financieros *éticos* o *responsables*, cada tipo de preocupación ética corresponde a un segmento de mercado o clientela a la que serán ofrecidos productos con características específicas.”

*De ‘socialmente responsable’ a ‘sostenible y responsable’.* La calificación de *social* en vez de *ético* puede verse como un primer cambio que reforzaba el matiz más laico, en comparación con la inversión basada en principios religiosos.

El segundo cambio fue de esa calificación de inversión *social*. A mediados de los años 2000 se produce un nuevo giro idiomático, que se refleja en la denominación de la iniciativa de las Naciones Unidas, *Principios de inversión responsable*.

Esto se relaciona con el énfasis en la *sostenibilidad* como criterio general. “La rápida expansión de la inversión responsable ha ocurrido en paralelo con un cambio en el lenguaje en ese ámbito. Todas las organizaciones internacionales relacionadas con el tema (incluyendo a UNPRI, el UNEP-FI, Eurosif y muchos grandes fondos de pensión) encuadran el análisis de los riesgos y las oportunidades ambientales y sociales como parte de los deberes de la administración de fondos, y las consideran esenciales para la sostenibilidad.”<sup>76</sup>

Afortunadamente, la S puede representar *social*, y también *sostenible*, de modo que las siglas se mantuvieron. La entidad estadounidense que funciona desde 1980 con la denomina-

<sup>75</sup> Paul H. Dembinski, Jean-Michel Bonvin, Edouard Dommen y Francois-Marie Monnet, The ethical foundations of responsible investment, *Journal of Business Ethics*, 2003.

<sup>76</sup> Afshin Mehrpouya, *From God to markets: An analysis of the meaning work of boundary actors during the “mainstreaming” of socially responsible investment*, HEC Working paper, 2013.

ción Social Investment Forum, desde 2011 se presenta como US SIF The Forum for Sustainable and Responsible Investment. Y la entidad europea, que nace en 2001 como Eurosif (European Social Investment Forum), en 2003 ya se presenta como Eurosif European Sustainable and Responsible Investment Forum.

En este sentido, Peter Kinder comenta que el cambio de enfoque implica que la inversión responsable pasa de ser una *inversión basada en valores* a una *inversión orientada al valor* (en sentido financiero); es decir, la ética del cuarto tipo mencionado.

Durante bastante tiempo se consideró que la inversión responsable era algo reservado a inversores basados en valores (*values-based investors*); abarcaba a relativamente pocos individuos, que se enfocaban como en una misión. En la actualidad se consideran los factores sociales y ambientales como aspectos que afectan el desempeño financiero de una inversión, y esto ha ampliado el ámbito a los inversores que buscan un aumento de valor (o rendimiento) por este medio (*value-seeking investors*).<sup>77</sup>

Como señaló Peter Woicke, en ese momento Vicepresidente Ejecutivo de la Corporación Financiera Internacional, “la sostenibilidad es una iniciativa pragmática no una mera propuesta ideológica”.<sup>78</sup>

## 7.2 Fases de la inversión responsable y argumentos

Louche y Lydenberg resumen el desarrollo de la inversión responsable en cinco etapas (ver cuadro 11): desde los inicios como inversión guiada por principios religiosos, a la situación actual de difusión y aceptación de los temas sociales y ambientales como criterios para evaluar el desempeño de las empresas y decidir la inversión financiera.<sup>79</sup>

Durante el extenso lapso inicial, hasta los años 1980, los fondos administrados con criterios explícitos de responsabilidad eran relativamente pocos. El primer estudio de la magnitud de la inversión socialmente responsable en los Estados Unidos se realizó en 1984, y encontró que el total de los activos administrados con esas pautas eran 40.000 millones de dólares.<sup>80</sup> En las dos décadas siguientes, como se detalló en el punto 2, los fondos administrados con alguno de los criterios mencionados pasaron la barrera de los dos billones de dólares, en Estados Unidos. Y cinco años después, en 2011, la cifra global supera los 13 billones de dólares.

Considerando los argumentos que subyacen en esta evolución, se puede pensar que ha emergido como dominante una lógica financiera, que convive con el enfoque original de una lógica de valores sociales. Afshin Mehrpouya explica que cada una de estas lógicas ha tenido dos manifestaciones estructurales, tal como se muestra en el cuadro 12.

La lógica de valores sociales puede apuntar a respetar los valores religiosos o laicos, o bien a producir cambios en la sociedad.

