

UNIVERSIDAD REY JUAN CARLOS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
Departamento de Economía de la Empresa



TESIS DOCTORAL

Banca Sostenible: Un análisis sobre su viabilidad financiera

Doctorando

Dña. Elisa Aracil Fernández

Director de la Tesis

Dr. D. Joaquín López Pascual

Madrid, Junio de 2015

Universidad Rey Juan Carlos
Departamento de Economía de la Empresa



TESIS DOCTORAL

Banca Sostenible: Un análisis sobre su viabilidad financiera

Firmado doctorando

Dña. Elisa Aracil Fernández

Vº Bº Director de la Tesis

Dr. D. Joaquín López Pascual

Madrid, Junio de 2015

Contenidos

RESUMEN	5
AGRADECIMIENTOS	7
INTRODUCCIÓN	9
1 CAPÍTULO UNO. Las entidades de crédito como marco de situación	17
1.1 Las entidades financieras y su función en la economía	17
1.1.1 Funciones que realizan las entidades de crédito en la economía	26
1.1.2 Razones por las que existen los bancos	33
1.1.3 Riesgos que afectan a las entidades de crédito	41
1.2 Contexto regulatorio: de Basilea I a Basilea III	50
1.2.1 Origen	50
1.2.2 Objetivos de Basilea III	52
1.2.3 Diferencias entre Basilea II y Basilea III	52
1.2.4 Fecha de entrada en vigor	58
1.2.5 Conclusión	59
2 CAPÍTULO DOS. Desarrollo Sostenible	63
2.1 Concepto y evolución	63
2.2 Indicadores macroeconómicos de sostenibilidad	66
2.3 La Responsabilidad Social Corporativa	72
2.3.1 Definición y alcance	72
2.3.2 Marco económico y normativo	74
2.4 La RSC como fuente de creación de valor	79
2.5 Valoración del Impacto social de las inversiones: Método SROI	82
2.6 Evolución: de la RSC a la sostenibilidad	84
3 CAPÍTULO TRES. La sostenibilidad aplicada a los bancos	89
3.1 El consumidor ético	89
3.1.1 La relevancia de los consumidores éticos o responsables	89
3.1.2 Estadísticas de consumo ético y responsable en España	91
3.1.3 Los inversores y ahorradores éticos	96
3.2 El camino hacia la banca sostenible	98
3.2.1 Finanzas éticas o sostenibles	98
3.2.2 Evolución de las estrategias sostenibles aplicadas a la banca	100
3.3 Intermediación y sostenibilidad	103

3.3.1	Contribución a la sostenibilidad desde el sector financiero: Inclusión financiera y educación financiera.	108
3.3.2	Reconocimiento internacional a entidades Socialmente Responsables	113
4	CAPÍTULO CUATRO. Productos financieros sostenibles	117
4.1	Descripción	117
4.2	Productos financieros sostenibles de pasivo	119
4.3	Productos financieros sostenibles de activo	120
4.3.1	Otros productos de banca sostenible: Microcréditos	121
4.4	Fondos de inversión socialmente responsables	123
4.4.1	Sostenibilidad y gestión de activos. Descripción y evolución reciente	123
4.4.2	Índices bursátiles de sostenibilidad	132
4.4.3	Los índices Dow Jones Sustainability (DJSI)	135
4.4.4	Rentabilidad de los fondos ISR frente a los tradicionales	138
4.4.5	Evolución del mercado de inversión socialmente responsable en Europa	142
5	CAPÍTULO CINCO. Análisis de la viabilidad financiera de la banca sostenible	151
5.1	Introducción	151
5.2	RSC y desempeño económico	152
5.2.1	Análisis de la literatura existente	152
5.2.2	Sostenibilidad, Benchmarking y bancos	154
5.3	Hipótesis y datos	156
5.3.1	Hipótesis	156
5.3.2	Muestra	157
5.4	Medidas	160
5.4.1	Variable dependiente	160
5.4.2	Variables independientes	163
5.4.3	Variables de control	165
5.5	Metodología	168
5.6	Resultados del modelo	169
5.6.1	Análisis univariante y estadística descriptiva	169
5.6.2	Modelo base multivariante	171
5.6.3	Modelo de ventanas recursivas	173
5.7	Conclusiones del modelo	175
5.8	Limitaciones del modelo y futuras líneas de investigación	176
6	CAPÍTULO SEIS. CONCLUSIONES	181
6.1	Conclusiones y futuras líneas de investigación	181
	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	187

