

## **LOS FONDOS ÉTICOS Y LA PROMOCIÓN DE LA ÉTICA INVERSORA**

### **Antonio Argandoña**

Profesor y titular de la Cátedra Economía y Ética  
IESE - Universidad de Navarra

### **Domingo Sarsa**

Secretario, Inverco Cataluña

---

### **Resumen**

Los estudios sobre fondos éticos se han fijado, habitualmente, en el establecimiento de los criterios de selección de los valores en los que se proponen invertir, la rentabilidad relativa de dichos fondos, las peculiaridades de su gobierno, etc. Por el contrario, este trabajo se ocupa de aspectos más profundos de la actuación de los inversores y de los gestores de fondos: del proceso personal del inversor que, consciente de su responsabilidad, busca instrumentos en los que colocar su patrimonio, de modo que, al mismo tiempo, consiga rentabilidad y ejercite aquella responsabilidad, y de la respuesta que los promotores y gestores de fondos éticos le ofrecen.

### **INTRODUCCIÓN<sup>1</sup>**

Los estudios sobre fondos éticos<sup>2</sup> se han fijado, habitualmente, en el establecimiento de los criterios de selección de los valores en los que se proponen invertir, la rentabilidad relativa de dichos fondos, las peculiaridades de su gobierno, etc.

Por el contrario, este trabajo se ocupa de aspectos más profundos de la actuación de los inversores y de los gestores de fondos: en primer lugar, del proceso personal del inversor que, consciente de su responsabilidad, busca instrumentos en los que colocar su patrimonio, de modo que, al mismo tiempo, consiga rentabilidad y ejercite aquella responsabilidad. Y, en segundo lugar, de la respuesta que los promotores y gestores de fondos éticos le ofrecen.

---

<sup>1</sup> Queremos manifestar nuestro agradecimiento a Javier Farrero, por su valiosa colaboración. Este artículo forma parte de un proyecto de investigación sobre la historia reciente de la ética de la empresa en España, dentro de las actividades de la Cátedra Economía y Ética del IESE.

<sup>2</sup> En este artículo utilizaremos la expresión “fondos éticos” para designar los fondos “enfocados” que introducen criterios morales, ecológicos, sociales, solidarios, etc. en su proceso de decisión de inversión. Ahora bien, como todo fondo gestionado éticamente tiene en cuenta criterios de este tipo, lo que distingue a un “fondo ético” es su explicitación y su uso como medio para la captación de clientes potenciales que sean sensibles a esos argumentos.

El punto de partida de este artículo es una breve descripción del panorama de los fondos éticos en España. Luego se discute la responsabilidad moral del inversor, a partir de la tradicional teoría de la responsabilidad en la cooperación a acciones ajenas, y las dificultades que se presentan para ejercitarla. Seguidamente se discute la oferta de soluciones por las instituciones financieras (fondos éticos), y los principales problemas morales que se presentan en la promoción y gestión de los fondos, para acabar con las conclusiones.

## LOS FONDOS ÉTICOS EN ESPAÑA

Aunque los primeros fondos éticos europeos datan de 1973 y se desarrollan intensamente a partir de 1984 (en especial en el Reino Unido), en España no aparecen hasta 1994. Su crecimiento hasta 1999 ha sido lento (ver Anexo), quizás porque la demanda de los inversores ha sido limitada, pero también porque su regulación no tuvo lugar hasta dicho año. De hecho, el primer fondo ético que sigue los criterios de los países anglosajones aparece en 1997.<sup>3</sup>

En España, la supervisión e inspección de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva corre a cargo de la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV), que encomendó a *Inverco* (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones) la autorregulación de los fondos éticos –o más estrictamente, la autorregulación del uso de los calificativos “ético”, “ecológico”, etc.-, lo que se llevó a cabo en la Circular de la Comisión de Ética de Inverco del 15 de noviembre de 1999, aprobada por la CNMV en diciembre de dicho año.

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

---

<sup>3</sup> En el Anexo se mencionan dos fondos, Iberfondo 2000, constituido en diciembre de 1994, e Iberfondo 2020 Internacional, en octubre de 1997, que se dedican principalmente a la colocación de fondos de instituciones religiosas católicas. El mismo grupo (Banco Santander Central Hispano, BSCH) tiene otro fondo, Horizons, registrado en Luxemburgo y dedicado a las inversiones de instituciones religiosas latinoamericanas. Y, además, el Banco Santander (también del Grupo BSCH) tiene un fondo Santander ONG, diseñado para colocar las inversiones de las entidades sin fines de lucro y con fines asistenciales o de interés general.

Los *criterios de calificación* que la Circular de 1999 recoge son dos: 1) *Negativos*, que excluyen las inversiones en empresas cuyos ingresos o beneficios, totalmente o en parte, provengan de actividades que entren en contradicción con las convicciones del inversor. 2) *Valorativos*, que apoyan las inversiones en empresas que contribuyan positivamente al desarrollo de las convicciones del inversor. La Circular señala que ambos criterios pueden ser aplicados simultáneamente (lo cual es frecuente, también en los fondos españoles), y que admiten graduaciones en su aplicación.

En cuanto a los *requisitos* exigidos a las instituciones de inversión colectiva para que puedan utilizar esos calificativos en sus fondos, Inverco señala: 1) El ideario ético figurará en el folleto que el fondo debe emitir para captar clientes. 2) Los valores aptos para la inversión, de acuerdo con los criterios del fondo, los elegirá una Comisión de Ética designada por los responsables del fondo (a no ser que se invierta sólo en valores incluidos en índices éticos publicados por terceros o elaborados por agencias especializadas). 3) Para evitar la publicidad engañosa del fondo, se remitirá al ideario contenido en el folleto. 4) En los informes trimestrales del fondo se recogerá información sobre su ideario, su Comisión de Ética y las decisiones de la misma.

Lo anterior muestra: 1) que los fondos éticos, ecológicos, etc. han tenido un desarrollo muy pequeño en España; 2) que han atraído, hasta ahora, un volumen muy limitado de recursos de los inversores<sup>4</sup>; 3) que los fondos suelen ser bastante conservadores en sus estrategias de inversión<sup>5</sup>, y 4) que tanto su reglamentación como su desarrollo, funcionamiento, etc., siguen muy de cerca las prácticas de otros países.

