

**LOS RETOS DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE EN
ESPAÑA: RELACIÓN ENTRE LOS FONDOS DE PENSIONES Y EL
GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS**

Laura Albareda Vivó
Investigadora Instituto Persona, Empresa y Sociedad
Profesora colaboradora del Departamento de Ciencias Sociales
ESADE - Universidad Ramón Llull
Avda. Pedralbes 60-62
E-08034 Barcelona (Spain)
Tf: 93 - 2806162 Ext. 2281
Fax: 93 - 2048105
e-mail: laura.albareda@esade.edu

María Rosario Balaguer Franch
Profesora Asociada Tiempo Completo
Departamento de Finanzas y Contabilidad
Universitat Jaume I
Campus del Riu Sec
12071 Castellón
Tf: 964 - 38 71 42
Fax: 964 - 72 85 65
e-mail: rbalague@cofin.uji.es

LOS RETOS DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE EN ESPAÑA: RELACIÓN ENTRE LOS FONDOS DE PENSIONES Y EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS

ABSTRACT: En los últimos tiempos, los mercados financieros se han visto influidos por la necesidad de impulsar políticas empresariales de responsabilidad social, sobre todo debido a las crisis financieras, que han impactado de forma negativa en los valores en los mercados. Si hace unos años hablábamos de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) como una estrategia “nicho”, que sólo implicaba a las carteras que establecían preselección a partir de criterios negativos o positivos vinculados a inversores responsables muy convencidos, actualmente, podemos afirmar que existe una nueva aproximación de los mercados hacia la ISR, la denominada estrategia *mainstreaming*, que hace referencia a la introducción de los instrumentos ISR en los mercados financieros convencionales. Las empresas que incorporan comportamientos sostenibles en políticas y prácticas de responsabilidad social y medioambiental y, a la vez, de buen gobierno corporativo son preferidas por los inversores responsables, porque aumentan el valor de la acción corporativa y ayudan a gestionar el riesgo. En este sentido, son cada vez más los gestores de inversión y analistas financieros que valoran la importancia en los mercados financieros de los análisis de responsabilidad social, sostenibilidad y gobierno corporativo de las empresas, como indicadores para gestionar el riesgo y buscar inversiones a medio y largo plazo. Bajo este contexto, en este artículo nos hemos planteado como objetivo analizar la ISR y el gobierno corporativo por parte de los planes y fondos de pensiones en el mercado financiero español. Puesto que en España, el desarrollo de la ISR en el mercado institucional es muy incipiente, el análisis se ha restringido al estudio de la sensibilidad de una muestra de estos planes y fondos con relación a la ISR y el gobierno corporativo.

LOS RETOS DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE EN ESPAÑA: RELACIÓN ENTRE LOS FONDOS DE PENSIONES Y EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS

1. Introducción

En la última década, en el ámbito europeo y especialmente en los países anglosajones, invertir teniendo en cuenta la dimensión social, medioambiental y ética de las políticas y actuaciones empresariales se ha convertido en el objetivo de un ya significativo número de inversores (Markowitz, 1992; Lewis y Mackenzi, 2000; SRI Research, 2002; SIF, 2001, 2003; Eurosif, 2003; Schwartz, 2003). De hecho, hoy en día, la Inversión Socialmente Responsable (ISR) está considerada como uno de los tipos de inversión más dinámicos e innovadores de la industria de los fondos de inversión.

Este aumento del volumen de las ISR puede vincularse a las importantes transformaciones que se han ido consolidando en los últimos treinta años del siglo XX respecto a los valores de la sociedad. En la agenda internacional han empezado a incluirse problemas de organización político-económica vinculada a los derechos humanos, derechos económico-sociales de los países del tercer mundo. También, el crecimiento y la consolidación de nuevos movimientos sociales, por ejemplo, han puesto de manifiesto en la agenda internacional la necesidad de plantearse las consecuencias medioambientales y sociales de los modelos de crecimiento económico (Albareda *et al.*, 2004).

Esta transformación social ha acompañado el desarrollo de los cambios producidos en las prácticas empresariales, puesto que cada vez está más extendida la idea de que “no ser ético” puede resultar perjudicial para la cuenta de resultados de las empresas. Así pues, las ISR apuntan a potenciar una visión de la actividad económica que incorpore unos valores éticos, sociales y medioambientales.

En este contexto, se han ido definiendo en el sector financiero algunas tendencias importantes que pueden marcar el desarrollo futuro y que inciden en la consolidación de los mecanismos de ISR en los mercados financieros convencionales. En general, las líneas más innovadoras coinciden en señalar que la ISR es uno de los elementos potenciadores de la RSE desde los mercados financieros, especialmente por el poder de los inversores institucionales, a través de fondos de pensiones. No hay que olvidar, que tanto en España como internacionalmente, la ISR se está articulando principalmente a través de instrumentos de inversión colectiva (fondos de inversión y fondos de pensiones). Esta aproximación a la potencialidad de la ISR como motor de la RSE es la que ve en el comportamiento socialmente responsable de la empresa un valor añadido que revierte en beneficios a largo plazo y en una mayor capitalización bursátil.

También, una de las tendencias más destacadas en los últimos años es la relación entre el activismo accionarial de los inversores socialmente responsables con los sistemas de gobierno corporativo, de hecho podemos decir, que el gobierno corporativo es intrínsecamente el vehículo para respetar los derechos e intereses de los accionistas. Bajo el concepto de activismo accionarial se incluyen las acciones emprendidas por los

inversores socialmente responsables, que concienciados de los temas sociales y medioambientales, ejercen plenamente su papel como accionistas, normalmente a través de inversiones colectivas -fondos de pensiones o fondos de inversión- para influir en la toma de decisiones de las empresas. Entre estas acciones se incluye el diálogo con las empresas y sus equipos directivos en temas sociales y medioambientales, el ejercicio del derecho al voto fiduciario y la participación en las asambleas de accionistas. El derecho al ejercicio del voto y la influencia en la toma de decisiones empresariales por parte de los accionistas de una empresa constituye uno de los derechos políticos fundamentales del inversor y uno de los principales mecanismos de desarrollo del gobierno corporativo en el ámbito empresarial. En esa intersección, los inversores responsables utilizan los instrumentos de gobierno corporativo para ejercer su poder. Por este motivo, los códigos de gobierno corporativo se han convertido en los últimos años en uno de los elementos fundamentales para impulsar las estrategias del activismo accionario ISR.