RESUMEN

La presente tesis doctoral examina si la Responsabilidad Social Corporativa (RSC en lo sucesivo) conduce hacia una mejora del rendimiento en el sector bancario europeo. Es decir, pretende establecer una relación positiva de causalidad entre gestión sostenible de estas entidades y sus resultados económicos. Es decir, la sostenibilidad se traduce en una importante ventaja competitiva porque permite mejorar la reputación y la percepción por parte de accionistas, analistas, inversores y clientes. Así, esas ganancias en términos de imagen deberían traducirse en mejoras en beneficio y rentabilidad. Además, pretende determinar si esta relación es estable durante los distintos ciclos económicos, incluyendo datos desde 2003 hasta 2013. Sostenibilidad corporativa o RSC se mide por la pertenencia al *Dow Jones Sustainability Index Europe* (DJSI).

Tras la profunda crisis financiera de los últimos años, el sector bancario está inmerso en una campaña destinada a mejorar su imagen y reputación, siendo la RSC una vía interesante para recuperar la confianza del público en el corto plazo. En el medio plazo, la RSC constituye una fuente de ventajas competitivas, además de un detonante de mejoras en los resultados económicos, tal y como indican nuestras conclusiones. Nuestro análisis se centra en el efecto de la RSC sobre la rentabilidad económica en comparación con otros estudios que estiman el impacto de la RSC en el precio de las acciones.

Las estimaciones de nuestro modelo sugieren que las políticas de RSC tienen un impacto positivo en los retornos de los bancos. No obstante, la crisis modera la relación entre sostenibilidad y resultados.

Por tanto, esta tesis doctoral pretende alcanzar los siguientes objetivos, como son describir y delimitar en qué consiste la banca sostenible, todo lo cual se realiza en los capítulos uno a tres; identificar productos financieros que pueden contribuir al desarrollo del negocio bancario en áreas relacionadas con la sostenibilidad, como se expone en el capítulo cuatro; demostrar el impacto positivo en resultados que se obtiene al integrar los criterios de sostenibilidad en la gestión bancaria, y determinar si la relación entre banca sostenible y resultados es estable a lo largo de los diferentes ciclos económicos, lo cual se detalla en el capítulo cinco.

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar me gustaría agradecer a mi director de tesis Joaquín López Pascual todo lo que he aprendido de él para elaborar esta tesis doctoral y su generosidad a la hora de transmitir sus conocimientos y experiencia. Su capacidad para hacerme enfocar en lo importante, su visión estratégica y su perseverancia han sido claves a lo largo de los últimos años. Sin sus consejos, ayuda, disponibilidad y paciencia no hubiera sido posible. Joaquín fue el primero que me transmitió conocimientos relacionados con el ámbito financiero cuando impartía clases de finanzas en CUNEF, y desde entonces mi interés por esta área ha sido creciente. También debo agradecer a Francisco Forcadell sus sugerencias en el planteamiento y desarrollo del modelo empírico de esta tesis doctoral, así como todo lo que me ha enseñado respecto a la metodología de la investigación científica. Agradezco su generosidad y búsqueda constante de la perfección y rigor científico.

Por supuesto, mi agradecimiento va también para mi familia. Ellos han sido apoyo constante a lo largo de mi carrera académica y profesional. Sin su motivación y ayuda no hubiera podido realizar esta tesis. Gracias por vuestro tiempo, por vuestra comprensión, por ser un ejemplo de superación constante y por confiar siempre en mí.

Gracias también a mis buenos amigos, sois una fuente constante de inspiración.