## **LA RESPONSABILIDAD MORAL DEL INVERSOR**

Como ya indicamos, nuestro objetivo es reflexionar sobre las decisiones que toman los inversores y los que dirigen los fondos, también desde el punto de vista ético. Nuestro punto de partida será un inversor (una persona, familia, empresa u organización no financiera) que desea colocar su patrimonio en activos financieros que le proporcionen rentabilidad, bajo determinadas condiciones de riesgo,

---

<sup>4</sup> Los fondos incluidos en el Anexo tenían en marzo de 2000 un patrimonio de unos 500 millones de euros. Los activos de todos los fondos españoles ascendían el 29 de febrero de 2000 a 204.424,7 millones de euros (con un crecimiento del -2,4% en los doce meses anteriores).

<sup>5</sup> Esto se aprecia por el tipo de fondo (Anexo 1): los de renta fija (RF) invierten toda su cartera en valores de renta fija, públicos o privados (de modo que el criterio ético sólo aparece en la renta fija privada, o discriminando contra las emisiones de deuda de países no democráticos, etc.); los de renta fija mixta (RFM), más del 70% en renta fija; los de renta variable mixta (RVM), entre el 30 y el 75% en renta variable, y los de renta variable (RV), más del 75% en acciones (según los criterios de Inverco).

liquidez, plazo, tratamiento fiscal, etc., teniendo en cuenta también otras dimensiones que en nuestro análisis serán particularmente relevantes<sup>6</sup>.

En la decisión de inversión hay que recordar, primero, el *principio de libertad*: el agente es responsable de su propia vida (y, en su caso, de la de su familia) y, por tanto, le corresponde a él llevar libremente a cabo la administración de su patrimonio y decidir sobre él<sup>7</sup>.

Y segundo, el *principio de responsabilidad*, inherente a toda decisión libre: el agente es responsable de sus actos libres<sup>8</sup>. Esto significa que la responsabilidad última corresponde al inversor, y que se debe juzgar con los criterios tradicionales en ética: naturaleza de la acción (prestar o invertir dinero es una acción, en principio, moralmente correcta), intención del agente (que supondremos correcta) y circunstancias, principalmente los efectos de su acción.

Entre estos efectos hay que tener en cuenta, en primer lugar, los *directos*, que serán, principalmente, los que afectan a la conservación y rendimiento de su riqueza, de acuerdo con las reglas de una prudente gestión financiera. Y, en segundo lugar, los efectos *indirectos*, porque, con su decisión de invertir, el ahorrador está contribuyendo a financiar determinadas actividades, por lo que se hace *corresponsable* de la moralidad de las mismas.

Esa responsabilidad hay que entenderla en lo bueno –si lo que se financia es una actividad moralmente buena–, pero también en lo malo –si la actividad es éticamente rechazable. Por tanto, la acción de colocar la riqueza puede dar lugar a una colaboración al bien o al mal, con su correspondiente valoración ética, positiva o negativa<sup>9</sup>.

El ejercicio de la responsabilidad en la propiedad tiene siempre una dimensión ética, aunque los *motivos* que impulsan a los inversores a ejercitarla pueden ser de naturaleza diversa: estrictamente ética –es decir, relacionada con el

---

<sup>6</sup> Damos por supuesto que las actuaciones que han conducido a esa decisión no presentan problemas morales: el patrimonio ha sido acumulado legítimamente, se han pagado los impuestos establecidos, etc.

<sup>7</sup> Este no es un derecho absoluto, o al menos así lo consideran muchas escuelas de moral.

<sup>8</sup> Nos referimos a responsabilidad moral, no legal. Las decisiones de inversión suelen reunir los requisitos para que una acción sea moralmente imputable al sujeto, por ser libre, por ser conocida la acción de invertir y por ser razonablemente previsibles sus efectos, a pesar de la natural incertidumbre que rodea siempre a este tipo de acciones.

<sup>9</sup> Aunque a menudo nos referimos a las actividades de las empresas que el inversor financia con sus fondos, no debemos excluir a las entidades sin fines de lucro, organismos internacionales, gobiernos, etc., a los que llega también esa financiación. Habitualmente se pasa por alto este punto, dando por supuesto que, por ejemplo, la compra de deuda pública de los gobiernos no presenta problemas morales. La realidad es que los presenta, lo mismo que en las empresas, y los inversores lo tienen en cuenta, especialmente en el caso de gobiernos corruptos, depredadores, agresores o brutales en sus actuaciones contra sus ciudadanos o contra otros países. No obstante, los inversores y los fondos suelen ser más exigentes con las empresas (por ejemplo, por la contaminación, el trato incorrecto a la mano de obra o la falta de medidas de seguridad en el trabajo) que a los gobiernos (por la omisión de medidas de protección del medio ambiente, los problemas sociales y humanos en sus cárceles o la práctica del aborto en los hospitales públicos).

cumplimiento de unos deberes morales, o con el desarrollo de la persona del decisor-, o con un mayor componente social –impulsado, quizás, por espíritu de servicio a los demás<sup>10</sup>-, ecológico –cuando lo que se procura directa e inmediatamente es la conservación del medio ambiente y el crecimiento sostenible-, político –las inversiones se llevan a cabo atendiendo a criterios políticos, de partido o no-, solidarios –alguna entidad de carácter social o asistencial recibe algún beneficio como fruto de esa inversión<sup>11</sup>, etc.

A menudo se sostiene que la existencia de una responsabilidad moral en la decisión del inversor va contra la *racionalidad económica*. Del mismo modo –se dice que el (único) objetivo de la empresa debe ser la maximización del valor de las acciones, el (único) objetivo de toda decisión de inversión debe ser la consecución de la máxima rentabilidad posible, o mejor, una combinación entre rentabilidad y riesgo que esté de acuerdo con las preferencias (aversión al riesgo) del agente. Esto es razonable pero, antes de darlo por bueno, hay que entender por qué es razonable<sup>12</sup>.

Si se cumplen ciertos supuestos<sup>13</sup>, y si todas las empresas toman decisiones de modo que se maximice el valor de sus acciones, y si todos los inversores actúan de modo que se maximice la rentabilidad de sus carteras (sujeta a la relación con el riesgo ya mencionada), se alcanzará un óptimo y la eficacia económica será máxima, en el sentido de que, dados los recursos disponibles, no se podrán obtener mayores volúmenes de producción, y ningún sujeto podrá aumentar su utilidad sin que otro la vea disminuída.