Por su parte, la lógica financiera pone énfasis en la motivación de ganancia. Durante un tiempo, se difundió un argumento que decía que la inversión responsable era susceptible de tener un mejor desempeño que la inversión que no tenía en cuenta los temas sociales y ambientales.

---

<sup>77</sup> Peter Kinder, *Socially responsible investing: An evolving concept in a changing world*, KLD Research & Analytics, 2005.

<sup>78</sup> *Crear valor: Argumentos empresariales a favor de la sostenibilidad de los mercados emergentes*, SustainAbility, Corporación Financiera Internacional, Ethos, 2002.

<sup>79</sup> Céline Louche y Steve Lydenberg, *Responsible investment*. En John R. Boatright (Ed.), *Finance Ethics: Critical issues in financial theory and practice*, 2010.

<sup>80</sup> Social Investment Forum, *Report on Responsible Investing Trends in the United States*, 1998.



**Cuadro 11 Las cinco fases de la inversión responsable**

<b>Fase inicial</b>	Desde el siglo XVIII hasta los años 1970	Los principales actores son instituciones religiosas.
<b>Fase de desarrollo</b>	Desde los años 1970 hasta fines de los 1980	La inversión responsable comienza a tener el sentido actual del término. Comienza a reconocerse como una actividad que promueve el reconocimiento de la responsabilidad social de las empresas. <sup>81</sup>
<b>Fase de transición</b>	Durante los años 1990	La inversión responsable adopta gradualmente un enfoque menos confrontacional (en comparación con el activismo antibélico o ambientalista de la fase anterior). Aparecen las agencias de calificación social y los índices de títulos que consideran temas sociales y ambientales.
<b>Fase de expansión</b>	Durante los años 2000	Este período se caracteriza por un cambio de enfoque, hacia la profesionalización y el crecimiento. La inversión responsable comienza a ser aceptada en la comunidad de inversión profesional, y se considera una actividad comercialmente viable. <sup>82</sup>
<b>Fase de <i>main-streaming</i></b>	A partir de 2010	La inversión responsable es cada vez más aceptada por los inversores institucionales. Esto implica cambios en el enfoque del análisis y en el alcance de las estrategias que se aplican.

Fuente: Adaptado de Céline Louche y Steve Lydenberg, *Responsible investment*. En John R. Boatright (Ed.), *Finance Ethics: Critical issues in financial theory and practice*, 2010

En un primer encuadre conceptual, se dijo que, teóricamente, una cartera de inversión que restringiera el tipo de títulos era peor que una que no considerara restricciones (por el asunto de la diversificación). Frente a esto, en los años 1990 comenzó a plantearse que la evidencia mostraba que una cartera restringida según criterios sociales y ambientales tenía un rendimiento mayor que las carteras no restringidas. Esto puede verse como un modo de lograr que los inversores simultáneamente pensarán que estaban actuando de modo socialmente responsable y que, al mismo tiempo, obtenían un beneficio mayor que si no lo hicieran (algo así como plantear una “ética del deber conveniente”).<sup>83</sup>

<sup>81</sup> Sparkes señala: “Es importante distinguir entre la actividad y la conciencia pública. La actividad consiste en intentar el uso de principios éticos para decidir las inversiones financieras. Hasta los años 1970 no existía una expresión genérica para describir esa actividad. La conciencia pública es el fenómeno de la auto-conciencia de la inversión socialmente responsable, o inversión ética.” Russell Sparkes, *Ethical investment: Whose ethics, which investment?*, *Business Ethics: A European Review*, 2001

<sup>82</sup> Este aspecto es analizado en Céline Louche, *Ethical investment: Processes and mechanisms of institutionalisation in the Netherlands, 1990–2002*, Tesis doctoral Erasmus University Rotterdam, 2004.

<sup>83</sup> “El argumento de venta del lobby ético es que los inversores pueden *invertir bien haciendo el bien* (*do well by doing good*), y así alcanzar objetivos no financieros sin un costo financiero.” (En esta expresión, *invertir bien* (*do well*), tiene el sentido de obtener la mejor rentabilidad.) “Y algunos aún proclaman que tienen el secreto para superar en rendimiento al mercado siendo limpios, verdes y cuidando los derechos de los trabajadores.” Jim Hoggett y Mike Nahan, *Ethical investment: Deconstructing the myth*, *IPA Review*, 2002.