Además, me gustaría dar las gracias a mis compañeros de la Universidad Pontificia de Comillas-ICADE por su disponibilidad y predisposición, en especial Alberto Colino, cuyas indicaciones fueron de gran ayuda a lo largo de la elaboración de esta tesis doctoral. También agradezco a mis antiguos compañeros de Morgan Stanley por todas las intensas horas que compartimos en *bull* y *bear markets*. Fueron diez años juntos que recuerdo con cariño, me enseñasteis cómo ser mejor cada día.

Finalmente, quisiera agradecer a mis profesores de CUNEF la motivación que despertaron en mí por la economía y las finanzas: Joaquín López Pascual, Petra Mateos, M^a José Rivero, Juan Manuel López Zafra, José Alberto Parejo, Elena Jiménez Pulmariño. Gracias.

El destino reparte las cartas pero nosotros las jugamos

William Shakespeare

INTRODUCCIÓN

Esta tesis doctoral pretende contribuir a la literatura existente sobre la relación positiva entre sostenibilidad y desempeño económico. En los últimos años se han realizado numerosos estudios empíricos vinculando las estrategias de Responsabilidad Social Corporativa con diferentes medidas de rentabilidad financiera. A estos efectos, es interesante consultar los metaestudios de Raza et al (2012), Margolis et al (2009), Van Beurden y Gossling (2008), Orlitzky, Schmidt y Rynes (2003). Sin embargo, a pesar de la relevancia que representa el sector financiero sobre el conjunto de la economía, existen escasísimos estudios en este ámbito centrados únicamente en las entidades de crédito, siendo el más reciente el de Carnevale y Mazzuca (2014), que abarca datos hasta 2011, y que presenta diferencias significativas en metodología con el modelo realizado en esta tesis doctoral. En nuestro caso, la muestra corresponde a las 18 mayores entidades europeas cotizadas. Adicionalmente, nuestro período de estudio comprende los años 2003 a 2013 incluidos, por lo que permite determinar la estabilidad de la relación entre sostenibilidad y resultado económico a lo largo de las diferentes fases del ciclo económico. Finalmente, medimos desempeño financiero de acuerdo a uno de los indicadores contables de rentabilidad más importantes para las entidades de crédito, esto es, el ROAA o *Return on Average Assets*. El modelo arroja relevantes conclusiones de interés para la gestión bancaria y otros grupos de interés relacionados con estas entidades, confirmando que los bancos sostenibles son más rentables que los tradicionales.

La estructura de esta tesis doctoral es como sigue. El **primer capítulo** comienza con una descripción y delimitación del objeto de estudio, es decir, las entidades de crédito. Para ello se realiza una breve exposición de las funciones y componentes del sistema financiero de una economía. Uno de los principales pilares de cualquier sistema financiero son los intermediarios financieros, que se clasifican para delimitar el concepto de entidad de crédito. Además, se justifica la importancia de estas entidades en el conjunto de la economía, aspecto este que se retoma nuevamente en los capítulos cuatro y cinco. Posteriormente, se estudian las funciones que realizan dichas entidades, las razones que explican su existencia y los riesgos que gestionan. En el primer caso, funciones que realizan los bancos, es especialmente relevante tener en cuenta que los bancos se caracterizan por ser correas de transmisión de la política monetaria de un país, característica fundamental que los diferencia del resto de sectores de la economía.

Por este motivo, al final de este apartado se aborda el aspecto de los recientes rescates al sector bancario y las razones que justifican esta estrategia si bien se pone de manifiesto que dichos rescates tienen una contraindicación clara descrita como “azar moral”. Tras la delimitación de las funciones nos ocupamos de los retos a los que se enfrenta el sector, algunos de los cuales son riesgos operativos y otros generales. Todos ellos analizados posteriormente. Respecto a las razones de la existencia de estos intermediarios, se analiza desde distintos puntos de vista, pasando por las teorías de los costes de transacción (Benston y Smith, 1976; Fama, 1985), la teoría de la agencia (Cooper y Ross, 1998), de las economías de escala, selección adversa y supervisión delegada de Diamond (1984). Finalmente concluimos que a día de hoy la razón que justifica la existencia de los bancos es la gestión del riesgo, defendida por Allen y Santomero (2001), que se aborda seguidamente. Es justo decir que el riesgo es inherente a la actividad bancaria, sin embargo, como hacemos en el capítulo uno es necesario determinar los diferentes tipos de riesgos y formas de medirlos y gestionarlos. A los efectos de esta tesis doctoral es especialmente relevante el riesgo reputacional ya que la literatura existente ha demostrado que las estrategias sostenibles influyen positivamente en la reputación de una entidad, reduciendo por tanto dicha vertiente de riesgo.

