

FONDOS RESPONSABLES: UNA EXPLORACIÓN DE SU VIABILIDAD EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO

Adrián Zicari*

RESUMEN: En este artículo se hace una presentación del fenómeno de las Inversiones Responsables, analizando algunas facetas críticas del mismo: proceso decisorio, estrategias de inversión, algunos problemas conceptuales en la medición del perfil de Responsabilidad Social de una compañía. Se presentan, por último, los avances preliminares de una investigación que procura explorar la viabilidad de este tipo de inversiones en el mercado argentino.

Palabras clave: inversiones responsables - inversiones éticas - mercados financieros - mercado de capitales - estrategias de inversión

ABSTRACT: *Responsible Funds: an exploration of their viability in the Argentinian capital market.*

This paper presents the feature of Responsible Investments, considering some critical aspects: decision process, investment strategies and some conceptual problems in the measurement of the Social Responsibility of a company. Lastly, the preliminary conclusions of a research that tries to explore the viability of this kind of investments in the Argentinian market are presented.

Key words: responsible investments - ethical investments - financial markets - capital markets - investment strategies.

Introducción

En los últimos años se viene desarrollando una extensísima literatura acerca de la Inversión Responsable¹. Destacamos, entre otras, las siguientes definiciones:

“Enfoques que incluyen en los procesos decisionales de compra, mantenimiento o disposición de una particular inversión, objetivos o límites éticos, sociales y/o ambientales, además de criterios financieros tradicionales”².

“Enfoque de inversión movido por el sistema de valores del decisor clave del proceso de inversión...(que) implica tomar en cuenta factores ambientales, sociales, éticos y de gobernanza corporativa en la construcción de carteras o en la elección de inversiones”³.

* Adrián Zicari es Contador Público (UNR) y MBA (Universidad Adolfo Ibáñez, Chile); tiene certificación CFA. Docente de Finanzas en UCEL, en el CEMA (Master de Finanzas) y en Universidad de Palermo (MBA). Ha sido Profesor invitado en las Universidades Austral, de Valparaíso (Chile) y Santa María (Chile).

Debemos destacar, sin embargo, que la novedad de esta área de las finanzas hace que aun los conceptos no sean unívocos. Algunos autores europeos, por ejemplo Tavaglioni⁴, prefieren hablar de “*inversión con finalidad social*” en vez de “inversión responsable o ética” para evitar considerar como no éticas o no responsables al resto de las inversiones. También se ha usado la expresión *inversiones alternativas*, quizás con mayor ambigüedad aún, pues la idea de “alternativa” sugiere una distancia respecto de un estándar; siendo que una inversión podría ser perfectamente “ética” a la vez que “estándar”⁵.

Esta tendencia de reciente data en el mundo de las finanzas, ha alcanzado sin embargo un insospechado crecimiento. Por ejemplo, Social Funds (www.socialfunds.com), una conocida consultora vinculada al área de inversión social, registra más de ochenta fondos en los Estados Unidos, con distintos tamaños, estrategias, composiciones, que están dirigidos a diversos públicos. Sólo en Italia (con un mercado de capitales comparativamente pequeño respecto del norteamericano), hay casi treinta fondos operando⁶. Por su parte, el *Social Investment Forum*⁷, una ONG norteamericana, estima que casi el 10 % de los fondos invertidos en los Estados Unidos adopta al menos algún criterio ético o responsable en la selección de vehículos de inversión.

Sin embargo, en nuestro país y en América Latina en general, no sabemos de experiencias en este sentido, con la excepción de un reciente creación en la Bolsa de San Pablo, Brasil.

En este artículo procuraremos presentar algunas de las cuestiones principales referidas a este fenómeno de los fondos éticos o responsables y presentar algunas conclusiones preliminares de un trabajo de investigación que actualmente se está desarrollando en la UCEL al respecto. Dicha investigación apunta a explorar la viabilidad de los fondos éticos en el mercado de capitales argentino.