Por su parte, el gobierno corporativo, podemos definirlo como un sistema dentro de una organización que va más allá de las disposiciones legales y que protege los intereses de los diversos grupos de interés de la empresa (accionistas, consumidores, empleados, proveedores, jubilados, comunidades, prestamistas y otros acreedores) permitiendo y facilitando a los accionistas poder influir activamente en los consejos de administración de las empresas en las cuales invierten. Según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE, 1999), el término *gobierno corporativo* hace referencia al sistema a través del cual los negocios son dirigidos y controlados, especificando la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la corporación, tal como el consejo, dirección, accionistas y otros grupos de poder; definiendo las reglas y procedimientos para la toma de decisiones en los temas corporativos; y proporcionando la estructura a través de la cual los objetivos de la compañía son fijados, así como los medios para lograr esos objetivos y controlar la rentabilidad.

La emergencia de estos nuevos estándares o códigos de gobierno corporativo han ido generando un contexto más seguro para los accionistas, que potencian su participación activa como propietarios de las empresas. En los últimos años, se han ido produciendo códigos de gobierno corporativo en muchos países europeos (Fernández, 1999): informe Cadbury en el Reino Unido, informe Cromme en Alemania o informe Viénot en Francia. En este sentido, se ha ido evolucionando hacia modelos de consejos de dirección más responsables en su relación con los accionistas, asignando responsabilidades concretas o creando comités de supervisión en temas concretos como el sistema de remuneración, las auditorías o temas concretos de riesgo social y medioambiental como el cambio climático.

Partiendo de este marco teórico, el objetivo de este artículo es presentar los resultados de un proyecto de investigación realizado en paralelo con la red europea Eurosif¹ para conocer el estado de la cuestión de los fondos de pensiones en nuestro país. En España, puesto que el desarrollo de la ISR en el mercado institucional es muy incipiente, el

¹ Participamos como investigadores en España del estudio de Eurosif: *Pension Programme SRI Toolkit 2004-2005*, (apartado 2.2.1. *Pension Programme SRI Toolkit 2004-2005*), cuyo objetivo era analizar la integración e implementación de los criterios ISR en el ámbito de los inversores institucionales, concretamente en los planes y fondos de pensiones en diferentes países de Europa.

objetivo de estudio se ha restringido al análisis de la sensibilidad hacia esta materia por parte de los planes y fondos de pensiones de empleo. En última instancia, se trata de obtener una primera aproximación a la realidad de estos planes y fondos en relación con la ISR y el gobierno corporativo de las empresas.

2. La Inversión Socialmente Responsable y el Gobierno Corporativo

En los últimos años, en Estados Unidos, al igual que en Europa, se observa una vinculación cada vez más estrecha entre la acción de los accionistas ISR y el gobierno corporativo. Esta vinculación entre ISR y gobierno corporativo nace de la búsqueda de alternativas para cubrir la falta de confianza de los mercados financieros en las empresas, resultado, principalmente, de los escándalos que se han sucedido en Europa y Estados Unidos en los últimos años², y esta vinculación enlaza directamente con los objetivos de beneficios a largo plazo de la ISR y el precio de las acciones (Millar *et al.*, 2005).

La ISR es el fiel reflejo de la creciente tendencia social a ampliar la atención y el análisis hacia los comportamientos socialmente responsables y sostenibles de las empresas, hecho que implica una búsqueda de beneficios financieros a largo plazo. La ISR tiende a minimizar el riesgo financiero, previendo la mala gestión empresarial mediante indicadores de sostenibilidad. Las líneas más innovadoras coinciden en señalar que la ISR es uno de los elementos impulsores de la RSE desde los mercados financieros, sobre todo por el poder que tienen los inversores institucionales a través de los fondos de pensiones y grandes fondos de inversiones (*European Multistakeholder Forum on CSR*, 2004; Albareda *et al.*, 2005; Balaguer, 2006; Yankelovich, Inc., 2006). En este contexto, los instrumentos de gobierno corporativo clarifican los mecanismos a través de los que pueden influir los accionistas en la dirección de las empresas en las que invierten.

Por tanto, el buen gobierno corporativo se centra en mejorar la eficiencia de las empresas, la transparencia en la gestión y la resolución de los conflictos de interés surgidos entre los diferentes organismos de gobierno (consejo de administración y dirección ejecutiva), los accionistas y agentes terceros (Salas, 2002). Este control se lleva a cabo en el consejo de administración, pero también en la junta de accionistas y entre los accionistas significativos, sobre todo en su relación con el equipo de gestión de la empresa. En este sentido, el buen gobierno corporativo incide en la necesidad de crear mecanismos de *accountability*, supervisión y control en relación con el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Según Jensen (1993), recogido por García Soto (2004), estos mecanismos de control se pueden agrupar en dos categorías los *mecanismos externos*, constituidos por el mercado de control, el mercado de bienes y servicios, el mercado laboral, el sistema legislativo y jurisprudencial y la auditoría externa (Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983; Demsetz, 1983; Shivdasani, 1993; Hart, 1983); y los *mecanismos de control interno*, fundamentados en la junta de accionistas y en el consejo de administración (Jensen y Meckling, 1976; Demsetz y Len, 1985; Baysinger y Butler, 1985; Shleifer y Vishny, 1986; Weisbach, 1988; Hermalin y Weisbach, 1991; Yermarck, 1996). Ahora bien, la determinación de los mecanismos a

² Baste recordar, a modo de ejemplo, el caso de Enron en Estados Unidos o de Parmalat en Europa.

aplicar en cada caso depende en gran medida de las características institucionales y corporativas en las que se encuentre enmarcada la empresa (Cuervo-Cazurra, 1998; Cabrera y Santana, 2002).

A nivel internacional, la OCDE ha sido una de las principales organizaciones que ha impulsado y establecido líneas directrices para orientar la reforma de los códigos de buen gobierno. En 1999 los *Principios de Buen Gobierno Corporativo*, que fueron revisados cinco años más tarde. Los Principios de la OCDE sobre Gobierno Corporativo (2004) exponen que esos códigos deben incorporar los siguientes elementos:

1. Los derechos de los accionistas y las funciones básicas de la propiedad.
2. El trato equitativo de los accionistas.
3. El papel de las “partes afectadas o implicadas” en el gobierno corporativo.
4. Transparencia y acceso a la información.
5. Las responsabilidades del consejo de administración.