Cuadro 12 Argumentos de la inversión responsable

Lógica de valores sociales		Lógica financiera	
<i>Marco: Respetar valores</i>	<i>Marco: Cambiar la sociedad</i>	<i>Marco: Mejor rendimiento</i>	<i>Marco: Integración</i>
Los inversores buscan respetar sus valores sociales en sus prácticas de inversión	Los inversores usan sus inversiones para cambiar la sociedad El cambio societal está en la agenda del inversor	Los inversores realizan inversión responsable buscando rendimientos mayores que los de la inversión convencional	Los inversores consideran los riesgos y las oportunidades ambientales y sociales como una parte de las prácticas habituales de inversión
Es dominante hasta los años 1960, y se mantiene en los fondos religiosos y algunos fondos de pensiones europeos	Emerge en los años 1960 y se mantiene en muchos fondos de inversión	Emerge en los años 1990 en los Estados Unidos, y desaparece a mediados de los años 2000	Emerge a mediados de los años 2000, y se difunde entre los administradores de fondos

Fuente: Adaptado de Afshin Mehrpouya, *From God to markets: An analysis of the meaning work of boundary actors during the "mainstreaming" of socially responsible investment*, HEC Working paper, 2013

Este argumento no sobrevivió a los estudios empíricos del rendimiento (ajustado por riesgo) de los fondos de inversión: estos consistentemente muestran que los desempeños de fondos éticos y fondos convencionales son similares.<sup>84</sup>

El argumento financiero actual puede considerarse el resultado de una estandarización. Los aspectos sociales y ambientales tienen consecuencias en el desempeño económico de las empresas, consecuencias que deben tenerse en cuenta en una administración de fondos cuidada y profesional. Al difundirse las calificaciones sociales y ambientales, y el uso de índices que incluyen ese desempeño como guía para los inversores institucionales, el hecho de que una empresa esté o no en esas medidas puede afectar el rendimiento de mercado de sus títulos.<sup>85</sup>

<sup>84</sup> Pueden verse algunas comparaciones de los estudios realizados:

Steven A. Falci, Paul Clements-Hunt y Xavier Desmadril, *Demystifying Responsible Investment Performance: A review of key academic and broker research on ESG factors*, UNEP-FI y Mercer, 2007.

AP7, *The Performance of Socially Responsible Investment: A review of scholarly studies published 2008-2010*, 2011.

RBC Global Asset Management, *Does Socially Responsible Investing Hurt Investment Returns?*, 2012.

Sebastian Rathner, *The performance of SRI funds: A meta-analysis*, Working paper University of Salzburg, 2012.

Gunther Capelle-Blancard y Stéphanie Monjon, *The performance of socially responsible funds: Does the screening process matter?*, CEPII Centre d'Études prospectives et d'Informations Internationales Document de travail, 2011.

<sup>85</sup> Se puede ver la siguiente argumentación como un ejemplo de esta perspectiva: "Un análisis riguroso de las acciones tiene en cuenta todos los factores que influyen en el desempeño de la empresa. El análisis financiero tradicional basado en la contabilidad enfoca sólo la punta del iceberg, y en sí mismo es inadecuado para tratar con el ambiente competitivo y de inversión cambiante en el que operan las em-

### 7.3 Los actores en el proceso: El ecosistema de la inversión responsable

Jean-Pascal Gond señala que “en los últimos 20 años, ha surgido una infraestructura global para la inversión responsable, que se encuentra en expansión”.<sup>86</sup> Este conjunto de actores caracteriza el proceso de *mainstrimización* (*mainstreaming*) de la inversión responsable, el proceso por el cual esos criterios se han difundido en algunas partes importantes de la comunidad de la inversión financiera.

El ecosistema de la inversión responsable está formado por:

- los administradores de fondos especializados (*SRI funds*, como Calvert)
- los administradores de fondos de pensión y otros inversores institucionales
- los bancos internacionales y los administradores de fondos de inversión que ven a los productos de inversión responsable como un modo de ampliar los servicios a sus clientes
- las firmas de análisis (como KLD Analytics, Ethibel, Innovest, EiRIS)
- las agencias que realizan calificaciones sociales y ambientales
- las firmas que compilan índices con diversos criterios de inversión ética o responsable
- los consultores especializados
- las asociaciones de inversión responsable (como SIF y Eurosif)
- los centros de estudio (*think tanks*) especializados
- las organizaciones que prestan servicios para concretar el compromiso activo de los inversores (*engagement services*)
- las entidades que impulsan iniciativas políticas (como PRI,<sup>87</sup> EFFAS CESC,<sup>88</sup> SSE<sup>89</sup>)