La maximización del valor de las acciones o del rendimiento de la cartera viene dada, pues, por una determinada concepción de la racionalidad del sistema económico. Cuando se afirma que las empresas o los inversores “deben” actuar de ese modo, se está afirmando que, de este modo, el sistema económico en su conjunto conseguirá aquel óptimo, que se supone es su fin.

Pero esto exige algunas precisiones. Primera: para que se alcance el óptimo económico, deben cumplirse las condiciones señaladas, que nunca suelen darse en la realidad. Por tanto, la maximización del valor de las acciones no es una regla práctica de dirección de empresas, ni lo es la maximización del rendimiento de una cartera: se trata sólo de una condición teórica de eficiencia del sistema.

---

<sup>10</sup> Que es también de naturaleza ética, por supuesto. Ya hemos señalado que la ética es una dimensión presente, de un modo u otro, en todas las alternativas.

<sup>11</sup> En lo que sigue, no nos extenderemos en la figura de los fondos solidarios, que muestran una actitud positiva de sus promotores –que renuncian a parte de sus ingresos-, pero no tanto de los inversores –que no ven incrementados sus gastos.

<sup>12</sup> He desarrollado este tema en Argandoña (1995, 1996, 1998a,b, 2000). Cfr. también Elegido (1998).

<sup>13</sup> Sobre la independencia de las preferencias de los agentes económicos, el carácter completo de los mercados presentes y futuros, la competencia atomística, la existencia de información perfecta y gratuita al alcance de todos los participantes, etc.

Segunda: que la finalidad del sistema sea la eficiencia no lo afirma la ciencia económica, sino que viene dado desde fuera de la misma<sup>14</sup>.

Tercera: el concepto económico de eficacia se refiere a la utilización de unos recursos para la obtención de unos resultados. En economía se suelen incluir los costes de las primeras materias, energía, financieros, laborales, etc., entre los recursos, y los ingresos entre los resultados. Pero la decisión de incluir determinados costes e ingresos y no otros –como el deterioro del medio ambiente, el estrés de los directivos o la degradación moral de los empleados- es una decisión metaeconómica<sup>15</sup>.

A la vista de todo lo anterior, se puede afirmar que la maximización del valor de las acciones es un objetivo de la empresa, pero no el único. Igualmente, la maximización de la rentabilidad de la cartera debe formar parte de los objetivos de los inversores –y sería rechazable que estos, sistemáticamente, no trataran de conseguirlo-, pero no puede ser el único criterio de actuación. Y esa es la razón por la que vemos que no pocos inversores se preocupan por los aspectos éticos de la colocación de su patrimonio, sin que ello desmerezca su racionalidad<sup>16</sup>.

Podemos resumir todo lo dicho de la siguiente manera:

1) Más allá de la obtención de una rentabilidad óptima o máxima (dado el nivel de riesgo deseado o admitido), los inversores tienen una *responsabilidad moral* por sus decisiones de colocación de patrimonio. Esta es una idea ya muy antigua en la literatura ética<sup>17</sup>.

2) Esa responsabilidad afecta, principalmente, a la elección de las *empresas* o instituciones, públicas o privadas, a las que, directa o indirectamente, están financiando.

---

<sup>14</sup> Además, el óptimo definido antes sólo lo es dentro de una ética utilitarista, y deja de serlo para otras concepciones morales si, por ejemplo, se concede relevancia no sólo a la satisfacción de las preferencias de los sujetos, sino a la moralidad de esas preferencias, o a la de los procesos económicos y sociales de los que resulta el supuesto óptimo. Cfr. Buchanan (1985), Hamlin (1986), Sen (1979).

<sup>15</sup> “La eficiencia es una cualidad de la que se habla cuando se considera ‘lo útil para’, ‘lo válido en orden a’, es decir, cuando nos situamos en el contexto de la conexión o relación entre medios y fines (...) En otras palabras, toda afirmación de eficiencia implica, sin duda alguna, un juicio valorativo –se reconoce o proclama que un sujeto, un instrumento o una acción son aptos para producir un determinado efecto-, pero nos remite, por su propia estructura, a un juicio ulterior, referido esta vez al efecto, objetivo o fin que ese sujeto, instrumento o acción producen (...) Un discurso que se desarrolla en términos de eficiencia es, por eso, un discurso incompleto, suspendido en el vacío; o bien, en otros casos, un discurso que no pone de manifiesto sus implícitos, pues está presuponiendo un determinado fin, aunque a veces no lo manifieste de forma clara”. (Illanes 1994, p. 31).

<sup>16</sup> Parece lógico hablar de “la” racionalidad de la persona, sin contraponer una racionalidad económica a otra ética –y a otras, por ejemplo, de naturaleza política, etc.

<sup>17</sup> Y, desde luego, muy anterior a la aparición de los fondos éticos. Por ejemplo, Koslowski (1995) cita a Messner (1955) como una formulación tradicional y nada novedosa.

3) En esa elección, el principal determinante serán las *actividades* que llevan a cabo esas empresas, y cómo las llevan a cabo<sup>18</sup>.

## **LAS DIFICULTADES EN EL EJERCICIO DE LA RESPONSABILIDAD MORAL DEL INVERSOR**

Cuando el inversor se propone ejercer su responsabilidad como propietario, puede hacerlo con criterios *negativos* –no causar daño, es decir, no contribuir con su patrimonio a la financiación de actividades inmorales- o *positivos* –intentar obtener resultados moralmente más elevados<sup>19</sup>. Esto último, a su vez, puede lograrlo invirtiendo sólo en empresas cuyas actividades sean moralmente excelentes (una categoría que, obviamente, admite muchos grados), o tratando de cambiar las decisiones de las empresas en las que ya invierte o se propone invertir, a fin de que, como mínimo, no actúen inmoralmemente y, en lo posible, sean moralmente excelentes.

Esta diversidad de horizontes se corresponde con la concepción de la ética como un conjunto de mínimos que deben cumplirse para que el hombre y la sociedad no se deterioren –no hacer el mal-, por encima del cual se da un amplio campo para el desarrollo ético de las personas y de la sociedad –hacer el bien<sup>20</sup>.