Adicionalmente, en este primer capítulo hacemos un estudio exhaustivo de la nueva normativa de Basilea III aplicable al sector bancario. Pensamos que este epígrafe es de especial relevancia habida cuenta de los importantes cambios que dicha normativa supone en la gestión de las entidades objeto de estudio.

El **capítulo dos** está dedicado al estudio del concepto de desarrollo sostenible. En primer lugar se estudia la evolución del mismo, como forma también de delimitar su alcance en la actualidad. Además, hemos querido ofrecer una visión conjunta, macro y microeconómica, pues la sostenibilidad es aplicable desde ambos puntos de vista. Para ello, ponemos de manifiesto las limitaciones del indicador macroeconómico por excelencia, el Producto Interior Bruto o PIB, y analizamos las diferentes propuestas internacionales para cuantificar la actividad económica teniendo en cuenta aspectos adicionales a la medición clásica de la producción de un país. Desde el punto de vista microeconómico, es decir, aplicado a la realidad de las empresas, es Elkington (1997) el primero que defiende el concepto de triple cuenta de resultados, argumentando que las empresas deben buscar una rentabilidad económica pero también social y medioambiental, es decir, se trata de un planteamiento que excede del objetivo tradicional hasta la fecha que consistía únicamente en maximizar el beneficio. Más adelante en este capítulo

se define el término de Responsabilidad Social Corporativa (RSC), y se delimita su marco normativo, aspecto éste interesante puesto que los principios y acuerdos existentes en esta materia, son, por el momento, de aceptación voluntaria por parte de las empresas. De especial interés es el siguiente apartado en este capítulo dos, que detalla las ventajas asociadas a las estrategias de RSC justificadas por la literatura existente. La más importante consiste en la mejora del desempeño financiero, justificada en el meta-análisis de Margolis et al (2009) y en el modelo de esta tesis doctoral. Otros beneficios asociados van desde una mejora en la imagen de marca (Lii y Lee, 2012), mayor fidelización de clientes (Sen y Bhattacharya, 2001; Klein y Dawar, 2004), mejora en la reputación corporativa (Brammer y Pavelin, 2005; Minor y Morgan, 2011; Hur, Kim y Woo, 2014), mejora en atracción y retención de talento (Turban y Greening, 1996; Glavas y Kelley, 2014), pasando por una mejora en las calificaciones crediticias, reduciendo primas de riesgo y costes financieros (Jiraporn et al, 2014) y abaratamiento en las condiciones de financiación (Cheng, Ioannou y Serafeim, 2014), hasta una reducción de riesgos (Godfrey, Merrill y Hansen, 2009) y un aumento en el precio de la acción (Mackey, Mackey y Barney, 2007).

Finalmente en este capítulo analizamos el método SROI, *Social Return on Investment*, como fórmula para determinar la rentabilidad social de una inversión, basada en la metodología financiera tradicional de valoración de inversiones.