La iniciativa *Who cares wins* en el Pacto Global, relacionada con los mercados financieros, los títulos y el financiamiento, cambió en el informe de 2009 el supuesto que planteaba para desarrollar sus recomendaciones.<sup>90</sup> Hasta ese momento, y desde su lanzamiento en 2004,<sup>91</sup> consideraba un modelo del sistema de inversión financiera muy simplificado, y en

---

presas. Nuestro enfoque combina el análisis financiero con un meticuloso análisis de los riesgos de inversión ocultos y los impulsores de valor que determinan cuáles compañías serán los ganadores de largo plazo. Estos impulsores de valor se relacionan estrechamente con un mejor control de los costos, las oportunidades de productos y ventas, y una probabilidad más baja de un daño reputacional significativo.”

Hendrik-Jan Boer y Nina Hodzic, *Responsible Investing is moving mainstream*, ING Investment Management, 2013.

<sup>86</sup> Jean-Pascal Gond, Céline Louche, Rieneke Slager, Carmen Juravle y Camilla Yamahaki, *The institutional and social construction of responsible investment*, Proceedings of the 2011 IABS Conference.

<sup>87</sup> Principios para la inversión responsable (*Principles for Responsible Investment*), iniciativa del Secretario General de la ONU, ejecutada por PNUMA y el pacto mundial (Global Compact). Se inicia en 2005, y los Principios a los que adhieren los participantes se difunden en 2006, en New York Stock Exchange.

<sup>88</sup> European Federation of Financial Analysts Commission on Environmental, Social & Governance (Comisión para temas ambientales, sociales y de gobernanza de la Federación Europea de Analistas Financieros), creada en 2007.

<sup>89</sup> Sustainable Stock Exchanges (SSE, Mercados de valores sostenibles), proyecto de las Naciones Unidas iniciado en 2009 (a través de UNCTAD, Global Compact, UNEP-FI y PRI, para que los mercados de valores promuevan la sostenibilidad en las empresas que cotizan).

<sup>90</sup> Who Cares Wins Initiative, *Future Proofs? Embedding environmental, social and governance issues in investment markets*, 2009.

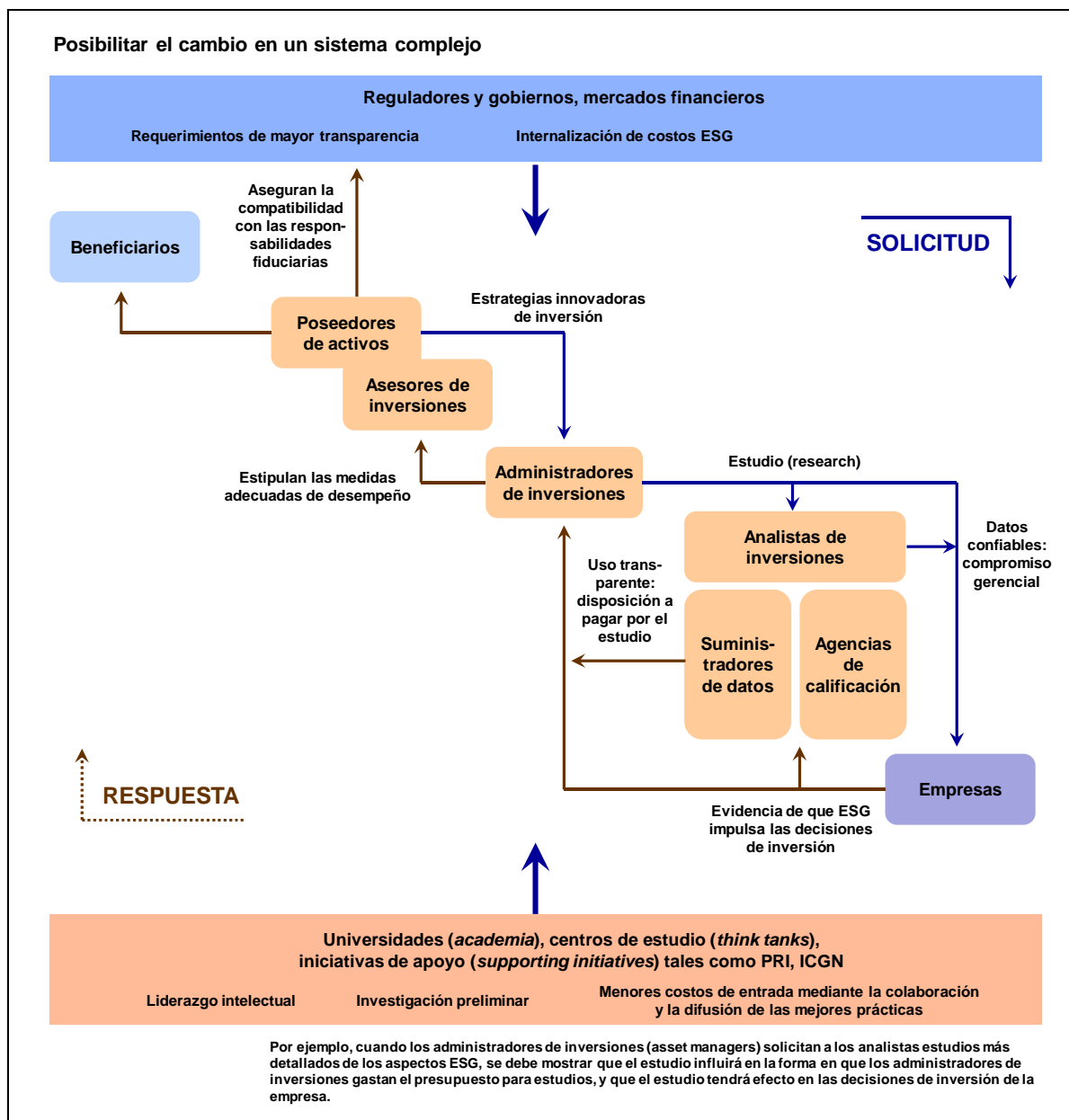
<sup>91</sup> United Nations Global Compact, *Who Cares Wins: Connecting financial markets to a changing World*, 2004.