La decisión de inversión en fondos éticos

Hay amplio consenso acerca de que los Fondos éticos surgen en un entorno cultural y de negocios que favorece un mayor rol decisorio del inversor. De este modo, el inversor asume plenamente la responsabilidad por sus decisiones de inversión, sin delegar las mismas en un intermediario financiero. Según plantean Argadoña y Sarsa⁸, “la primera cuestión a tener presente en las decisiones de inversión es el principio de la libertad: el agente es responsable... y le incumbe el derecho de administrar libremente su patrimonio. De aquí sigue el principio de la responsabilidad que es inherente a toda decisión libre... Esto implica que en definitiva, la responsabilidad recae sobre el inversor y que esta responsabilidad debe ser juzgada aplicando los tradicionales criterios utilizados en la ética”. En similares términos, se pronuncia la encíclica *Centesimus Annus* “la elección de invertir en un lugar en vez de otro, en un sector productivo en vez de en otro, es siempre una elección moral y cultural”⁹.

Surge así la inquietud por saber cuál será el destino de los fondos invertidos, más allá de las tradicionales cuestiones de riesgo, rentabilidad y liquidez (temas lógicamente presentes en cualquier inversión). Por ejemplo, podríamos plantearnos el problema ético de un depositante en un banco. ¿Dónde será invertido su dinero? Es posible que los fondos depositados sean aplicados a negocios, actividades o empresas cuyos valores, objetivos o principios no sean compartidos por el inversor. Podríamos imaginar quizás a una fundación científica de lucha contra el cáncer, cuyas inversiones son depositadas en un banco que resulte ser prestamista de la industria tabacalera. Habría entonces en ese caso, además de la obvia

responsabilidad del banco por el destino de los fondos, una responsabilidad del ahorrista, quien no puede obviar la pregunta acerca del destino de sus fondos. Se podría argüir entonces que el banco debe informar del destino de los fondos que capta, para que el ahorrista pueda decidir acerca de la conveniencia ética de su inversión bancaria¹⁰.

¿Cuáles son las motivaciones del inversor responsable? En general se ha distinguido entre *feel good investors* y *social change investors*. Los primeros buscan responder a su conciencia, evitando aquellas inversiones inconsistentes con sus valores. Los segundos, en cambio, procuran contribuir con sus decisiones de inversión a generar cambios en las prácticas empresarias o en la sociedad. A riesgo de esquematisar en demasía, podemos considerar al primer grupo como más propenso a excluir de sus alternativas de inversión a empresas o sectores en función de su performance pasada; en tanto que el segundo grupo tiende a mirar más hacia la influencia futura de sus decisiones de inversión. Lógicamente podría haber “inversores oportunistas”, vale decir compradores de productos de inversión ética, no por sus valores éticos sino en función de la combinación riesgo-rendimiento del producto ético.

Podríamos distinguir también entre inversores individuales (quienes incluyen sus consideraciones éticas en su propio proceso de inversión) e inversores colectivos. Naturalmente, en el primer caso, resultará a ciencia cierta imposible conocer la condición “ética” de la inversión (vale decir si en la decisión de inversión participaron consideraciones éticas), dado que el proceso de decisión queda en la esfera personal privada del inversor.

En el caso de inversores colectivos¹¹, podríamos encontrar tres categorías diferentes:

- Quienes invierten dinero propio (empresas privadas con múltiples accionistas).
- Quienes invierten dinero no propio, pero que les ha sido donado con un fin específico (fundaciones, iglesias, sindicatos, ONGs)¹².
- Quienes invierten dinero de otros (AFJPs, asesores financieros).

Resulta sin embargo difícil trazar una línea divisoria entre las finanzas éticas y el resto de las finanzas:

- En primer lugar, porque hay una amplia gama de acciones de inversión que pueden estar motivadas por cuestiones ético-sociales. Por ejemplo, todo el movimiento de “*community investing*” en los Estados Unidos, que tiene ciertas similitudes con las bancas cooperativas argentinas en los años 70. Podríamos mencionar también, los conocidos esfuerzos de Muhammad Yunus, Premio Nobel de la Paz 2006, quien ha creado y desarrollado la idea del microcrédito o microfinanzas. Sin embargo, a los efectos de este trabajo, nos centraremos sólo en fondos de inversión en acciones con cotización bursátil.
- En segundo lugar hay un problema de identificación: ¿Un fondo es ético sólo porque sus gestores así lo proclamen? ¿Cuáles deberían ser los requisitos mínimos para ser categorizado como fondo ético? Como se ve, es un problema similar al de una empresa, que no es “verde” porque lo diga, sino porque cumple con ciertas pautas. Lamentablemente, no existe hoy día un estándar definitorio acerca de cuándo un fondo puede autodenominarse “ético” de modo legítimo.