En el **capítulo tres** nos ocupamos de destacar la relevancia que otorgan los consumidores a las tendencias en pro de la defensa del medioambiente, los derechos sociales y el buen gobierno. Estos nuevos consumidores están dispuestos a modificar sus decisiones de compra en función del comportamiento de la empresa en relación a dichos valores. En el ámbito financiero también existen clientes dentro de este grupo, lo que justifica el posicionamiento de la banca hacia estrategias sostenibles como forma de acercarse a este nuevo nicho de mercado. Por este motivo, posteriormente en este capítulo se aborda el concepto de banca sostenible, también conocida como banca ética o verde, y se delimitan las distintas actividades financieras comprendidas en este término. Además, realizamos un análisis de las estrategias concretas de RSC que pueden adoptar los bancos, detallando especialmente la inclusión financiera y la educación financiera, ya que son objetivos de especial relevancia en el orden internacional, recogidos por el Banco Mundial, la OCDE y los Objetivos del Milenio de Naciones Unidas. En este apartado es de especial interés el análisis, partiendo de los recientes datos del Banco Mundial, sobre el grado de exclusión financiera en determinadas áreas de Latinoamérica, donde

operan los dos mayores bancos españoles, BBVA y Santander. Gran parte de sus estrategias de RSC en Latinoamérica están dedicadas precisamente a paliar esta importante barrera que supone la exclusión financiera. En reconocimiento a ésta y otras labores que realiza la banca sostenible, la prestigiosa entidad *Financial Times* concede desde hace años los Premios a las Entidades Sostenibles.

El **cuarto capítulo** detalla productos financieros concretos asociados a las entidades de crédito sostenible. En primer lugar se realiza una breve descripción de las operaciones activas y pasivas de la banca, para posteriormente analizar productos concretos sostenibles de pasivo y de activo. El bloque más relevante de este capítulo es el dedicado a la Inversión Socialmente Responsable (ISR), ya que es uno de los principales exponentes de la sostenibilidad aplicada al sector financiero, además de ser una de las áreas de mayor crecimiento en la gestión de activos durante los últimos años. Unido al auge de los fondos ISR se encuentra el amplio desarrollo de los índices o *benchmarks* de sostenibilidad, que se estudian en detalle. Se trata de índices bursátiles que, a diferencia de los convencionales, incluyen entre sus criterios de selección el cumplimiento de determinados estándares de sostenibilidad, por lo que las compañías incluidas son referentes en RSC. Además, se produce una relación bidireccional, ya que al aumentar el apetito inversor hacia este tema de inversión, las compañías serán más proclives a adoptar políticas RSC para conseguir una mayor demanda de sus acciones por parte de los inversores. Son de especial relevancia a los efectos de esta tesis doctoral los índices *Dow Jones Sustainability*, y que el modelo empírico se basa en la clasificación concedida por este proveedor. Para concluir este capítulo se realiza un análisis de la rentabilidad de la ISR en base a comparación de los índices convencionales con los sostenibles y también comparando la rentabilidad de los fondos de inversión tradicionales frente a los sostenibles. Finalmente, detallamos la importancia de este segmento de inversión, aportando los datos más recientes de European Investment Forum (Eurosif), que ponen de manifiesto el importante crecimiento de esta categoría de activos en Europa, tanto por número de fondos comercializados como por el importante auge de los activos bajo gestión de los mismos.

El **capítulo cinco** presenta la evidencia empírica de las ventajas asociadas a la sostenibilidad. En concreto, se presenta un modelo que demuestra que los bancos que aplican estrategias de RSC obtienen una mayor rentabilidad, medida por el ROAA, que aquellas entidades consideradas “no sostenibles”.

Para ello se describe en primer lugar la muestra objeto de estudio, que incluye las 18 mayores entidades de crédito cotizadas en Europa. Habida cuenta del importante proceso de concentración que ha sufrido este sector en los últimos años, nuestra muestra representa un elevado porcentaje de la industria en Europa. Para determinar qué entidades son sostenibles y cuáles no hemos delegado en el análisis de la gestora de índices *Dow Jones*, que realiza sobre las compañías un exhaustivo control del cumplimiento de estándares sociales, medioambientales y de buen gobierno, además de la necesaria rentabilidad económica. Como ocurre en todos los índices bursátiles, su composición varía con el tiempo, por lo que hemos incluido en el grupo de banca sostenible aquellas entidades que, para cada uno de los años considerados, formaba parte del Índice *Dow Jones Sustainability Europe*.