También consideran que el gobierno corporativo incluye una red de relaciones entre la gestión empresarial, su consejo directivo y administrativo, sus accionistas y otros *stakeholders*. Como consecuencia, el gobierno corporativo debe proveer una estructura por medio de la cual se establezcan los objetivos de la empresa y se determinen los mecanismos para obtener esos objetivos y controlar los resultados. Se trata, en definitiva, de establecer los incentivos para el consejo de dirección y administración con vistas a obtener los resultados que interesan a la empresa y a sus accionistas, y a facilitar, además, un control efectivo de los resultados.

En última instancia, todo ello ha comportado que, poco a poco, los organismos reguladores de los diferentes países hayan revisado sus normativas o códigos de gobierno corporativo, o bien hayan desarrollado otros nuevos, incorporando una definición exhaustiva de los roles, los derechos, las responsabilidades y los mecanismos de rendición de cuentas útiles en una empresa, sobre todo en relación con sus accionistas.

En la relación entre inversores y empresas, la regulación del gobierno corporativo tiene un papel fundamental, porque clarifica muchos aspectos del papel y las responsabilidades de las empresas, los consejos directivos y los accionistas. En este sentido, el gobierno corporativo forma parte del contexto económico en el cual las empresas deben operar, e incluye también las políticas macroeconómicas y el nivel de competitividad de los mercados. En el ámbito de las relaciones con accionistas, un buen estándar de gobierno corporativo permite un papel más activo del accionista y facilita por tanto, que éste pueda expresar y entrar en diálogo con la dirección sobre sus preocupaciones sociales, medioambientales y éticas, con vistas también a la sostenibilidad. La implicación por parte de los accionistas en las decisiones de los consejos de administración resulta un elemento clave para la efectividad y la credibilidad de las políticas de responsabilidad social, constituyendo un autentico motor de cambio. El consejo de administración, tal y como mantiene Garcia Soto (2004), se configura como vértice del sistema de control interno de las empresas (Jensen, 1993), caracterizándose por ser un elemento clave en el estudio del gobierno corporativo, puesto que implica la supervisión y validación de importantes decisiones corporativas (Fama, 1980; Zahra y Pearce, 1989; Johnson *et al.*, 1996), así como el control del

comportamiento del equipo directivo (Baysinger y Bulter, 1985; Hermalin y Weisbach, 1991).

En el ámbito de los mercados financieros, uno de los aspectos que muestra claramente esta nueva tendencia es la creación y aparición de nuevos índices o *ratings* para medir la rentabilidad de los aspectos intangibles. Es el caso del nuevo índice *FTSE Corporate Governance*, que viene a completar la gama de índices *FTSE4Good*, que valoran aspectos éticos, sociales y medioambientales. En esta misma línea, Standard & Poor's creó un *rating* de gobierno corporativo y Core Ratings/Fitch Ratings, una de las agencias de análisis ISR, otro de responsabilidad corporativa.

Bajo este marco, Eurosif³ defiende la idea de que los responsables de los fondos de pensiones deben pensar en la ISR como un instrumento para integrar en sus criterios de inversión la valoración del buen gobierno corporativo. Seguidamente, se detallan los elementos comunes entre la ISR y el buen gobierno corporativo:

- La ISR se ha centrado tradicionalmente en el análisis del *stakeholder management* y el respeto de sus derechos: los inversores son uno de sus *stakeholders* y el buen gobierno corporativo, el mecanismo de respeto de sus derechos e intereses.
- Los defensores del buen gobierno corporativo, entre los que se incluyen los gestores de ISR, desean ampliar sus mecanismos de *accountability* desde la gestión corporativa para asegurar la obtención de beneficios a largo plazo, tanto para la empresa como para sus *stakeholders*.

Así pues, se considera que los responsables (*trustees*) de los fondos de pensiones se aproximan cada vez más a la ISR con el propósito de minimizar el riesgo financiero, lo que supone la incorporación de elementos extrafinancieros en el análisis corporativo.

En última instancia, el buen gobierno corporativo permite que los accionistas de ISR activos puedan plantear la inclusión de los aspectos no financieros en la gestión empresarial a través del diálogo con las empresas (*engagement*) y las estrategias de voto (*voting*). Estas estrategias se pueden plantear mediante mecanismos de transparencia que permitan a los accionistas tener información sobre la gestión empresarial, el derecho a presentar resoluciones en las juntas anuales de accionistas en caso de continuos desacuerdos entre accionistas y equipos de dirección y gestión, y la utilización del derecho al voto (Millar *et al.*, 2005).

En este contexto, se constata que cada vez es mayor la vinculación que se establece entre los mecanismos de análisis sobre el comportamiento socialmente responsable de las empresas, el diálogo con las empresas y el ejercicio del derecho al voto como accionistas, en tanto que indicadores de buen gobierno corporativo. Se trata de una tendencia cada vez más evidente en los diferentes grupos de trabajo que marcan la

³El impulso más importante por parte de Eurosif, en esta materia corresponde a la acción que está desarrollando ante la Comisión Europea para que se incluya en la revisión de la normativa *The Corporate Governance Annual Statement Project (4th and 7th Accounting Directive)*. En este sentido, Eurosif³ defiende que, en la propuesta de la Dirección General de Mercado Interior, se incluya la siguiente cláusula: "Furthermore, where relevant, companies may also provide an analysis of environmental and social aspect necessary for an understanding of the company's development, performance and position". De incluirse finalmente esta cláusula, se daría un paso fundamental para el reconocimiento de la vinculación entre gobierno corporativo, gestión del riesgo y criterios sociales y sostenibles en el marco de la legislación europea sobre gobierno corporativo.

agenda del futuro de la ISR.⁴ En general, los mercados financieros buscan indicadores que les ayuden a gestionar el riesgo y los escándalos empresariales.

3. La Inversión Socialmente Responsable y el Gobierno Corporativo en España

El desarrollo de los códigos de gobierno corporativo depende en cada país o región del marco legal, regulador e institucional establecido (Fernández, 1999). Así, en los últimos años se han ido desarrollando códigos de gobierno corporativo en muchos países europeos (Eurosif, 2005): Bélgica, Francia, Alemania, Italia y Reino Unido (1998); Bélgica, Francia, Irlanda, Italia, Portugal y Reino Unido (1999); Dinamarca, Alemania, Países Bajos y Reino Unido (2000); Dinamarca, Alemania, Grecia, Países Bajos, Portugal, Suecia y Reino Unido (2001); Austria, Francia, Alemania, Italia, Suiza y Reino Unido (2002); Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Países Bajos, Portugal, España, Suecia y Reino Unido (2003); Bélgica, Francia, Italia, Países Bajos, Noruega, España, Suecia y Reino Unido (2004); Bélgica y Dinamarca (2005), y España (2006).