- En tercer lugar hay un problema de diversidad de criterios valorativos. Por ejemplo, hay fondos que tienen entre sus premisas el “bienestar animal” (esto implica, por ejemplo no usar animales en testeos de laboratorio). Otros fondos, en cambio, no toman en cuenta esta cuestión, pero sí otras diversas. Además, podría haber incluso distintas opiniones sobre un mismo tema: nótese por ejemplo la polémica sobre los alimentos genéticamente modificados (OGM), criticados fuertemente en Europa y apoyados entusiastamente en los Estados Unidos.
- Por último, hay distintas actitudes de los inversores. Hay quien piensa que las decisiones de inversión son prospectivas, vale decir que interesa lo que la firma va a hacer de aquí en adelante (por su impacto en el *cash flow* futuro). Si una compañía contaminó en el pasado y hoy ha puesto los medios para resolver la situación quizás ahora sea el momento de comprar la acción. Hay quien en cambio prefiere “castigar” a la empresa, excluyéndola de la cartera por su comportamiento pasado.

Estrategias de inversión de fondos responsables

Suponiendo que hemos centrado nuestro análisis sólo en fondos éticos bursátiles y suponiendo que nos hemos puesto de acuerdo respecto de criterios valorativos, tendremos que ver cómo desarrollar nuestra estrategia de inversión. Siguiendo a Hudson¹³, hay cuatro estrategias genéricas que un fondo puede desarrollar:

Negative screening o exclusión lisa y llana de algunos sectores por considerarlos indeseables o inconvenientes (por ejemplo, la firma inglesa *Friends Provident* no invierte en la industria de defensa). En esta alternativa, se entiende que el inversor no influye en el mercado de capitales (no se busca influir en la compañía, quizás sí dar un testimonio o señal al mercado). También se acepta una peor relación riesgo-rentabilidad dada la disminución en diversificación.

Best in class o positive screening, donde el *portfolio manager* busca premiar las mejores conductas empresarias. Aquí se entiende que el inversor sí influye en el mercado de capitales y que las empresas compiten por atraer a estos inversores responsables. Se supone también aquí que la forma media de la Hipótesis de Mercados Eficientes no aplica (porque de lo contrario el mercado ya habría ajustado el precio de la acción de modo acorde)¹⁴.

Engagement (o compromiso), aquí se compra una cantidad relevante de acciones que permita tener influencia en la toma de decisiones empresaria. En esta situación el accionista se comporta como dueño y busca tener una relación estrecha y constructiva con la dirección de la compañía. Se supone también aquí que la forma fuerte de la Hipótesis de Mercados Eficientes no aplica (porque si no el precio de la acción se hubiera corregido antes de que el dueño buscara gestionar mejor la empresa)¹⁵.

Activismo o advocacy, una forma radicalizada del estilo anterior, en la cual el inversor confronta abiertamente con la dirección de la compañía. A los efectos de este trabajo, dejamos de lado esta estrategia, pues la consideramos más cercana a la militancia ecologista o social que a la inversión, aunque ésta sea “responsable”. Además, el sistema legal societario argentino no da muchas posibilidades al accionista minoritario de influir en la toma de decisiones en una empresa, con lo cual esta “*advocacy*” sería de muy difícil aplicación en nuestro medio.

En principio, entendemos que un fondo en Argentina debería oscilar entre la primera y segunda opciones (exclusión y *best-in-class*), pudiendo ocasionalmente trabajar en la tercera (*engagement*).