El período objeto de estudio comprende desde el año 2003 hasta el 2013, ambos incluidos. Es relevante ya que tomamos en cuenta los efectos de la crisis financiera iniciada en 2008, siendo este un aspecto diferenciador con respecto a otros estudios publicados en la materia, que no abarcan los efectos de la desaceleración económica. El modelo planteado es una regresión lineal utilizando datos de panel equilibrado, cuyos resultados evidencian que los bancos sostenibles consiguen mayores niveles de ROAA que aquellos que no los son. Además, hemos querido considerar el efecto de la crisis económica sobre la relación entre RSC y sostenibilidad en la banca, para lo cual se plantea un modelo de ventanas recursivas, adicional al modelo base anteriormente descrito. Este capítulo finaliza con las conclusiones específicas que arrojan los dos modelos econométricos desarrollados.

Por último, se presenta un resumen de las principales **conclusiones** de esta tesis doctoral y sus aportaciones a la literatura existente sobre la materia.

Capítulo Uno

Las entidades de crédito como marco de situación

1 CAPÍTULO UNO. Las entidades de crédito como marco de situación

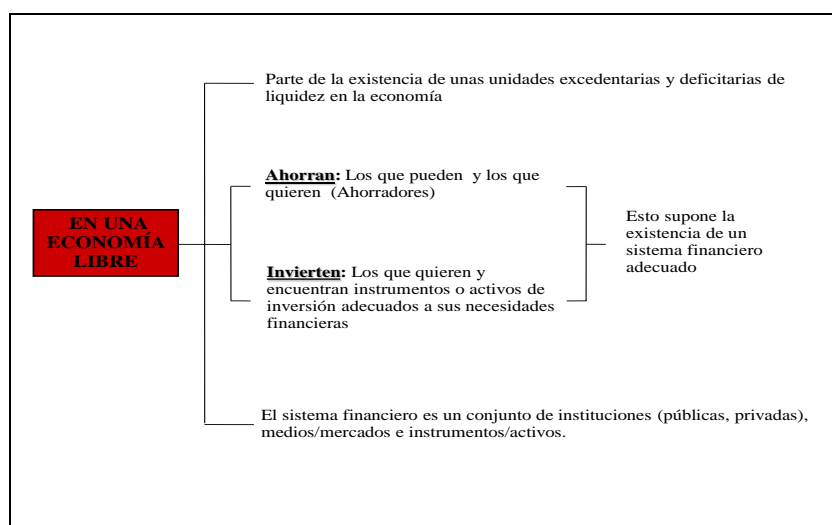
1.1 Las entidades financieras y su función en la economía

El objeto de estudio de esta tesis doctoral serán las entidades de crédito o entidades bancarias, en concreto bancos, de capital español o extranjero, y cajas de ahorro españolas, hoy en día cajas bancarizadas.

Además, analizaremos las oportunidades de negocio que la sostenibilidad ofrece a otro grupo de instituciones financieras distintas a las anteriores, las entidades no bancarias o de no crédito, en concreto, las Instituciones de Inversión Colectiva, IIC, las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, SGIIC, y en menor medida las aseguradoras.

Como muestra la figura 1.1., y siguiendo los planteamientos doctrinales fundamentales, en todas las economías hay dos tipos de agentes: i) Aquellos que ingresan más de lo que gastan. Son por tanto unidades excedentarias, con capacidad de financiación. Generalmente serán los particulares; ii) Aquellas que gastan más de lo que ingresan. Las denominaremos unidades deficitarias, con necesidad de financiación o de pedir prestado. Generalmente son empresas que requieren fondos para iniciar o expandir su actividad.