función de esto se buscaba que las empresas incorporaran los temas ESG a través de un proceso de inducción por parte de los intermediarios y otros actores en los mercados financieros.

El modelo de interacciones sistémicas que se muestra en la figura 5 (que es presentado en el informe de 2009) refleja de un modo más preciso la dinámica que debe existir para la expansión de las consideraciones ESG en las decisiones empresarias. Es el criterio de actuar en todas las etapas de la cadena de inversión (*investment chain*).

“Cuando los participantes en el origen requieren cambios importantes del modo en que funciona el sistema (en el diagrama, solicitud), ellos deben acompañar sus requerimientos con la seguridad (respuesta) de que sus propias acciones serán transparentes, y que los riesgos que se toman serán recompensados.”

Figura 5 La integración de los temas ESG en los mercados financieros



Fuente: Basado en Who Cares Wins Initiative, *Future Proofs? Embedding environmental, social and governance issues in investment markets*, 2009.

Esas interacciones muestran el modo en que los actores intervienen en el proceso que conecta las decisiones de las empresas con los efectos sociales y ambientales que serán percibidos por los individuos en sus comunidades. Visto de otro modo, es una representación de la diversidad de actores que nuclea a quienes hacen de los temas sociales y ambientales su *modus vivendi*.

#### 7.4 Consecuencias de la *mainstrimización* de la inversión responsable

Se denomina *mainstreaming* a la incorporación de conceptos y prácticas en la corriente principal (*mainstream*), en este caso de la inversión financiera. Tal vez abusando del idioma, denomino *mainstrimización* a ese proceso.

Si bien el crecimiento de los fondos administrados con criterios de inversión responsable ha sido cuantitativamente importante, puede ser prematuro considerar que esos criterios ya están incorporados en las pautas generales de la inversión financiera. Como señala Suzette Viviers, “si bien ha habido mucho avance en la *mainstrimización* de la inversión así denominada responsable, no ha habido tanto en hacer más responsable a las prácticas predominantes en la inversión (*mainstream investing*).” “La inversión responsable pre-2006, sin embargo, representó un medio efectivo por el que los inversores podían integrar las consideraciones éticas en sus decisiones de inversión. Desafortunadamente, la forma actual de inversión responsable ha abandonado sus raíces éticas, y es poco distinguible de la inversión guiada por las prácticas predominantes (*mainstream*).”<sup>92</sup>

Es lo que también plantean Gond *et al.*:<sup>93</sup> “¿Pueden las prácticas de inversión responsable mantener sus dimensiones sociales, éticas y ambientales alternativas al integrarse en las prácticas financieras predominantes? ¿Pueden las prácticas de inversión responsable alternativas resistir la *mainstrimización* y comenzar a institucionalizarse sin traicionar su propósito social?”