Pero esta no es una tarea fácil. El inversor que se proponga actuar éticamente se encontrará, al menos, con algunas de las siguientes dificultades<sup>21</sup>:

1) Falta de *información sobre las empresas* que llevan a cabo actividades moralmente rechazables o excelentes. Esto vale también para inversiones llevadas a cabo a través de intermediarios –por ejemplo, depósitos en un banco que, a su vez, presta a empresas, etc.

2) Falta de *información sobre el funcionamiento de los mecanismos de inversión* – muy poco frecuente en países con un sistema financiero algo desarrollado<sup>22</sup>.

3) Falta de *capacidad para dirigir las inversiones* hacia empresas éticamente correctas –por ejemplo, porque no cotizan en bolsa<sup>23</sup>.

4) Falta de *capacidad para cambiar la conducta de la empresa*, por tratarse de un pequeño accionista sin voz en el consejo de administración o en la junta de

---

<sup>18</sup> Suponemos que se cumplen las demás condiciones para la moralidad de la decisión de invertir, como ya hemos explicado más arriba.

<sup>19</sup> Valorativos, en la terminología propuesta por Inverco, como se señala más arriba. Cowton (1999) llama “de apoyo” (*supportive*) a los criterios positivos, y “de evitación” (*avoidance*) a los negativos.

<sup>20</sup> Cfr. Polo (1996).

<sup>21</sup> Que, en definitiva, se resumen en dos: conocer y poder.

<sup>22</sup> El inversor puede pensar que, si compra acciones ya emitidas, sus fondos no van directamente a la empresa que realiza la actividad, sino a un inversor anterior. Pero esto no justifica éticamente su decisión.

<sup>23</sup> En teoría, cada inversor podría constituirse la cartera que desease. En la práctica, esto no es verdad, por los costes de información, transacción, etc.

accionistas, o porque la empresa tiene muy claro su propósito y lleva muchos años comportándose de ese modo, etc. En todo caso, la necesidad de diversificar la cartera para reducir el riesgo hace poco probable que muchos inversores puedan tener porcentajes significativos del capital de algunas empresas<sup>24</sup>.

5) *Desconocimiento de los criterios éticos* para tomar sus decisiones. Por ejemplo, las empresas en las que se le ofrece la posibilidad de invertir pueden presentar aspectos positivos (fabricación de productos farmacéuticos para mejora de la salud humana) y negativos (políticas de personal discriminatorias contra las minorías raciales)<sup>25</sup>.

Además de todo lo anterior, el inversor se encuentra hoy un *entorno* en el que:

1) Las decisiones de inversión suelen *excluir la participación activa en la gestión de la empresa*, porque se contemplan sólo como medidas de colocación del patrimonio.

2) A menudo, el *incentivo para conocer la empresa* en que se invierte (sus productos, mercados, tecnologías, equipo humano, etc.) es insignificante. Sólo interesan unas variables abstractas, para derivar de ella la información sobre rentabilidad, riesgo, etc. que requiere la decisión.

3) Las colocaciones alternativas se presentan, a menudo, formando *paquetes con características prefijadas* –de rentabilidad esperada, plazo, condiciones fiscales, liquidez, riesgo, etc.- en fondos de inversión, fondos de pensiones, seguros, etc.

4) Las inversiones se valoran mediante criterios estrictos, principalmente (si no exclusivamente) de *rentabilidad y riesgo*. El tratamiento de este último exige una diversificación de la cartera, y el recurso a operaciones más o menos complejas de cobertura<sup>26</sup>.

---

<sup>24</sup> Cfr. Argandoña (1996).

<sup>25</sup> Todos estos argumentos son débiles, pero no pueden ignorarse. En definitiva, como en toda decisión, la colocación del patrimonio requiere una consideración presidida por la prudencia, porque los efectos positivos y negativos de la acción no son inmediatos, ni suficientemente conocidos, ni se pueden cuantificar o valorar con facilidad. Esto hace poco fiable el juicio de un observador externo, porque no conoce con qué información actúa el decisor y en qué circunstancias lo hace. En todo caso, nuestro objetivo no es discutir las condiciones en las que puede estar justificado colaborar con empresas que tienen comportamientos no éticos, sino más bien lo contrario: estudiar cómo evitar ese tipo de colaboración y cómo hacerlo con empresas de talante moral positivo. Sobre los problemas morales derivados de la cooperación al mal, cfr. Melé (1986, 1987).

<sup>26</sup> La búsqueda de rentabilidad, la movilidad de la cartera y la valoración de los fondos por sus resultados mensuales o trimestrales puede llevar a actitudes cortoplacistas, cuando los gerentes de los fondos se mueven exclusivamente buscando la maximización del valor de las participaciones en el corto plazo. En la medida en que se dé, esta actitud se opone al mantenimiento de las inversiones a largo plazo y, por tanto, a un ejercicio profundo de la responsabilidad en la propiedad de las empresas. Cfr. Argandoña (1995).

5) Las exigencias informativas y técnicas de las decisiones de inversión aconsejan dejarla en manos de *expertos*.

6) Las decisiones se pueden *revisar con frecuencia*, gracias a la abundancia de información y a los bajos costes de transacción. Esto significa que las acciones de una empresa en la cartera de un inversor pueden tener una rotación elevada.

Para muchos inversores, todo lo anterior conduce a la colocación de su patrimonio a través de *entidades especializadas*, mediante la compra de productos financieros secundarios (es decir, representativos de otros activos financieros), a través de intermediarios (bancos, compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones, etc.) y con objetivos centrados en la rentabilidad (y el riesgo). Y excluye casi desde su raíz la posibilidad de ejercer la responsabilidad del propietario, tal como se enunciaba hasta hace poco en los manuales de moral empresarial o financiera.

¿Desaparece, pues, la responsabilidad del inversor, tal como la explicábamos antes? No desaparece, porque el inversor sigue cooperando con las actividades de la empresa. Lo que cambiará es el modo de ejercerla.

## LOS FONDOS ÉTICOS

A la demanda de valores en los que los inversores puedan ejercer su responsabilidad moral<sup>27</sup> responde la *oferta* –los intermediarios financieros- creando fondos especializados o enfocados (éticos, solidarios, responsables, ecológicos, etc.<sup>28</sup>), siguiendo la tendencia a ofrecer paquetes de inversión estandarizados en cuanto a condiciones de rentabilidad, plazo, moneda, riesgo, etc.