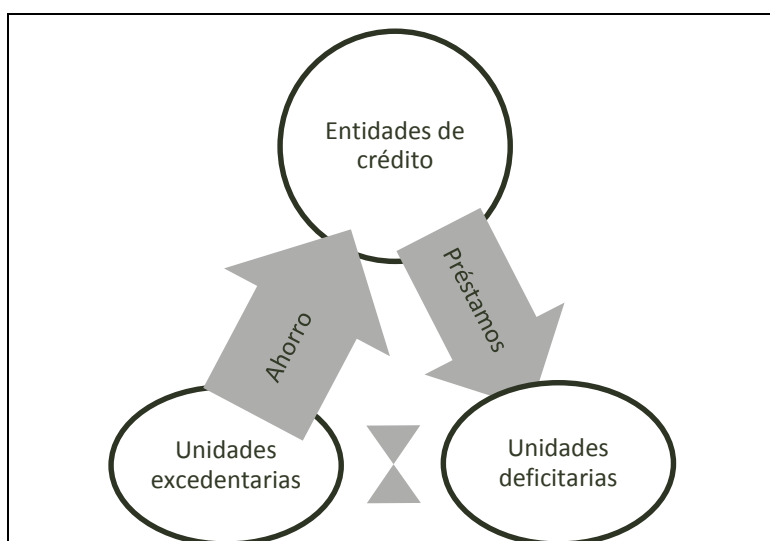
Figura 1.1. – El sistema financiero y las unidades deficitarias y excedentarias



Fuente: López Pascual y Sebastián (2015)

El sistema financiero, gracias al sector bancario, permite que los flujos de las unidades excedentarias pasen a las deficitarias. Efectivamente, como se observa en la figura 1.2., la banca realiza así su labor más tradicional, que es la actividad de intermediación: recibe prestado de las unidades excedentarias en forma de cuentas corrientes y depósitos principalmente y transforma dichos activos en préstamos y créditos que financian a las deficitarias.

Figura 1.2. - La transformación de ahorro en préstamos a la inversión por parte de las entidades de crédito



Fuente: Elaboración propia

Esta labor es de suma importancia puesto que si no existiera la intermediación bancaria, sería muy difícil que las unidades deficitarias obtuvieran la financiación necesaria para invertir en sus procesos productivos. Sin financiación, no hay inversión, ni tampoco hay crecimiento económico ni creación de empleo. Por tanto, la labor de intermediación de la banca aquí descrita, que permite canalizar el ahorro hacia la inversión, es condición necesaria para el desarrollo económico de un país. La literatura existente respecto a la vinculación entre desarrollo del sistema financiero, en concreto bancos, y crecimiento económico es muy amplia. Bencivenga y Smith (1991) ya resaltaron cómo los intermediarios financieros se convierten en catalizadores de desarrollo económico. Posteriormente, Demirgüç-Kunt et al (2008) entre otros llegan a conclusiones similares relacionadas con esta cuestión.

De hecho, aquellos países cuyo sistema bancario se encuentra más desarrollado (esto es, ofrece una mayor adecuación de plazos, precios y productos a las necesidades de ahorradores e

inversores), registran también mayores tasas de crecimiento económico. Por tanto, hay una fuerte correlación entre el desarrollo del sistema financiero (siendo la banca su principal arteria) y el crecimiento económico.

En suma, el sistema financiero, y su componente fundamental, las entidades de crédito, son clave para llevar a cabo el proceso de intermediación entre el ahorro y la inversión, y por tanto, es fundamental para financiar el desarrollo económico.

Como ya hemos adelantado, los bancos serán nuestro objeto de estudio en la presente tesis doctoral.

Los bancos son el elemento más importante dentro del sistema financiero en términos de flujos que moviliza. Sus funciones han ido evolucionando a lo largo del tiempo, siendo éstas las más relevantes:

- a) Intermediación financiera entre ahorradores y prestatarios, es decir, entre unidades excedentarias y deficitarias.
- b) Oferta de servicios de cobros y pagos, asesoría económica y otras operaciones de valor añadido para el cliente.
- c) Transmisión de la política monetaria del país, ya que, como es sabido, los bancos crean dinero. El banco central, cuya misión es controlar la cantidad total de dinero que hay en el sistema para así asegurar un determinado nivel de tipos de interés e inflación, regula la cantidad de dinero de creación bancaria a través del coeficiente de encaje bancario o legal de caja.