En España, los códigos de Buen Gobierno se iniciaron en febrero de 1998 con la publicación del informe Olivencia, al que le sustituyó el Informe Aldama. Posteriormente, apareció la Ley 26/2003, que tiene como finalidad principal la de reforzar la transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas, y supone la regulación normativa de los deberes de información y transparencia, de los deberes de los administradores frente al conflicto de intereses, y de la obligación de dotarse de mecanismos de gobierno corporativo mediante el informe de gobierno corporativo público y anual, que debe estructurarse según se establece en la orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, y debe ajustarse a los principios manifestados en la Circular 1/2004 de 17 de marzo de la CNMV.

En el año 2005, concretamente, el 16 de septiembre de 2005, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) constituyó un grupo especial de trabajo, con la finalidad de presentar un primer proyecto del Código de buen gobierno. El desarrollo de este Código ha sido complejo, sobre todo en cuanto respecta a la relación entre el ente regulador y el sector empresarial afectado. El 18 de enero de 2006 se presentó el texto borrador elaborado y se abrió un proceso de consulta pública abierta. Una vez concluido ese proceso, el grupo de trabajo ponderó las observaciones y críticas recibidas, e introdujo en el texto final numerosas modificaciones.

Finalmente, el 22 de mayo de 2006, el Consejo de la CNMV aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno y las Recomendaciones Complementarias dirigidas al Gobierno, a la CNMV y a las instituciones financieras españolas.⁵ Este Código Unificado de Buen Gobierno está vinculado al artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores, que obliga a las sociedades cotizadas españolas a consignar en su Informe anual de gobierno corporativo “el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones”. En el despliegue de este artículo de la ley, el Código Unificado de

⁴ Cabe destacar la conferencia “The European Summit on Corporate Governance and Responsible Investment”, celebrada los días 8 y 9 de junio de 2005 en Estocolmo (Suecia).

⁵ Pueden obtener más información al respecto en <<http://www.cnmv.es>>.

Buen Gobierno formula las recomendaciones que deben considerar las sociedades cotizadas para cumplir la obligación de información impuesta por ese precepto. Las sociedades cotizadas deben presentar anualmente durante el primer semestre del año en curso el Informe anual de gobierno corporativo relativo al ejercicio anterior.

El Código está vinculado al principio de voluntariedad, con sujeción al principio de “cumplir o explicar” del artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores. De este modo, la legislación española deja a la libre autonomía de cada sociedad la decisión de seguir o no las recomendaciones de gobierno corporativo, pero les exige que, cuando no lo hagan, revelen los motivos que justifican su proceder, al objeto de que los accionistas, los inversores y los mercados en general puedan juzgarlos. De acuerdo con ese principio básico de voluntariedad, el Código no reitera entre sus recomendaciones los preceptos legales aplicables. Se trata, pues, de recomendaciones de seguimiento voluntario, que no se mezclan con deberes jurídicos o preceptos legales imperativos. El Código, en última instancia, cuenta con una serie de principios básicos: voluntariedad -con sujeción al principio de “cumplir o explicar”⁶-, definiciones vinculantes, evaluación por el mercado y generalidad.

En este caso, el Código formula las recomendaciones que deben considerar las sociedades cotizadas para cumplir la obligación de información impuesta por el artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores.

Las recomendaciones concretas sobre los Estatutos y la Junta General abordan temas como las limitaciones estatutarias, la cotización de sociedades integradas en grupos, las competencias de la Junta, la votación separada de asuntos y el fraccionamiento del voto. El Código establece que es conveniente que las empresas cotizadas renuncien a establecer barreras estatutarias o “blindajes” -tales como la limitación del poder de voto, la exigencia de cierto grado de antigüedad para el acceso a determinados cargos o el reforzamiento de los quórum de votación por encima de los estándares legales en algunos ámbitos de decisión- que impidan o dificulten una posible oferta pública de adquisición de acciones y el consiguiente cambio de control. Tales medidas, no obstante, pueden estar justificadas en casos excepcionales. Además, las sociedades cotizadas, de acuerdo con lo recomendado en el Informe Aldama y lo señalado más tarde en la Orden Ministerial ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, deben hacer públicas con antelación las propuestas que el Consejo de Administración pretenda elevar a la Junta General de Accionistas, con el fin de aumentar la transparencia del proceso de toma de decisiones. Este es un principio de transparencia que facilita la información para los inversores responsables.

El grupo especial de trabajo explicita en su informe que no se ha profundizado de forma sustantiva en el ámbito de la llamada “responsabilidad social corporativa”, argumentando que la RSE afecta principalmente a las relaciones de las compañías con otros grupos de interés distintos de sus accionistas, que no se circunscribe sólo a las sociedades cotizadas y que ha sido objeto de especial atención por parte de la subcomisión del Congreso de los Diputados sobre RSE. En este sentido, consideramos que se ha perdido una buena oportunidad para establecer en un documento normativo la

⁶ Se expone que el artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores, con sujeción al principio de “cumplir o explicar”, obliga a las sociedades cotizadas españolas a consignar en su Informe anual de gobierno corporativo “el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones”.

promoción del papel de los inversores responsables en el marco de la estructura del gobierno corporativo en España, como proponen los Principios sobre gobierno corporativo de la OCDE.

No obstante, sí que hemos observado que algunos temas comunes entre gobierno corporativo e ISR se han incorporado en el Código: votación separada de asuntos, fraccionamiento del voto en las asambleas de accionistas, diversidad de género, retribuciones y transparencia de retribuciones individuales para el Consejo de Administración, control y gestión de riesgos para las comisiones, que el Consejo de Administración vele por que, en sus relaciones con los grupos de interés, se observen aquellos principios adicionales de RSE aceptados voluntariamente. En última instancia, en España, los inversores ISR pueden aprovechar las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno para ejercer su influencia ante las empresas.