El proceso de decisión en inversión responsable

Tal cual hemos antes mencionado, este tipo de inversiones se decide tomando en cuenta los parámetros convencionales de cualquier inversión agregando además consideraciones de tipo ético o social. Ahora bien, este último tipo de análisis implica relevar una amplia gama de información, mucha de la cual puede ser de difícil, si no imposible acceso. Por ejemplo, Argandoña y Sarsa¹⁶ presentan algunas de las dificultades con las que se encuentra un inversor ético:

- Falta de información sobre las empresas. Información cara y escasa.
- Falta de oportunidades de inversión ética en la Bolsa.
- Imposibilidad de cambiar el comportamiento de la firma, en cuanto que se es accionista minoritario.
- Existencia de “combos”, fondos de inversión que ya vienen “armados”, no permitiendo al inversor armar con facilidad una estrategia “customizada” a sus requerimientos.

Es entonces sobre este punto (la aparente dificultad de acceder y relevar información referida al comportamiento ético o social de las empresas cotizantes en bolsa), donde se centra nuestra investigación. Entendemos que un elemento clave para la viabilidad del surgimiento de productos de inversión ética en nuestro país constituye la posibilidad de que el inversor cuente con información adecuada y a bajo costo con la que pueda tomar sus decisiones de inversión. En consecuencia, analizaremos específicamente la disponibilidad de información relevante en el mercado accionario argentino.

Destacamos que esa investigación no pretende determinar ninguna relación causal entre performance de RSE (responsabilidad social empresaria) y performance financiera (ello puede ser objetivo de una posterior investigación), sino tan sólo explorar la posibilidad de hacer “*research*” de RSE sobre compañías listadas en Argentina sobre la base de la información pública hoy disponible.

Midiendo el perfil de RSE de una compañía: algunos problemas conceptuales¹⁷

Cuando pensamos acerca del perfil de RSE de una compañía, estamos tratando de discriminar entre compañías sobre la base de su compromiso de RSE o sus resultados. Como hemos visto, al no haber una definición clara de RSE deberíamos plantearnos algunos criterios válidos.

La pregunta sería “¿válidos para quién?”. Si estamos desarrollando un índice destinado a inversores extranjeros, quizás deberíamos plantearnos qué valores considerar. Por ejemplo, los criadores de ganado locales pueden no estar demasiado preocupados por el bienestar animal, pero hay muchos (o al menos algunos) inversores internacionales que toman en cuenta esa problemática. Lo mismo podría suceder con algunas creencias religiosas, dado que existen algunos fondos de inversión cuya política de selección de acciones está específicamente definida en función de ciertas orientaciones religiosas.

Adicionalmente podríamos tener una “ponderación de causas”, dado que diferentes inversores potenciales, aun reconociendo el mismo conjunto de “causas”, pueden asignar

una distinta ponderación a cada una de ellas. Por ejemplo, alguien podría estar muy preocupado por el cambio climático y en consecuencia orientar su inversión primariamente con ese objetivo en mente, sin prestar mayor atención a otras cuestiones (ejemplo: producción de armas), aun reconociendo su existencia.

Mercado de capitales argentino¹⁸

Sin embargo, esta discusión podría ser demasiado sofisticada teniendo en cuenta la situación actual del mercado de capitales local. En efecto, el mercado de valores de Buenos Aires no es todavía un mercado líquido, incluso para los estándares de mercados emergentes. Hay solamente algo más de un centenar de compañías listadas, y menos de la mitad tienen operaciones diariamente. Hay dos índices relevantes: el “Panel General”, que incluye cincuenta compañías y el “Panel Líder” que considera sólo veinticinco compañías. El volumen de operaciones es pequeño. Por ejemplo, el 2 de septiembre del 2006, la bolsa de Buenos Aires operó por un total de aproximadamente \$70 millones de dólares (este número incluye acciones, bonos y derivados, de los cuales aproximadamente \$7 millones son acciones). Podemos comparar este nivel de operaciones con el de la bolsa de Santiago de Chile, un país con población bastante menor a la Argentina (y un PBI *per cápita* menor), que en el mismo día operó por más de \$500 millones de dólares (\$66 millones de acciones).

Claramente, esta situación nos da pocas oportunidades para seleccionar acciones, dado que habrá pocas oportunidades de encontrar acciones “responsables”. Por otro lado, podría argumentarse que un mercado ilíquido podría permitir que haya acciones mal valuadas en el corto plazo, haciendo difícil identificar activos intangibles vinculados a RSE.