En estas perspectivas y dudas está presente la noción de que a través de la inversión responsable se buscaba producir cambios en los procesos de decisión de las empresas. Esta noción es común en la literatura de la responsabilidad social empresarial. Ese propósito de la inversión responsable se puede resumir en la expresión *marcar una diferencia* (*make a difference*, en el sentido de producir un cambio).

Hay en esto una dimensión de reforma de las instituciones del sistema económico a través de corrientes de opinión (o movimientos sociales); en especial, la reforma de los aspectos financieros fue una expectativa sustentada en el enfoque de la inversión socialmente responsable.<sup>94</sup>

Parece que la expectativa era excesiva, ya que la magnitud de la SRI se mantuvo relativamente pequeña mientras se concebía de ese modo (se mencionó que Peter Kinder dice de esto que era “enfocarse como en una misión”). Y la ampliación de la inversión responsable, muy significativa desde los años 2000, origina las dudas acerca de si podrá mantenerse el enfoque que la caracterizaba. Después de todo, como se comentó en el punto 2, ese aumento relativo en parte se origina en que se ha adoptado una definición de inversión responsable tan amplia que puede cambiar el sentido que tiene para muchos.

<sup>92</sup> Suzette Viviers, *Mixing morals and money: A futile dream?*, Inaugural lecture Stellenbosch University, 2013.

<sup>93</sup> Jean-Pascal Gond, Céline Louche, Rieneke Slager, Carmen Juravle y Camilla Yamahaki, *The institutional and social construction of responsible investment*, Proceedings of the 2011 IABS Conference.

<sup>94</sup> Diane-Laure Arjaliès, A social movement perspective on finance: How socially responsible investment mattered, *Journal of Business Ethics*, 2010.

Gond también considera, referido a esto, un estudio de Carmen Juravle.<sup>95</sup> Estudiando las opiniones sobre la inversión responsable de administradores de inversión que no son activos en ese ámbito, muestra que “el modelo de administración intencionalmente amoral es persistente dentro de la comunidad principal de inversión”. “El estudio encuentra evidencia de una división ideológica y moral que obstaculiza la mainstrimización de la inversión responsable.”

Un estudio de los artículos referidos a los temas de inversión responsable, tanto en las publicaciones académicas como en las de divulgación y noticias, encuentra un importante aumento a partir del año 2000. “El análisis de contenido muestra que la mayoría de estos artículos se enfocan en el desempeño financiero de la SRI, mientras que pocos (y en forma declinante en el tiempo) se dedican a cuestiones éticas, de altruismo o valores morales.” Y agrega: “Pensamos que no hay necesidad de inflar excesivamente el mercado de SRI para promover la responsabilidad social empresaria.” “Algunos entusiastas de la SRI a veces están tentados a sugerir que el progreso está abonado por utopías. ¿Es esta una razón para exagerar la influencia de la SRI, para embellecer su crecimiento o para sobre estimar su desempeño financiero? El pensamiento ilusorio puede provocar ceguera a las consecuencias no deseadas.”<sup>96</sup>

Porque la *mainstrimización* puede tener consecuencias no deseadas. Por una parte, se puede producir un debilitamiento del concepto, con la difusión de prácticas que dan la apariencia de que se consideran normas y criterios en la inversión denominada responsable. Ya se mencionó que hay un relajamiento de los criterios de exclusión y de inclusión, para que no se restrinja tanto el conjunto de inversiones permisibles.

Por otra parte, al plantear que las prácticas de inversión responsable son adoptadas para una proporción creciente de los fondos administrados tal vez se esté abonando el argumento de que los aspectos sociales y ambientales pueden regularse sólo mediante procesos de los mercados financieros. Los entusiastas de la inversión responsable pueden así socavar las bases de otras regulaciones, e incluso ahuyentar a los inversores que auténticamente se preocupan por esos temas.

## 8. Conclusión: La limitación de las exclusiones

Philippe Desfossés, que dirige ERAFP (el fondo de pensiones complementarias públicas de Francia), al exponer en la conferencia de RobecoSAM en Zurich, en octubre 2014,<sup>97</sup> criticó el enfoque de la exclusión simple como la forma de influir en el nivel de contaminación por combustibles fósiles. “Si uno quiere disminuir la intensidad de carbón en su cartera vendiendo las acciones que están relacionadas con eso, ¿qué pasa con aquel que compra las acciones que uno vende? En forma global, no se puede reducir la intensidad de uso de carbón simplemente vendiendo las acciones a algún otro.”<sup>98</sup>

Por un razonamiento de este tipo, cada vez más administradores de fondos consideran que la estrategia de inversión responsable más efectiva es el compromiso activo (*engagement*), y no simplemente las exclusiones. Ivar Kolstad examina críticamente los argumentos que se plantean para este “cambio sustancial en el enfoque de los inversores institucionales”.