4. Presentación de la Investigación

Como ya hemos avanzado, la investigación que presentamos a continuación, surgió a raíz de la propuesta de Eurosif de desarrollar en España la parte correspondiente a la investigación sobre la integración e implementación de los criterios ISR en el ámbito de los inversores institucionales, concretamente en los planes y fondos de pensiones en diferentes países de Europa. Se trataba de elaborar para Eurosif, junto con otros partners europeos, el *Pension Programme SRI Toolkit 2004-2005*.

El objetivo global de la investigación de Eurosif era realizar un informe europeo sobre las inversiones institucionales que incluían criterios de ISR y de sostenibilidad. Eurosif se proponía conocer el estado de la cuestión en los diferentes países para poder establecer directrices y líneas de investigación futuras sobre la ISR en el marco de los inversores institucionales; al mismo tiempo, pretendía comparar la situación del mercado ISR en los diferentes países europeos.

En España, el estudio se ha centrado en el análisis de la ISR en el ámbito de los planes y fondos de pensiones, compañías de seguros y organizaciones sociales, con el propósito de elaborar un *toolkit* que permita a gestoras y comisiones de control mejorar la comprensión y la integración de la ISR en sus respectivos programas y en la gestión de sus carteras.⁷

4.1. Análisis de la Inversión Socialmente Responsable en el ámbito institucional en España: fondos de pensiones

En los últimos años, el desarrollo del mercado de la ISR entre los inversores institucionales constituye uno de los principales impulsos de la ISR en el mercado financiero convencional (Smith, 1996; Eurosif, 2003; Cox *et al.*, 2004; Bainbridge,

⁷ Participaron en la investigación diferentes instituciones: Caser, Caja Madrid Pensiones, Comisiones Obreas, Economistas sin Fronteras, Sustainable Asset Management (SAM) y ESADE.

2005; Sethi, 2005; Moshe, 2006). El objetivo fundamental es incorporar los criterios de RSE en la preselección de los valores financieros convencionales.

En España, el desarrollo de la ISR en el marco de los fondos de pensiones muestra un considerable retraso respecto a otros países europeos. Se trata de un mercado incipiente y casi inexistente en cuanto a volumen de activos invertidos. En nuestro país, los inversores institucionales son poco conocidos para el gran público español y no existe un dinamismo de competición para crear y ofrecer mejores productos y servicios.

A este respecto hay que apuntar, tal y como se desprende de la investigación que presentamos, que en nuestro país existen alrededor de 7 fondos de pensiones de empleo que han empezado a plantearse la posibilidad de incorporar estrategias de ISR, aunque sólo dos de ellos han comenzado a considerar los criterios ISR en sus mecanismos de preselección.

En septiembre de 2003, el comité de control del plan de pensiones de Telefónica decidió dar un primer paso hacia la inversión con criterios de RSE; así, se acordó destinar el 1% de su patrimonio a fondos de inversión ISR. Los fondos de empleo del Grupo Telefónica, con el conocimiento de sus correspondientes comisiones de control, han reforzado su compromiso de acercarse al objetivo de realizar inversiones en fondos éticos, sostenibles o responsables hasta alcanzar el 1% del volumen total de activos gestionados. En concreto, al cierre del ejercicio de 2005, el volumen de inversiones de este tipo alcanzó los 481 millones de euros, lo que supone un 1,01% del total de patrimonio de los planes de empleados del Grupo Telefónica. De ese importe, 33,7 millones de euros estaban invertidos en inversiones socialmente responsables, 10 millones de euros se materializaban en una promoción de viviendas sociales y 4,44 millones correspondían a una compañía de desarrollo forestal (Telefónica, 2006).

El plan de pensiones de los empleados de la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, “la Caixa”, fue uno de los primeros fondos de pensiones corporativos que incorporó políticas de ISR en la preselección de la cartera. En septiembre de 2003, la comisión de control del plan decidió invertir parte de su fondo considerando criterios de responsabilidad social y sostenibilidad. En consecuencia, el 9 de octubre de 2003 se incorporaron las estrategias políticas de ISR. El plan de pensiones de los empleados de “la Caixa”, a finales del año 2005, tenía invertido en patrimonio un total de 2.106,98 millones de euros, el 3,45% de ellos con criterios ISR: en total, 721,87 millones de euros en diferentes fondos de inversiones ISR (SAM Sustainable Leaders Fund, SAM Sustainable Water Fund, SAM Smart Energy, IDEAM Europe Gouvernance).

También, en el año 2003 se creó el primer fondo de pensiones destinado al mercado *retail*. Se trata del fondo *BS Plan Ético y Solidario*⁸ comercializado por el Grupo Sabadell-Atlántico. El plan de inversión es una iniciativa conjunta del Banco de Sabadell y la ONG Intermón Oxfam, que actúa como entidad beneficiaria del fondo y recibe el 0,5 % de la comisión de gestión de la institución gestora, que es del 1,90 %; la comisión de depósito es del 0,45%.

Desde el punto de vista legislativo, en España, los planes y fondos de pensiones están regulados por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el

⁸<http://www.bancsabadell.es/es/PRODUCTOS/AHORRO-INVERSION/PREVISION_-_JUBILACION/BS_PLAN_ETICO_Y_SOLIDARIO/index.html> (16/1/2004).

Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones.⁹ La ley establece que los planes deben integrarse en un fondo de pensiones, el cual puede incluir al mismo tiempo más de un plan. Los fondos de pensiones son patrimonios creados exclusivamente con el propósito de dar cumplimiento a planes de pensiones, cuya gestión, custodia y control deben realizarse de acuerdo con el reglamento establecido por el Real Decreto 304/2004 de 20 de febrero.

4.2. Base de Datos

Como ya hemos avanzado, nuestra investigación se ha centrado en el análisis de planes y fondos de pensiones en España, con el fin de obtener una primera aproximación a la realidad de estos planes y fondos en relación con la ISR¹⁰. En este sentido, queremos matizar que el objetivo de estudio se ha restringido al análisis de la sensibilidad de una muestra de estos fondos hacia esta la ISR, puesto que no se ha accedido al volumen total de planes y fondos de pensiones que existen en España.

Para ello, nos hemos servido de una metodología cuantitativa basada en un cuestionario estructurado en ocho apartados, que detallamos a continuación:

1. Política de inversión definida por la comisión de control.
2. Historia del interés o la participación de la entidad en la ISR.
3. Origen de su motivación para invertir en ISR.
4. Conceptos de responsabilidad, ética o ciudadanía corporativa/sostenibilidad que han despertado o podrían despertar el interés de la entidad por la ISR.
5. Modalidades de participación en la ISR.
6. Tipología de inversiones ISR llevadas a cabo por la entidad.
7. Problemas que representa la integración de la ISR para la comisión de la entidad.
8. Análisis de la legislación desde la perspectiva de la ISR.