Más aún, hay poca información pública acerca de las compañías cotizantes. Por supuesto, se publican los balances trimestrales pero no hay mucha más información adicional. Las compañías rara vez hacen declaraciones públicas, no hay “*research*” acerca de temas de RSE y los datos correspondientes a cuestiones ambientales son escasos y están diseminados entre diferentes reparticiones públicas. Nótese que no existe en Argentina nada similar a una agencia pública tipo EPA (*Environmental Protection Agency*) de los Estados Unidos, sino una combinación de una agencia federal y una agencia por provincia (23 provincias y Capital Federal) además de las agencias correspondientes a cada ciudad importante. No hay todavía una agencia pública con competencia en los temas de RSE (excluyendo temas ambientales). En consecuencia, un inversor interesado en estimar la exposición de RSE de una acción argentina a fin de mejorar su armado de portfolio de inversión tendrá dificultad en determinar cómo hará esta estimación.

Resumen del trabajo realizado

Hemos basado nuestro trabajo en la Teoría de *Signaling*, una herramienta de uso común en Microeconomía. Este enfoque sostiene que el inversor, dado que es externo a la compañía (salvo el caso del inversor que haga “*engagement*”), desconoce lo que sucede en el interior de la misma, la única forma de arribar a alguna conclusión será a través de inferencias sobre la base de comportamientos observables. Por ejemplo, si la compañía aumenta el importe de los dividendos que paga, el inversor podrá suponer con fundamento que la compañía está en un buen momento financiero.

Análogamente, el inversor responsable desconoce la performance ambiental y social de la compañía y deberá buscar entonces indicadores de “*signaling*” que le permitan inferir esa performance “sustentable” de la compañía. En este sentido, por ejemplo, Sokya y Feldman¹⁹ plantean que el sistema de gestión ambiental de la firma es normalmente causante de su performance ambiental y que el mero hecho de que exista un sistema de gestión ambiental homologable, es para el inversor una clara señal (*signaling*) acerca del compromiso de la empresa. En definitiva, podría sostenerse que los inversores pueden observar esas señales a fin de determinar el perfil de RSE de una compañía.

En las siguientes páginas presentamos una reseña crítica de las principales fuentes de información para un inversor responsable en el mercado argentino. Según hemos planteado en el proyecto inicial, los requisitos mínimos que exigiremos a estos indicadores serán:

- Confiabilidad (que nos merezca confianza el modo o metodología de construcción de esa información). No pretendemos hacer un juicio de valor acerca de la entidad emisora, sino sólo una opinión acerca del indicador.
- Verificabilidad (idealmente por un tercero).
- De producción regular (esto es no a pedido, sino de frecuencia sistemática).
- Información pública (esto es que la información sea accesible por cualquier persona externa a la firma).

En la República Argentina existen un poco más de 100 compañías autorizadas a cotizar acciones por la Comisión Nacional de Valores, casi todas ellas están concentradas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. De estas compañías, unas veinticinco conforman el llamado Panel Líder, que explica la casi totalidad de las operaciones habituales en el mercado argentino. Hay además, un Panel General, que reúne a casi todas las otras compañías no incluidas en el Panel Líder, pero su liquidez (cantidad de transacciones) es mucho menor²⁰. En principio, hemos optado por trabajar sólo con el Panel Líder, pues éste representa las opciones de inversión bursátil habituales para un ahorrista argentino.

Existe además, un instrumento llamado CEDEAR, que equivale a acciones de compañías extranjeras (hay aproximadamente 200 CEDEARs disponibles a la fecha). Este tipo de papel puede ser útil a la hora de dar mayor diversificación a una cartera local de acciones, por el hecho de restar “riesgo argentino” a la cartera de inversión. Sin embargo, no lo consideraremos en nuestro trabajo, puesto que estos papeles normalmente vienen ya evaluados por agencias de *rating* ético del exterior (que son entidades análogas a las agencias de calificación de papeles financieros). Sin embargo, dejamos abierta la posibilidad de incluir CEDEARs calificados éticamente dentro de un portfolio de acciones de gestión local como un medio de mejorar la diversificación del portfolio sin comprometer su condición ética.