Los fondos éticos, sociales, responsables, ecológicos, etc. son, por tanto, una *respuesta estándar* –o mejor, una amplia gama de respuestas más o menos estandarizadas- a aquella demanda. Como ya señalamos, el inversor responsable toma su decisión entre un mínimo (no invertir en empresas decididamente inmorales) y una amplia gama de oportunidades cada vez más excelentes, desde

---

<sup>27</sup> La demanda de inversiones socialmente responsables puede responder a incentivos morales, pero también de otro tipo. Por ejemplo, el cuidado del medio ambiente es, desde el punto de vista económico, un bien “de lujo” cuya demanda crece más que proporcionalmente con el crecimiento de la renta (para niveles de ingresos muy bajos, consumir puede ser mucho más útil que evitar la contaminación, que pasa a ser más relevante a partir de un cierto nivel de vida). Esto quiere decir que la demanda de inversiones respetuosas del medio ambiente puede obedecer a incentivos económicos y al interés personal del inversor, no (o no sólo, o no principalmente) a su responsabilidad social.

<sup>28</sup> Y no sólo fondos, sino también instrumentos de ahorro solidario, bancos sociales, bancos de desarrollo regional, cooperativas, cajas de ahorros que destinan parte de sus beneficios a la promoción de actividades sociales, empresas orientadas a la comunidad, etc.

financiar empresas que destaquen por sus conductas éticas, solidarias o responsables, hasta tratar de influir sobre la dirección de las empresas para que dejen de actuar de manera inmoral, o mejoren su calidad ética.

Quedan definidos, de este modo, cuatro grandes grupos de decisiones que los fondos éticos tienen que tomar<sup>29</sup>:

1) La fijación de *los criterios de selección* con que se determinarán los sectores y empresas en los que el fondo se propone invertir (positivos) o no invertir (negativos)<sup>30</sup>. En esta fase, el fondo define su perfil inversor y, por tanto, la atractividad de sus productos para el público, en un intento de captar lo que sus clientes potenciales desean –o de “crear la necesidad” de invertir de acuerdo con esos criterios, y no con otros.

Si los promotores o gestores del fondo tienen *actitudes éticas definidas*, las reflejarán en la elección de esos criterios<sup>31</sup>. Si no las tienen, formularán ofertas amplias a clientes con preferencias no bien especificadas. En este caso, los criterios que establezcan serán genéricos y basados en actitudes más sociológicas que éticas<sup>32</sup>.

Dado que no existe una definición unívoca e indiscutida de qué es una empresa ética, la elección de los criterios será siempre conflictiva. Y, además, llevará consigo al menos dos problemas prácticos. Uno: en la medida en que los criterios se multipliquen y concreten, el colectivo de empresas en las que se puede invertir se irá reduciendo, lo que enfrentará los criterios éticos con los financieros. Y dos: los criterios positivos pueden añadirse a los negativos o compensarse con ellos<sup>33</sup>.

---

<sup>29</sup> No entraremos aquí en la discusión de a quién corresponde tomar esas decisiones, dentro de la estructura de los fondos (consejo de administración, gerente, comité de ética, analistas, etc.). Como se señala más adelante, todos deben compartir, de algún modo, la responsabilidad por las decisiones éticamente relevantes del fondo.

<sup>30</sup> Esta no es una tarea nueva, porque todo fondo debe definir los criterios económicos y financieros, políticos, de imagen, etc. con que llevará a cabo sus inversiones. En el caso de los fondos éticos, simplemente, el ámbito de decisión se amplía (aunque, a menudo, también se compartamentaliza, dejando las decisiones que aquí nos interesan al comité de ética, y pasando las restantes al consejo de administración y a los gestores, analistas, etc.).

<sup>31</sup> De alguna manera, estamos proponiendo distinguir los fondos que nacen de una inquietud ética, social o medioambiental genuina, de los que, simplemente, ofrecen inversiones con esas orientaciones, no por convicción personal, sino como estrategia comercial. Esta distinción –que es muy difícil llevar a cabo desde fuera– afecta poco a las motivaciones del inversor, que sólo busca un instrumento idóneo para llevar a cabo la colocación responsable de su patrimonio.

<sup>32</sup> Es probable que muchos fondos hayan tomado ciertas medidas más como reacción a acontecimientos sociológicos o políticos que a verdaderos problemas éticos o, al menos, que no hayan llevado a cabo un análisis ético profundo. Esto pudo observarse, por ejemplo, en el boicot a las inversiones en Sudáfrica en la época del *apartheid*.

<sup>33</sup> Detrás de este dilema se pueden ver dos concepciones distintas (aunque no necesariamente contrapuestas) de la ética: como reglas estrictas que nunca deben incumplirse, o como soluciones posibles, pero no óptimas, a problemas complejos, que admiten diversas soluciones (lo que no debe confundirse con el relativismo moral).

El criterio central suele ser, como ya señalamos, *la naturaleza de los productos o servicios* que ofrece la empresa, sea por su carácter directamente inmoral (pornografía, prostitución, etc.) o supuestamente favorable para el bienestar humano (educación, salud, etc.), por su probable o posible uso no ético (armas), o por los posibles efectos que su producción o uso tenga en el medio ambiente o en la salud de las personas (energía nuclear, tabaco, productos químicos obtenidos con daño o riesgo ecológico, trabajo infantil, etc.)<sup>34</sup>. A menudo se añaden otros criterios, como la política laboral de la empresa (igualdad de oportunidades, por ejemplo), su actitud hacia la comunidad local (apoyo a iniciativas sociales), su actitud (de colaboración o rechazo) ante determinados regímenes políticos, etc.<sup>35</sup>.

¿Qué papel debe tener el inversor responsable en esta fase de la definición de la estrategia y de las políticas del fondo? El modelo vigente parece más bien *dirigido por la oferta*: como ya hemos señalado, ante una demanda poco definida, la oferta responde con diversos tipos de fondos y diversos criterios de inversión y, a la vista de la acogida de sus propuestas, se adapta a los cambios en la demanda. Esto parece razonable, porque los inversores no suelen tener criterios muy definidos sobre qué consideran ético y qué no<sup>36</sup>.