---

<sup>95</sup> Carmen Juravle, *Avoiding contagious optimism: how far has SRI moved into mainstream investment (consciousness)?*, Proceedings of the 2011 IABS Conference.

<sup>96</sup> Gunther Capelle-Blancard y Stéphanie Monjon, *Socially responsible investing: It takes more than words*, CEPII Working Paper, 2010.

<sup>97</sup> RobecoSAM Forum 2014 Mobilizing Capital: Putting Sustainability To Work, October 2014, Zurich.

<sup>98</sup> Jonathan Williams, *ERAFP's Desfossés questions fossil fuel divestment lobby*, IPE (Investment & Pensions Europe), 2014.

Hay una creciente proporción de fondos de inversión, con criterios responsables tanto religiosos como laicos, en los que se enfatiza el compromiso activo (mediante declaraciones y la interacción con los directivos de las empresas) como un complemento, e incluso un sustituto, de las exclusiones.

Kolstad señala que hay tres argumentos centrales para este cambio:<sup>99</sup> 1) el compromiso activo, a diferencia de la exclusión, no reduce el conjunto de inversiones admisibles (el “universo de inversión”); 2) la exclusión disminuye la influencia del inversor en la empresa; 3) el compromiso combinado con exclusiones es un medio de influir en las empresas que es más efectivo que sólo la exclusión.

Comenta que hay razones para creer que el énfasis creciente en el compromiso activo puede estar impulsado más por una lógica organizacional de los inversores institucionales que en fundamentos sólidos de que este cambio en el enfoque será beneficioso. Al menos, que lo será considerando la influencia sobre el comportamiento de las empresas, la prevención de complicidad con las malas conductas, o la confianza en la administración de los fondos.

Algunos aspectos de esa lógica organizacional se relacionan con presiones internas en el propio movimiento actual de inversión responsable.

Por una parte, la estrategia centrada en el compromiso activo es una fuente de trabajo e investigación, en la creciente burocracia relacionada con la inversión responsable. Además, los resultados de esos esfuerzos son más plásticos para la interpretación, y pueden presentarse como logros positivos (en términos del objetivo de inversión responsable) elementos que, en conjunto, puede que no sean tan importantes.

A estos incentivos burocráticos se agregan, en el caso de los fondos relacionados con gobiernos (como algunos fondos de pensión o de riqueza soberana), consideraciones políticas: las exclusiones pueden provocar tensiones en las relaciones con otros países, mientras que la realización de las actividades vinculadas con el compromiso activo permiten decir que se respetan los criterios de inversión del fondo sin una manifestación directa de rechazo (como es la exclusión).

Este cambio gradual en el enfoque puede explicar tanto el crecimiento de los fondos que se dicen administrados con criterios de responsabilidad o sostenibilidad, como la laxitud con que se consideran las exclusiones correspondientes. Sin embargo, puede terminar afectando la credibilidad, cuando implica “una estrategia de inversión que es responsable sólo en el nombre”.

Aspectos institucionales como los mencionados pueden verse como una forma de enfrentar el problema fundamental de la inversión responsable que se realiza con el enfoque de exclusiones.

Ese problema es que resulta muy difícil encontrar un objeto de inversión financiera que sea aceptable considerando estrictamente los criterios declarados, y que al mismo tiempo proporcione rendimientos satisfactorios para los inversores. Porque la inversión responsable puede ser congruente con la promesa de sus enunciados sólo si el consumo que impulsa los resultados de las empresas se rige por las mismas pautas de responsabilidad.

De lo contrario, por la densa trama de las actividades económicas actuales, pocas empresas no tendrán un eslabón débil (en términos de muchos de los criterios de inversión responsable que se enuncian). Con la creciente difusión de información, no es tan fácil como lo era hace unos años disimular estas debilidades a los ojos del público destinatario.

Pero la enorme disponibilidad de información actual tampoco pone las cosas fáciles para los inversores con preocupaciones éticas en su actividad de inversión financiera. La doctrina cristiana enuncia un criterio que es generalizable: se lee en la Epístola de Santiago (4:17) que “el pecado está en aquel que sabe hacer lo bueno y no lo hace”.

---

<sup>99</sup> Ivar Kolstad, *Three myths about engagement and exclusion in responsible investment*, CMI Working paper, 2014.