Se seleccionaron dieciocho indicadores para analizar, los cuales pueden ser categorizados así:

- Certificaciones: ISO 14000, SA8000, AA1000.
- Principios o declaraciones: *Global Compact*, *Sullivan Principles*, *Ceres Principles*.
- Premios: ACDE²¹, Foro Ecuménico de Responsabilidad Social, AMCHAM.
- Otros: *Great Place to Work*²², membresías, cobertura en medios, página web, agencias

de *rating*, memorias de las compañías, sanciones de organismos de control, inclusión en portfolios éticos del exterior.

Idealmente esta información debería ser relevante, estar verificada por terceros y ser provista de modo regular (no información *ad-hoc*). Con estos datos, deberíamos estar en condiciones de identificar el valor de “*signaling*” para un eventual inversor responsable. Nótese que no estamos tratando de probar una relación entre RSE y valor accionario, sino sólo la posibilidad de hacer “*signaling*” de RSE desde la perspectiva de un inversor responsable.

Algunas conclusiones preliminares

La extensa variedad de indicadores (cuyos atributos se analizan en el anexo) permite abrigar la expectativa de poder contar en el futuro con alguna mínima información para orientar la categorización de empresas según su perfil de RSE.

Sin embargo cabe destacar la gran dificultad de obtener información: estos indicadores se encuentran dispersos en diversas fuentes, que no están conectadas entre sí y en muchos casos la confiabilidad de los indicadores es dudosa, pues surgen a veces de información de las propias compañías, sin verificación externa.

Pocas compañías aparecen mencionadas sistemáticamente en todos los indicadores. Por ejemplo, hay algunas que cuentan con algunas certificaciones, pero no con otras, en tanto que hay firmas que adhieren al Pacto Global pero no emiten reportes sustentables (con lo que se dificulta la verificación del cumplimiento de los compromisos del Pacto Global).

Por otro lado, algunos indicadores, por ejemplo los Principios Ceres y los Principios Sullivan, no registran a ninguna compañía argentina. Este hecho daría a suponer la falta de una difusión suficiente en nuestro medio de algunas iniciativas que pueden significar un elemento de *signaling* para las compañías locales.

Sin embargo, pareciera ser que no se trata sólo de una cuestión de nuevas herramientas, reportes o certificaciones. Llama también la atención en nuestro relevamiento la carencia de referencias a cuestiones ambientales o sociales en las tradicionales memorias corporativas que acompañan los estados contables. Esto implicaría a nuestro entender una insuficiente información para el accionista a la hora de evaluar los riesgos ambientales o sociales en que incurre la firma.

En definitiva, contamos con un cuerpo de información que si bien es extenso, tiene algunas carencias y zonas grises. El próximo desafío (que se hará en una siguiente etapa de investigación) será la construcción de una matriz analítica que nos permita discriminar entre firmas más y menos “responsables”. Para esta matriz se deberá considerar a las empresas del antes mencionado “Panel Líder” en función de los ya analizados indicadores de *signaling*. Nuestra expectativa consiste en poder elaborar, de modo confiable y satisfactorio, una herramienta de medición del perfil de RSE de firmas con cotización bursátil. Entendemos así que un indicador de esta naturaleza es una condición necesaria para el surgimiento de productos de inversión responsable en el mercado argentino.

Anexo
Indicadores de Signaling

Nombre del Indicador	Confiable	Verificable	Producción regular	Público
ISO 14000	sí	Sí	sí	sí
SA8000	sí	Sí	sí	sí
AA1000	sí	Sí	sí	sí
Principios Sullivan	—	—	sí	sí
Global Compact	—	—	sí	sí
Principios Ceres	—	—	sí	sí
Premio ACDE	sí	—	—	sí
Premio Foro Ecuménico	sí	—	Sí	sí
Premio AMCHAM	sí	—	Sí	sí
Great Place to Work	sí	sí	Sí	sí
Membresías	—	sí	Sí	sí
Cobertura en medios	—	—	Sí	sí
Emisión de reportes	depende	depende	a veces	sí
Página web	—	—	Sí	sí
Agencias de rating	sí	sí	Sí	sí
Memorias corporativas	sí	—	Sí	sí
Sanciones públicas	—	sí	—	sí
Inclusión en portfolios ext.	depende	depende	No	sí

Fuente: basado en la investigación en curso actualmente en UCEL.