2) *Elegir las empresas* en las que invertir. Esto lleva consigo problemas de información, así como los derivados de la aplicación prudencial de los principios señalados antes.

Idealmente, las empresas deberían proporcionar a los fondos abundante *información* sobre sus productos, mercados, tecnologías, procesos de producción, políticas de personal, relaciones con sus clientes, etc., para que los fondos puedan tomar sus decisiones. Sin embargo, esa información no suele darse, quizás porque las empresas mismas no la tienen –o no la tienen de forma sistemática y fácilmente transmisible–, o porque no la pueden o no la quieren dar,

---

<sup>34</sup> La descripción de estos criterios no supone que se está aplicando una ética consecuencialista, porque lo que se pretende valorar no son (sólo) las consecuencias de las actuaciones de las empresas, sino también los principios que las mueven. Y, como ya señalamos antes, se da por supuesta la moralidad intrínseca de la decisión de invertir, así como las intenciones éticamente correctas de los inversores.

<sup>35</sup> Los criterios negativos son más fáciles de establecer que los positivos, sobre todo porque estos pueden ampliarse tanto como se desee. En la práctica, unos y otros se traducen en cuotas o porcentajes (máximos, mínimos o recomendados) de la cartera. Algunos de los criterios que se utilizan son muy discutibles: por ejemplo, en Estados Unidos algunos fondos consideran que las empresas que excluyen el funcionamiento de los sindicatos en sus plantas son, por lo menos, sospechosas de ser poco respetuosas con su personal. Pero esto no tiene por qué ser así. Un ejemplo típico puede ser la centenaria Lincoln Electric Company, una de las empresas mejor valoradas por sus políticas de personal (remuneración, seguridad del puesto de trabajo, autonomía, etc.), y que no tiene sindicatos en sus plantas (ni sus empleados los desean).

<sup>36</sup> Si un inversor sabe lo que quiere, puede (al menos en teoría) administrar él mismo su patrimonio, o puede dar instrucciones precisas a su gestor, o puede intentar cambiar los criterios usados por su fondo, o promover un fondo nuevo, etc.

o porque la ofrecen de forma parcial, confusa o no verificable. La existencia de agencias imparciales puede paliar, el menos en parte, este problema.

Una vez reunida la información, los fondos deben valorarla y elegir los sectores y empresas en que van a colocar los capitales recibidos de sus clientes. La existencia de reglas precisas (del tipo de “no invertir más del x% de la cartera en tal tipo de valores”) no excluye la necesidad de tomar *decisiones prudentiales*<sup>37</sup>.

La elección de las empresas nos recuerda la existencia de un problema relevante. Desde el punto de vista financiero, la selección se hace con arreglo a criterios *de futuro*, es decir, de acuerdo con la rentabilidad esperada de las empresas. Desde el punto de vista ético, los criterios que se utilizan miran sobre todo *al pasado*, porque se espera que las empresas que mostraron una buena conducta ética en el pasado seguirán teniéndola en el futuro, y porque se espera que su personal haya desarrollado virtudes que impulsen y faciliten sus actuaciones moralmente correctas. Pero este supuesto no deja de tener inconvenientes. Primero, las inversiones en acciones de una empresa se llevan a cabo porque se espera que su conducta siga siendo ética, y no deben interpretarse como un premio a sus resultados pasados. Segundo, hay que admitir que una empresa se equivoque y cometa acciones inmorales, pero que rectifique, pida perdón y procure volver a comportarse éticamente en el futuro<sup>38</sup>.

Es importante subrayar que el hecho de que un fondo ético, social, responsable, ecológico, etc. incorpore ciertos valores a su cartera no debe interpretarse como un rechazo del carácter ético, social, responsable o ecológico de las empresas no incluidas en dicho fondo. De alguna manera, el fondo garantiza a sus clientes que las empresas que figuran en su cartera cumplen unos mínimos o responden a unos criterios, pero nada más.

3) Fijar los *criterios de mantenimiento (y sustitución) de las inversiones*. Los fondos ordinarios tienen claros estos criterios –principalmente en términos de rentabilidad y riesgo-, pero los fondos éticos deben jugar también con una tercera dimensión, la moral. Y esto lo deben llevar a cabo mediante decisiones prudentiales, como las señaladas antes<sup>39</sup>.

---

<sup>37</sup> Cfr. Joly (1993). Esto ocurre también con los criterios técnicos, financieros y económicos, a no ser que se opte por dejar a un programa de ordenador las decisiones sobre compra y venta de acciones en la cartera del fondo, lo que no parece un buen modo de ejercer la responsabilidad.

<sup>38</sup> Un caso típico es el de las empresas que trabajan en el reciclaje de productos radiactivos, que suelen ser las mismas que los produjeron en el pasado, o que los siguen produciendo ahora. Cfr. Joly (1993).

<sup>39</sup> Otra cosa es cómo transmiten esto a sus clientes. Por eso, los gerentes tienen que adoptar a veces decisiones radicales, como excluir totalmente a las acciones de una compañía de la cartera del fondo, para mantener la imagen del mismo y la estimación de sus clientes, aunque quizás hubiese sido más razonable no hacer nada. Pero esto mismo ocurre en otras decisiones: si, por ejemplo, los mercados esperan que una moneda se deprecie, el gerente de un fondo tendrá quizás que reducir la parte de su cartera invertida en valores de ese país, aunque piense que se trata de un fenómeno transitorio y que sería más razonable mantener aquellos valores, dentro de una estrategia a medio plazo.

4) Establecer la *política de relaciones con la dirección de las empresas* cuyas acciones figuran en el fondo. Esto incluye, en primer lugar, cómo se utilizará el *derecho al voto* en las juntas de accionistas (si lo puede ejercer el fondo), cómo se tendrán en cuenta las instrucciones de los clientes –si las hay-, en beneficio de quién se ejercerá ese derecho de voto, etc.<sup>40</sup>.

Relacionada con este tema está la actitud del fondo hacia la *definición y puesta en práctica de los objetivos y estrategias de la empresa* –lo que podríamos llamar el “*activismo*” (no sólo ético, sino también económico, político, etc.) del fondo. ¿Debe proponerse influir en las decisiones de las empresas en las que participa? ¿Tienen sus gestores los conocimientos y la información necesarios para llevar eso a cabo de manera eficiente y justa?<sup>41</sup> ¿Tienen fuerza para realizar con éxito esa presión?<sup>42</sup>.