La investigación se desarrolló entre los meses de abril y junio de 2004¹¹. En ese período se remitieron cuestionarios (vía correo electrónico) a los representantes de las comisiones de control de 150 planes de pensiones de empleo que contaban con representación de actores sociales, o bien estaban vinculadas a la gestión de planes y fondos de pensiones de las cajas de ahorro. En total, se obtuvo respuesta de 47 entidades gestoras, lo que supone un 31,33% del total de cuestionarios enviados.

⁹ Este texto refunde la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobada por el Real Decreto legislativo 1/2002 de 29 de noviembre, e integra la originaria Ley 8/1987 de 8 de junio de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones. Este nuevo Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones integra y viene a sustituir el originario reglamento aprobado por el Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre, y parcialmente modificado posteriormente, en especial mediante el Real Decreto 1589/1999, de 15 de octubre.

¹⁰ Cabe matizar que en la investigación, debido a la amplitud del mercado de fondos y planes de pensiones no hemos realizado un análisis exhaustivo de todos los existentes en España, sino que nos hemos centrado en el sector del mercado de planes y fondos de pensiones de empleo más próximos a la ISR.

¹¹ Incluye el envío y la recepción de cuestionarios.

La ficha técnica del estudio se presenta en la tabla 1.

Tabla 1: Ficha técnica de la investigación

Universo de análisis	150 planes de pensiones
Ámbito	España
Respuestas recibidas	47 planes de pensiones
Error Muestral	±10,00%
Nivel de confianza	95%
Trabajo de campo	Abril – Junio 2004

5. Resultados de la Investigación

En el presente apartado presentamos los resultados obtenidos¹² en la investigación, que constituyen una primera aproximación, que no pretende ser exhaustiva, a la ISR en el ámbito de los planes y fondos de pensiones de empleo en España. Distinguimos los siguientes apartados de análisis:

a) Inclusión de criterios ISR en las políticas de inversión de los planes y fondos de pensiones

Del análisis realizado se desprende que un total de 7 planes de pensiones de empleo han introducido en los últimos dos años criterios éticos, de sostenibilidad o responsabilidad social corporativa en la política de inversión del fondo. Se trata de 6 fondos de pensiones uniplan¹³ y 1 fondo multiplan.¹⁴ La mayoría de las comisiones de control de estos planes de pensiones cuentan con representación de los trabajadores de la empresa.

Además de estos siete planes de pensiones, hemos observado que hay 12 planes de pensiones que están reflexionando sobre la necesidad de incluir criterios ISR en su política de inversión.

El reto más importante para los miembros de las comisiones de control es la aplicación de los criterios ISR adoptados en la política de inversión a la gestión de la cartera. En este sentido, se constata que los siete planes de pensiones que integran criterios de responsabilidad social y sostenibilidad en su política de inversión ya han empezado a buscar metodologías de preselección o productos ISR europeos para poder aplicar esos criterios a la gestión de la cartera.

b) Razones que les han llevado a incluir criterios de ISR en la política de inversión del plan de pensiones

¹² Los datos se han procesado mediante el programa SPSS 12.

¹³ Un fondo uniplan es un fondo de pensiones que sólo incluye un plan de pensiones.

¹⁴ Un fondo multiplan es un fondo de pensiones que incluye más de un plan de pensiones.

En segundo lugar, hemos preguntado a los responsables de los planes que han adoptado criterios ISR, las razones o motivos que les han llevado a ello. De sus respuestas se deduce que la principal razón es el respeto a los principios de la política de inversión de la comisión de control. Cinco de los planes señalaban esta razón como “muy importante” y uno de ellos como “bastante importante”.

La segunda razón a la que se alude es la sugerencia de los sindicatos, que cuatro de los planes consideran “muy importante”. Finalmente, por orden de importancia, se aducen como razones la coherencia con la política declarada de la empresa de origen, la incitación de la gestora y el conocimiento de índices financieros sostenibles, como el *FTSE4Good* o el *Dow Jones Sustainability Index*.

Respecto a la relación entre ISR y buen gobierno corporativo en España, sólo uno de estos planes ha respondido que incluye el buen gobierno corporativo entre estos temas.

c) Aplicación de los criterios de ISR a la gestión de la cartera de los fondos

En tercer lugar, respecto a las modalidades de aplicación de los criterios ISR a la gestión de la cartera de los fondos (tabla 2), sólo uno de esos siete planes acude a una entidad gestora especializada. El resto gestionan la implementación de la preselección por medio de sus gestoras habituales.

Observamos que tres de los planes invierten un porcentaje de la cartera en productos ISR especializados. Tres de ellos solicitan a su entidad gestora que utilice criterios de exclusión y tres de ellos prefieren el empleo de criterios positivos.

Respecto al activismo accionarial, los responsables de uno de estos planes han respondido que en efecto lo ejercen; tres de ellos, por otra parte, han explicado que ejercen el derecho de voto en juntas de accionistas. Sólo un plan de pensiones está pensando en crear un fondo específico ISR.

Tabla 2: Fondos de pensiones de empleo con criterios ISR: modalidades de participación en la ISR

	Número de planes de pensiones
Acude al asesoramiento de entidades especializadas en ISR	1
Invierte en productos ISR propuestos por gestoras especializadas	3
Solicita a su gestora que utilice criterios de exclusión	3
Solicita a su gestora que utilice criterios de selección positivos	3
Piensa crear un fondo específico ISR	1
Ejerce su derecho de voto en juntas de accionistas	3
Ejerce activismo accionarial	1

Fuente: Elaboración propia

d) Retos para integrar la ISR en la gestión de la cartera de los planes de pensiones

En cuanto a los retos a que se están enfrentando los representantes de las comisiones de control para poder integrar la ISR en la gestión de la cartera (tabla 3), cabe apuntar lo siguiente:

- Cinco de los planes señalan como “muy o bastante importante” la dificultad de definir la responsabilidad social corporativa, la sostenibilidad o la ética.
- Cuatro de ellos señalan como “muy o bastante importante” la dificultad de integrar estos conceptos en el proceso de inversión.
- Cuatro de ellos señalan como “muy o bastante importante” el desconocimiento de la rentabilidad de la ISR.
- Tres de ellos aluden a la resistencia a integrar un planteamiento nuevo y a la dificultad de encontrar productos adaptados a sus hábitos de inversión.
- Dos de ellos aluden al hecho de que la ISR no encaja en su política de inversión conservadora, a que su gestora habitual no ofrece productos ISR para inversores institucionales o a que una parte relativamente pequeña de su cartera se invierte en renta variable.