Recibido: 23/02/07. Aceptado: 12/03/07

NOTAS

- ¹ El presente trabajo está hecho sobre la base de la primera parte del proyecto de investigación denominado “Metodología para medición de perfil de Responsabilidad Social Empresaria para empresas argentinas. Hacia un “Índice Sustentable Argentino””, que se lleva a cabo en UCEL desde mediados del 2006.
- ² Signori, Silvana. *Gli Investitori etici: implicazioni aziendali*, Bergamo (Italia), Giufré, 2005, pág. 11.
- ³ Hudson, Julie. *The Social Responsibility of the Investment Profession*. Virginia (USA), CFA Institute, Charlottesville, 2006, pág. 1.
- ⁴ Tagliavini, Giancarlo. *Gli investimenti etici*, Bancaria, Italia, 1996, citado por Signori, Silvana. *Gli Investitori etici: implicazioni aziendali*. Op. Cit., pág. 12.
- ⁵ Por nuestra parte, usaremos las expresiones “fondos éticos” o “fondos responsables” indistintamente.
- ⁶ Un detalle completo de los fondos éticos italianos puede verse en Signori, Silvana. *Gli Investitori etici: implicazioni aziendali*. Bergamo (Italia), Giufré, 2005, anexos (pp. 239-300).
- ⁷ Social Investment Forum. “2005 Report on Social Investment Trends in the US”, Washington, 2006, pág. IV.
- ⁸ Argadoña, Antonio et als. *Ethical funds as a tool for promoting ethics in business*, *Second International Conference on Cross Cultural Business Ethics*, London, 2000; citado por Signori, Silvana. *Gli Investitori etici: implicazioni aziendali*, Op. Cit., pp. 10-11.

- ⁹ Juan Pablo II, Encíclica *Centesimus Annus*, número 36, 1991.
- ¹⁰ Por ejemplo, la revista “Valori”, de la *Banca Popolare Etica*, Padova, Italia, en edición julio 2006 dedica un extenso artículo a las inversiones de la industria bancaria en el negocio de armamentos.
- ¹¹ Seguimos en esta clasificación a Signori, Silvana. Op. Cit., pág. 21.
- ¹² Estas entidades, procurarán tener en cuenta su misión al momento de invertir (misión *related investing*). Sería el ejemplo mencionado anteriormente de una fundación científica. Ver Signori, Silvana. Op. Cit., p. 23.
- ¹³ Hudson, Julie. Op. Cit., pág. 2.
- ¹⁴ Para ver una discusión completa acerca de la Hipótesis de Mercados Eficientes, recomendamos ver cualquier manual de finanzas corporativas, por ejemplo, Brealey Richard y Stewart Myers. *Principles of Corporate Finance*, New York, Mc Graw Hill, quinta edición, 1996.
- ¹⁵ Para ver una discusión completa acerca de la Hipótesis de Mercados Eficientes, recomendamos ver cualquier manual de finanzas corporativas, por ejemplo, el citado de Brealey Richard y Stewart Myers.
- ¹⁶ Argadoña, Antonio et als. “Ethical funds as a tool for promoting ethics in business”, Second International Conference on Cross Cultural Business Ethics, London, 2000, citado por Signori. Op. Cit., pág. 22.
- ¹⁷ Esta parte ha sido presentada en un trabajo del autor denominado “RSE en empresas con cotización bursátil en Argentina”, Encuentro SADAF, 2006.
- ¹⁸ Esta parte ha sido presentada en un trabajo del autor denominado “RSE en empresas con cotización bursátil en Argentina”, Encuentro SADAF, 2006.
- ¹⁹ Sokya, S.J. y Feldman. P.A. “Capturing the Business value of EHS Excellence” en *Corporate Environmental Strategy*, 2000, 5, 61-68.
- ²⁰ Destacamos que la liquidez no tiene necesariamente relación con la importancia de la compañía (que se mide con la capitalización bursátil). Podríamos tener en teoría una compañía muy importante cuyas acciones tengan pocas transacciones y sea en consecuencia poco líquida.
- ²¹ El autor es socio de ACDE.
- ²² El autor fue consultor de Great Place to Work.