¿Cuál es la actitud de los inversores sobre este tema? Si simplemente tratan de colocar su patrimonio en actividades éticamente correctas, preferirán una política pasiva del fondo y, en su caso, “votar con los pies” y abandonar la empresa si esta se comporta de manera inapropiada. Pero si adoptan actitudes más activas en la promoción de sus preferencias éticas, se inclinarán por una mayor involucración del fondo en la gestión de las empresas, e incluso estarán dispuestos a soportar algunos quebrantos económicos por esta razón.

Todo lo anterior queda reflejado en un conjunto de reglas que los fondos éticos deben seguir<sup>43</sup>:

1) *Principio de lo generalmente rechazado*: no se debe invertir en empresas o sectores cuyas actividades entren en conflicto con los requerimientos morales de la sociedad: tráfico de drogas, pornografía, etc.<sup>44</sup>.

2) *Principio de los temas controvertidos*: cuando una inversión entre en conflicto con los requerimientos morales de un grupo social importante, el fondo debe identificar y excluir esas inversiones: energía nuclear, tabaco, tráfico de armas, etc.<sup>45</sup>.

---

<sup>40</sup> Cfr. Löhnert (1995), para el caso de los bancos alemanes.

<sup>41</sup> Cfr. Werhane (1995).

<sup>42</sup> Los fondos no suelen tener participaciones elevadas en las empresas, quizás porque no lo permite la ley, o porque no lo aconseja la prudencia financiera. Además, les puede interesar cambiar con frecuencia la composición de su cartera, lo que dificulta la aproximación a las empresas para influir en su gestión.

<sup>43</sup> Cfr. Joly (1993). Tomo la traducción de estas reglas de Morales (1998), pp. 176-177.

<sup>44</sup> Entendemos que estos criterios son éticos, no sociológicos.

<sup>45</sup> Estos criterios pueden ser éticos, pero también ideológicos o sociológicos. Dado el carácter abstracto y genérico de la oferta de los fondos éticos, es lógico que se lleve a cabo esa exclusión, aunque algunos inversores o directivos de fondos podrían no tener reparos morales contra, por ejemplo, empresas que construyen o gestionan centrales nucleares, si lo hacen con las debidas condiciones de seguridad y respeto al medio ambiente.

3) *Principio de prudencia*: valorar todas las empresas de modo que se puedan identificar todos sus resultados relevantes (sobre el medio ambiente, sobre las personas, etc.)<sup>46</sup>.

4) *Principio de proporcionalidad*: cuanto mayor sea el volumen –absoluto o relativo- de los fondos colocados en una empresa, mayor atención deberá prestarse a las consecuencias económicas, morales, sociales o medioambientales que se deriven de esa inversión.

5) *Principio de rendición de cuentas*: los informes sobre las inversiones del fondo deben incluir no sólo los resultados financieros de las empresas, sino también los datos de naturaleza extraeconómica que han influido (o podrían o deberían haber influido) en la decisión de invertir o desinvertir en ese valor.

6) *Principio de la polémica*: que una inversión sea controvertida no quiere decir que deba abandonarse, sino sólo que debe estudiarse<sup>47</sup>.

7) *Principio de negligencia*: los gerentes de fondos éticos deben prestar atención a todas las consecuencias de sus decisiones. La ignorancia no puede servir de excusa<sup>48</sup>.

8) *Principio del “barco común” (same boat rule)*: es conveniente que los gerentes del fondo comprometan en él al menos parte de su patrimonio personal<sup>49</sup>.

9) *Responsabilidad colectiva e individual*: la responsabilidad debe ser compartida por todos los que participan en las decisiones del fondo: consejo de administración, gerente, asesores, comisión ética, analistas, etc.<sup>50</sup>.

10) *Dilemas*: la solución de los dilemas no consiste en ignorarlos, sino en estudiarlos<sup>51</sup>.

## CONCLUSIONES: ¿SON ÉTICOS LOS FONDOS ÉTICOS?

Bajo el nombre genérico de *fondos éticos* hemos analizado un conjunto de productos financieros que pueden atraer a inversores potenciales que desean colocar su patrimonio no sólo rentablemente, sino también ejerciendo una

---

<sup>46</sup> Nos referimos aquí a la virtud de la prudencia, tal como la consideraban los clásicos, y no simplemente a la astucia con que uno procura obtener siempre lo mejor para sí. Cfr. Pieper (1980).

<sup>47</sup> Pero véase lo dicho antes sobre las decisiones radicales que a veces tienen que adoptar los gerentes de fondos.

<sup>48</sup> Se trata de otra variante del ejercicio de la prudencia en la dirección.

<sup>49</sup> Esta regla parece razonable para la motivación del gerente, pero no desde el punto de vista de la diversificación de sus riesgos (laborales y financieros).

<sup>50</sup> Cada uno, por supuesto, de acuerdo con su posición en la empresa. Sobre las virtudes que deben practicar los directivos de entidades financieras –también los gerentes de fondos-, cfr. Termes (1995, 1998).

<sup>51</sup> Otras reglas son mantener la independencia y objetividad del fondo, mantener la confidencialidad de la información recibida de las empresas, distinguir los hechos de las opiniones en la valoración de las empresas, etc.

responsabilidad que, en términos generales, hemos llamado ética, pero que puede ser también social, ecológica, política, etc.

Los fondos éticos cumplen una función importante: son la respuesta de la oferta (instituciones financieras) a la demanda (inversores privados) de instrumentos de inversión que permitan el ejercicio de esa responsabilidad. No son fruto de la hipocresía o del oportunismo de sus promotores o gestores ni de los inversores, aunque es posible que algunos de ellos actúen de este modo<sup>52</sup>. Tampoco son la panacea de los comportamientos éticos en las finanzas<sup>53</sup>.