Tabla 3: Fondos de pensiones de empleo con criterios ISR: dificultades para implementar la ISR

	Número de planes de pensiones
Dificultad de definir la RSC, la sostenibilidad o la ética	5
Dificultad de integrar el concepto de RSC	4
Se está trabajando sobre otras prioridades	4
Resistencia a integrar un planteamiento nuevo	3
No encaja con su política de inversión conservadora	2
Desconocimiento de la rentabilidad de la ISR	4
Dificultad de encontrar productos adaptados a sus hábitos de inversión.	3
Su gestora habitual no ofrece productos ISR para inversores institucionales	2
Se invierte una pequeña parte en renta variable	2

Fuente: Elaboración propia

e) Interés por la ISR y legislación favorable

También preguntamos sobre los conceptos de la responsabilidad corporativa que habían despertado el interés por la ISR.

Cinco de los planes de pensiones consideraron muy importante los aspectos sociales y medioambientales. Por el contrario, la relación con los *stakeholders* tenía menor peso.

Esta pregunta se formuló también a los planes de pensiones a los que habíamos enviado el cuestionario, pero que no invertían en ISR. Para estos fondos, los aspectos medioambientales eran los que despertaban su interés por la responsabilidad

corporativa; les seguían, por este orden, los temas sociales y la relación con los *stakeholders*.

Finalmente, hemos intentado realizar una primera aproximación a lo que pensaban los representantes de las comisiones de control acerca de la legislación favorable a la ISR existente en otros países europeos.

De los siete planes de pensiones que han adoptado criterios ISR, seis desconocían ese marco legislativo. Sólo uno de ellos conocía la legislación favorable a la ISR vigente en otros países.

A propósito de la posibilidad de que en España se desarrolle una legislación favorable a la ISR, los representantes de la comisión de control de los siete planes de pensiones con criterios ISR manifestaban las siguientes preferencias:

- Seis de los planes de pensiones ISR preferirían utilizar criterios de exclusión.
- Cuatro de ellos preferirían ejercer el derecho al voto en juntas de accionistas.
- Tres de ellos invertirían en productos ISR propuestos por gestoras especializadas y ejercerían el activismo accionarial.

6. Conclusiones

En esta primera aproximación a la ISR en el marco de los planes y fondos de pensiones de empleo en España, se han constatado importantes déficits en el conocimiento y la difusión de la ISR entre este tipo de productos en nuestro país. En este sentido, cabe señalar que existe un importante desconocimiento de la ISR entre los representantes de las comisiones de control de los planes y fondos de pensiones, y que el número de planes y fondos de pensiones de empleo que incorporan criterios ISR es muy reducido. Ello se traduce en un bajo nivel de implementación de estos criterios en la preselección de la cartera.

Otra carencia también observada es respecto a la relación entre ISR y buen gobierno corporativo en España, puesto que sólo uno de estos planes ha respondido que incluye el buen gobierno corporativo entre estos temas.

A continuación, enumeramos algunos apuntes finales que sintetizan este análisis descriptivo de la ISR en el marco de los planes y fondos de pensiones de empleo en España:

- En general, los planes y fondos de pensiones de empleo analizados no han asumido la visión y los valores de la ISR. El número de planes y fondos de pensiones de empleo que han incluido criterios de ISR y sostenibilidad en su política de inversión es muy reducido.
- En la muestra analizada se observa cierta reflexión sobre la ISR, pero ésta no llega a concretarse en la praxis. Incluso en los siete planes de pensiones de empleo que incluyen criterios ISR en su política de inversión se aprecian déficits y dificultades importantes en la aplicación de estos criterios en la gestión y la preselección de la cartera. Así pues, nos encontramos en una etapa incipiente en cuanto a la aplicación de la ISR en la gestión de los planes y fondos de

pensiones de empleo. Por otra parte, en el caso de los siete planes de pensiones de empleo que han incorporado criterios ISR en su política de inversión, el volumen de activos de la cartera a los que se aplica la preselección es muy reducido.

- En cuanto a los planes y fondos de pensiones de empleo con criterios ISR en su política de inversión, la opción más utilizada en la gestión es invertir un porcentaje de la cartera en un producto ISR especializado, o bien solicitar a la entidad gestora que utilice criterios de selección negativos o de exclusión.
- Los factores que llevan a incluir criterios de ISR en las políticas de inversión de los planes y fondos de pensiones de empleo son principalmente no financieros y se relacionan con aspectos sociales y medioambientales.
- Constatamos que la principal motivación para incluir criterios ISR en las políticas de inversión de estos planes y fondos de pensiones de empleo se responde, sobre todo, a la iniciativa de los representantes de las comisiones de control de estos planes o fondos, o bien a la motivación de los sindicatos. En menor medida, también es importante la coherencia con la política declarada de la empresa de origen. En general, cabe destacar que las instituciones de gestión de los fondos de pensiones no desempeñan un papel lo suficientemente importante como para que los representantes de las comisiones de control de los planes y fondos de pensiones incluyan criterios ISR.
- Respecto a los retos o problemáticas más importantes que plantea la integración de la ISR para los planes y fondos de pensiones de empleo con criterios ISR, la principal respuesta es la dificultad de definir la responsabilidad social corporativa, la sostenibilidad o la ética y la dificultad de integrar estos conceptos en el proceso de inversión. También se alude al desconocimiento de la rentabilidad de la ISR, a la resistencia a integrar un planteamiento nuevo y a la dificultad de encontrar productos adaptados a sus hábitos de inversión.
- En general, los representantes de las comisiones de control de los planes y fondos de pensiones de empleo en España -incluso los de las comisiones de control de aquellos que invierten con criterios ISR- desconocen los avances legislativos europeos en materia de ISR.
- A pesar de tratarse de fondos de pensiones que incluyen criterios éticos o de ISR, la aplicación de estos criterios a la gestión de la cartera no afecta a todos los activos gestionados, sino sólo a un porcentaje muy pequeño.
- Una de las conclusiones que se derivan del análisis realizado respecto a la inclusión de criterios ISR en las políticas de inversión de los planes y fondos de inversión es que por el momento, la aplicación de estos criterios ISR a la gestión de la cartera resulta dificultosa y requiere el conocimiento técnico de las metodologías de preselección.