Acerca de esto, y refiriéndose a algunos aspectos del cambio climático, Lillian Young señala: “El conocimiento científico de la situación se traduce en un imperativo moral para la acción.”<sup>100</sup> Entonces, la catarata de información que cae sobre los inversores que quieren ser responsables de sus actos de inversión aleja la posibilidad de que el desconocimiento los exima del pecado en la inversión.

Por esto, y para contribuir a la tranquilidad de conciencia, los administradores de fondos con enfoque responsable parece que matizan la aplicación de sus (nominalmente) estrictos criterios de inversión con una mezcla de preselección liviana y compromiso activo. De este modo, el público mantiene la idea de que con la inversión se cambia alguna situación (se *marca una diferencia, make a difference*, como es el argumento de marketing de la inversión responsable)<sup>101</sup>, y al mismo tiempo no se reduce tanto el conjunto de inversiones que se consideran éticamente aceptables.

Para terminar, dos comentarios acerca de las limitaciones intrínsecas de la inversión responsable. Ed Leibowitz critica la perspectiva de la inversión ética relatando las tribulaciones que (supuestamente) enfrentó al comportarse como un inversor responsable, preocupado por las cuestiones ambientales y sociales. Comenta las decepciones que tuvo con empresas y fondos de inversión que parecían cumplir sus requisitos éticos, pero que finalmente hicieron que, a sus propios ojos, fuera un inversor pecaminoso (*sinful investor*).

Y concluye: “Buscando una guía adicional, almorcé con Doug Henwood, editor del *Left Business Observer* y es desde hace mucho tiempo un socialista crítico del mercado de acciones. Henwood, que mantiene su dinero en un banco, tiene consejos lúgubres para las personas como yo, que ansían más. Si quieres el tipo de rendimiento que el mercado de acciones ofrece, me dijo, compra un fondo común, que no realice preselecciones (*unscreened fund*), y después tápate la nariz. Toma conciencia de que lo que haces no es ético y realiza buenas obras el resto de tu vida.” “Si alguna sabiduría puedo obtener de mi danza con el demonio del mercado de acciones, es que la inversión financiera no es un lugar apto para quien quiera ser moralista. Como dijo Henwood, no puedes mantener las manos limpias en este tipo de mundo.”<sup>102</sup>

Esto también se puede resumir diciendo que el polvo del pecado impregna todas las actividades. Aquí empleo la expresión *polvo del pecado* con el sentido que tiene en una advertencia que se relaciona con la prohibición del interés que deben respetar los musulmanes.

Tal como se mencionó antes, la doctrina islámica mantiene una estricta prohibición del cobro de interés en los préstamos, lo que se denomina el *riba* (o incremento), prohibición que está enunciada directamente en el Corán. En relación con esto, en la recopilación de hadices<sup>103</sup> realizada por Abu Dawud se lee:<sup>104</sup> “Transmitido por Abu Hurairah. El Profeta, la paz sea con él, dijo: Ciertamente, llegará una época a la humanidad en la que todos aceptarán *riba* y aunque alguien no lo haga, su vapor lo alcanzará. Ibn Isa dijo: Algo de su polvo lo alcanzará.” En otra traducción esto último se expresa: “Y si alguien dice que no acepta *riba*, seguramente lo alcanza el polvo del *riba*.”<sup>105</sup>

<sup>100</sup> Lillian M. Young, *Socially Responsible Investing from a Christian Perspective*, Trinity College Digital Repository, 2013.

<sup>101</sup> Pietra Rivoli, Making a difference or making a statement? Finance research and socially responsible investment, *Business Ethics Quarterly*, 2003.

<sup>102</sup> Ed Leibowitz, Tales of a sinful investor, *Money Magazine*, 2001.

<sup>103</sup> Hadiz es la denominación de los preceptos y las acciones de Mahoma, relatados por quienes fueron sus compañeros, que son su sunnah, o ejemplo.

<sup>104</sup> Abu Dawud, *book 16, Commercial transactions, 3325*, en el sitio web Hadith Collection.

<sup>105</sup> Abu Dawud fue un estudioso persa del siglo IX que realizó una de las seis compilaciones de hadices reconocidas por los musulmanes sunitas. Abu Hurairah (603-681) fue un compañero de Mahoma, y es uno de los referentes más citados de hadices. Muhammad ibn Isa at-Tirmidhi (824-892), de origen persa, escribió otra de las compilaciones de hadices que se consideran canónicas en el Islam sunita.