Son, simplemente, *un medio* para que inversores que no están en condiciones de ejercer de modo directo su responsabilidad como propietarios –es decir, que no pueden elegir personalmente las empresas en las que van a invertir, o buscar siempre aquellas colocaciones en que su dinero puede tener un mayor impacto, no sólo en términos de eficiencia, sino también de resultados sociales o éticos, o presionar a la dirección de esas empresas para que intenten mejorar continuamente el resultado moral, ecológico, social, etc. de sus estrategias y políticas, etc.- puedan hacerlo de manera sencilla y rentable.

No son *la única* forma de ejercer esa responsabilidad, pero son *una* forma de hacerlo, que puede ser moralmente muy recomendable, sobre todo para personas que no están en condiciones de hacer análisis éticos (y económicos, financieros, etc.) más complejos. Y conviene tener en cuenta que los deberes morales de una persona no se agotan en la colocación de su riqueza en fondos éticos, como tampoco se agota en la entrega periódica de aportaciones a alguna institución de beneficencia.

La *ética del inversor* en fondos éticos se debe juzgar del mismo modo que la ética del resto de sus acciones. En definitiva, lo relevante es tener *una vida moralmente plena*, que abarque toda la conducta<sup>54</sup>. Pero los *aprendizajes morales* son muy importantes. Una persona que muestre su interés por cumplir sus responsabilidades en la colocación de su riqueza, aunque sea inmoral en otros muchos aspectos de su vida, habrá dado un primer paso para entender cómo debe vivir y, sobre todo, para aprender a hacerlo: habrá empezado a desarrollar sus virtudes, y es probable que, poco a poco, vaya descubriendo otros aspectos de su vida en los que puede y deber comportarse éticamente.

---

<sup>52</sup> La valoración ética de cualquier acción no puede olvidar los motivos de los agentes. Aquí no hemos entrado en la discusión de esas motivaciones, porque son, habitualmente, desconocidas para los que no son protagonistas directos de la decisión.

<sup>53</sup> No parece conveniente poner énfasis en la rentabilidad de los fondos éticos, porque el que invierte en ellos debe hacerlo buscando no sólo la rentabilidad, sino también la responsabilidad: hay que ser ético, pero no para ganar más. Otra cosa es que se muestre que los fondos éticos pueden ser rentables, quizás tan rentables como los otros fondos, y a veces más rentables que ellos, porque el que está dispuesto a invertir responsablemente tiene derecho a recibir una buena rentabilidad por sus fondos.

<sup>54</sup> Cfr. Cooper y Schlegelmilch (1993), Cowton (1999).

El resultado de esto será una mejora en la calidad moral de la persona. Y aunque su contribución a la financiación de actividades moralmente deseables (y a la no financiación de las indeseables) sea mínima, habrá iniciado también un proceso de *aprendizaje social*, por el que otras personas habrán conocido la existencia de fondos éticos y habrán oído hablar de su responsabilidad como propietarios y de los medios que tienen para ejercerla. Del mismo modo, es probable que los promotores y gestores de los fondos éticos empiecen también a considerar sus deberes como propietarios y como gestores. Y, finalmente, las empresas cuya conducta sea moralmente correcta se verán favorecidas por las mayores oportunidades de inversión.

## Referencias

- Argandoña, A., 1995, "The treatment of ethical problems in financial institutions and markets", en A. Argandoña, ed., *The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets*. Berlin: Springer Verlag.
- Argandoña, A., 1996, "Sobre la responsabilidad social de los accionistas", en D. Melé, ed., *Ética en el gobierno de la empresa*. Pamplona: Eunsa.
- Argandoña, A., 1998a, "Ethical perspectives on finance", Conference "Conceiving Ethics in Business", Tilburg University, January.
- Argandoña, A., 1998b, "Una nota sobre las relaciones entre ética, economía y finanzas", en D. Melé, ed., *Ética de la actividad financiera*. Pamplona: Eunsa.
- Argandoña, A., 2000, "Executive compensation using stock options: Economic and ethical aspects", Research Paper IESE No. 411, February.
- Buchanan, A., 1985, *Ethics, Efficiency, and the Market*. Oxford: Clarendon Press.
- Cooper, M. y B. B. Schlegelmilch, 1993, "Key issues in ethical investment", *Business Ethics: A European Review*, 2, 4.
- Cowton, C. J., 1999, "Accounting and financial ethics: from margin to mainstream?", *Business Ethics: A European Review*, 8, 2.
- Elegido, M., 1998, "La creación de valor para los accionistas como último objetivo de la empresa. Una valoración ética", en D. Melé, ed., *Ética de la actividad financiera*. Pamplona: Eunsa.
- Hamlin, A. P., 1986, *Ethics, Economics and the State*. Brighton: Wheatsheaf Books.
- Illanes, J. L., 1994, "El mercado: Ética y eficiencia", en D. Melé, ed., *Ética, mercado y negocios*. Pamplona: Eunsa.
- Joly, C., 1993, "Ethical demands and requirements in investment management", *Business Ethics: A European Review*, 2, 4.
- Löhnert, B., 1995, "The structure of the German banking system and its ethical implications", en A. Argandoña, ed., *The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets*. Berlin: Springer Verlag.
- Melé, D., 1986, "La responsabilidad moral personal", TDN-19, IESE.
- Melé, D., 1987, "La responsabilidad moral en la inducción y cooperación a acciones ajenas", TDN-20, IESE.
- Messner, J., 1955, *Ethik. Kompendium der Gesamtehtik*. Innsbruck: Tyrolia.
- Morales, A. C., 1998, *Ética y negocios. Casos para el análisis ético*. Sevilla: Algaida y Publicaciones ETEA.
- Pieper, J., 1980, *Las virtudes fundamentales*. Madrid: Rialp.
- Polo, L., 1996, *Ética. Hacia una versión moderna de los temas clásicos*. Madrid: Aedos y Unión Editorial.

- Sen, A. K., 1979, "Utilitarianism and welfarism", *Journal of Philosophy*, 76.
- Termes, R., 1995, "Ethics in financial institutions", en A. Argandoña, ed., *The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets*. Berlin: Springer Verlag.
- Termes, R., 1998, "Actividad financiera y virtudes personales", en D. Melé, ed., *Ética de la actividad financiera*. Pamplona: Eunsa.
- Werhane, P., 1995, "Ethical issues in financial markets: The American experience", en A. Argandoña, ed., *The Ethical Dimension of Financial Institutions and Markets*. Berlin: Springer Verlag.



Argandoña anexo.xls