Como conclusión final, podemos afirmar que en España, no observamos aún una vinculación entre la ISR y el buen gobierno corporativo. Los representantes de las comisiones de control de los planes y fondos de pensiones de empleo no relacionan los aspectos de gobierno corporativo con los criterios de responsabilidad social corporativa o sostenibilidad, por lo que consideramos que en futuras investigaciones se debe profundizar en las dificultades que encuentran los miembros de las comisiones de control para implementar en la gestión los criterios ISR de la política de inversión.

6. Bibliografía

- Albareda, L.; Balaguer, M. R. y Lozano, J. M.: 2004, *Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) en España 2003*, Barcelona: IPES-ESADE.
- Albareda, L.; Balaguer, M. R. y Lozano, J. M.: 2005, *Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) en España 2004*, Barcelona: IPES-ESADE.
- Bainbridge, S.M.: 2005, "Shareholder Activism and Institutional Investors", UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-20, September 2005. <<http://ssrn.com/abstract=796227>>.
- Balaguer, M. R.: 2006, *La inversión socialmente responsable: tres ensayos*, Tesis doctoral, Universitat Jaume I (Castellón).
- Baysinger, B. y Butler, H.H.: 1985, "Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition", *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1, 101-124.
- Cabrera, K. y Santana, D.J.: 2002, "El gobierno en la empresa familiar", *Boletín de Estudios Económicos*, LVII (177), 467-481.
- Comisión Europea: 2006, *COM (2005) 685 final. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC (presented by the Commission)*, Bruselas, 5 de enero.
- Cox, P.; Brammer, S. y Millington, A.: 2004 "An empirical examination of institutional investor preferences for corporate social performance", *Journal of Business Ethics*, vol.52, nº1, June II, 27-43.
- Cuervo-Cazurra, A.: 1998, "La reforma del consejo de administración en España: límites a la aplicación de los modelos anglosajones", *Información Comercial Española*, 769, 9-22.
- Demsetz, H.: 1983, "The structure of ownership and theory of the firm", *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- Demsetz, H. y Lehn, K.: 1985, "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economics*, 93, 1155-1177.
- European Multistakeholder Forum on CSR: 2004 *Final results & recommendations*, Bruselas, 29 de junio.
- Eurosif: 2005, *Active Share Ownership in Europe. 2006 European Handbook*, París.
- Eurosif: 2003, *Socially Responsible Investment among European Institutional Investors*, European Commission Employment and Social Affairs DG.
- Fama, E.: 1980, "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, 88, 288-301.
- Fama, E. y Jensen, M.C.: 1983, "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.
- Fernández-Fernández, J.Luis: 1999, "Ethics and the Board of Directors in Spain: The Olivencia Code of Good Governance", *Journal of Business Ethics*, 22, 233-247.
- García Soto, M.G: 2003, *El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorros españolas*, Tesis doctoral, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.
- Hart, O.: 1983, "The market mechanism as an incentive scheme", *Bell Journal of Economics*, 14, 366-382.
- Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S.: 1991, "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management*, 20, 101-112.

- Jensen, M.C. y Meckling, W.H.: 1976, "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, (2), 305-360.
- Jensen, M.C.: 1993, "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Applied Corporate Finance*, 6, (4), 4-23.
- Jensen, M.C.: 1994, "Self-interest, altruism, incentives and agency", *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, summer, 40-45.
- Johnson, J.; Daily, C.M. y Ellstrand, A.E.: 1996, "Board of directors: a review and research Agenda", *Journal of Management*, 22, (3), 409-438.
- Lewis, A.; Mackenzie, C.: 2000, "Morals, money, ethical investing and economic psychology", *Human Relations*, 53 (2), 179-191.
- Markowitz, H.: 1992, "Markets and Morality", *Journal of Portfolio Management*, winter, 84-93.
- Millar, C.; Eldomiaty, T.; Choi, C. y Hilton, B.: 2005, "Corporate Governance and Institutional Transparency in Emerging Markets", *Journal of Business Ethics*, 59, 163-174.
- Moshe, P.: 2006, "The Role of institutional Investors in the Corporate Governance", German Working Papers in Law and Economics, vol.2006, nº1.
<<http://www.bepress.com/gwp/default/vol2006/iss1/art1>>.
- OCDE: 2004, *OCDE Principles of Corporate Governance*, OCDE, París.
- OCDE: 1999, *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. Disponible en internet: <http://www.cnmv.es/delfos/tendencias/ocde.pdf>
- Salas, V.: 2002, *El gobierno de la empresa*. Colección de Estudios Económicos de La Caixa, 29.
- Schwartz, M.S.: 2003, "The "Ethics" of Ethical Investing", *Journal Business Ethics*, 43, 195-213.
- Sethi, S.P.: 2005, "Investing in socially responsible companies is a must for public pension funds-because there is no better alternative", *Journal of Business Ethics*, 56, 99-129.
- Shleifer, A. y Vishny, R.: 1986, "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, 94 (3), 458-461.
- Shivdasani, A.: 1993, "Board composition ownership structure and hostile takeovers", *Journal of Accounting and Economics*, 16, 167-198.
- Social Investment Forum, 2001: *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, (<http://www.socialinvest.org/areas/research/trends/2001-Trends.htm>).
- Social Investment Forum, 2003: *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States* (http://www.socialinvest.org/areas/research/trends/sri_trends_report_2003.pdf).
- Smith, M. P.: 1996, "Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CALPERS", *Journal of Finance*, 51, 1, 227-252.
- SRI Research: 2002, *Green, Social and Ethical funds in Europe 2002*, Group SIRI, (<http://www.sirigroup.org/pdf/SRI-Funds-Report2002.pdf>)
- Telefónica: 2006, *Informe Anual de Responsabilidad Corporativa 2005*.
- Weisbach, M. S.: 1988, "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- Yankelovich, Inc.: 2006, "Attitudes toward socially responsible investing. Executive summary", <<http://www.calvert.com>> (25 de enero de 2006).
- Yermarck, D.: 1996, "Higher market valuation of companies with a small board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40, 185-213.

Zahra, S.A. y Pearce, J.A.: 1989, "Board of directors and corporate financial performance: a review and integrate model", *Journal of Management*, 15, 2, 291-334.