Estas funciones aparecen recogidas en la legislación española, que define una entidad de crédito como aquella que “tiene como actividad típica y habitual la de recibir fondos del público en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros u otras análogas que lleven aparejada la obligación de su restitución, aplicándolos por cuenta propia a la concesión de créditos u operaciones de análoga naturaleza”.¹

En términos más sencillos, las entidades de crédito bancarias se definen como instituciones cuyas operaciones habituales consisten en conceder préstamos y recibir depósitos del público (Freixás y Rochet, 1997). Todos los componentes de esta definición son importantes, veamos:

¹ LEY 26/88, DE 29 DE JULIO, DE DISCIPLINA E INTERVENCIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO.

-actividad habitual: la mayoría de las empresas prestan dinero de vez en cuando a sus clientes, o piden prestado a sus proveedores, pero solo los bancos lo hacen de manera habitual.

-conceden tanto préstamos como depósitos: los bancos financian una proporción significativa de los préstamos que conceden con depósitos del público.

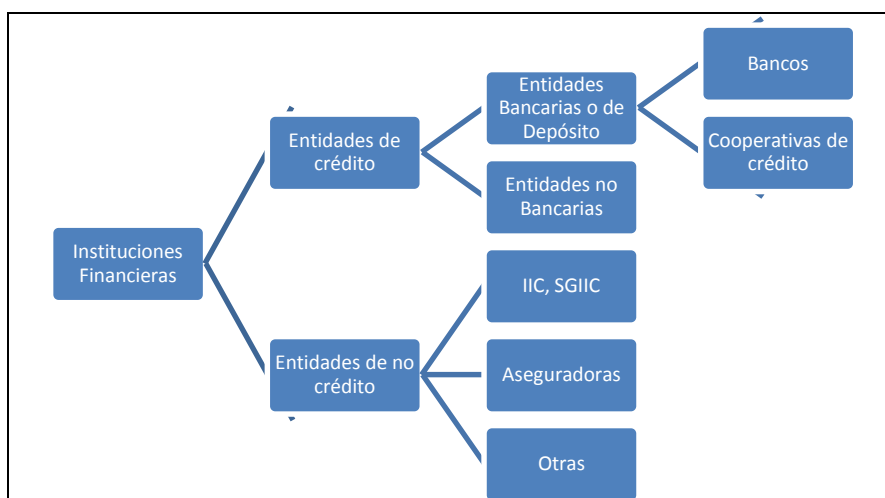
-prestar servicios al público: es relevante ya que los clientes bancarios no son inversores profesionales, con los medios para evaluar la solvencia del banco. Además, el banco suministra un bien público como es el acceso a un sistema de pago seguro y eficiente. Ambas razones justifican la supervisión y extensa regulación del sector.

Como es bien sabido, las entidades de crédito se diferencian de las de no crédito en un aspecto fundamental: las primeras realizan una función de transformación, es decir, canaliza el ahorro hacia la inversión, captando fondos de clientes vía depósitos (principalmente) y transformándolos en producto de activo, generalmente préstamos o créditos. De esta manera, crean dinero, el denominado dinero de creación bancaria. Por el contrario, las entidades de no crédito no pueden transformar.

De este hecho se derivan dos consecuencias fundamentales:

- a) Supervisión: las entidades de crédito están supervisadas en España por el Banco de España, y, recientemente, por el Banco Central Europeo tras la Unión Bancaria. Por el contrario, las de no crédito son vigiladas por la CNMV;
- b) El riesgo que asumen los depositantes de estas entidades es muy distinto: En el primer grupo si quiebra la entidad bancaria habrán perdido todos sus depósitos (riesgo emisor) y tendrán que acudir a mecanismos de compensación gubernamentales como el fondo de garantía de depósitos. Por el contrario, los clientes de las entidades de no crédito no pierden sus ahorros si la entidad quiebra, ya que el patrimonio de una IIC, por ejemplo, siempre es propiedad de los partícipes, nunca de la sociedad gestora (otra cosa es que dicho patrimonio no esté gestionado correctamente o se haya cometido fraude).

Figura 1.3. - Instituciones Financieras objeto de estudio



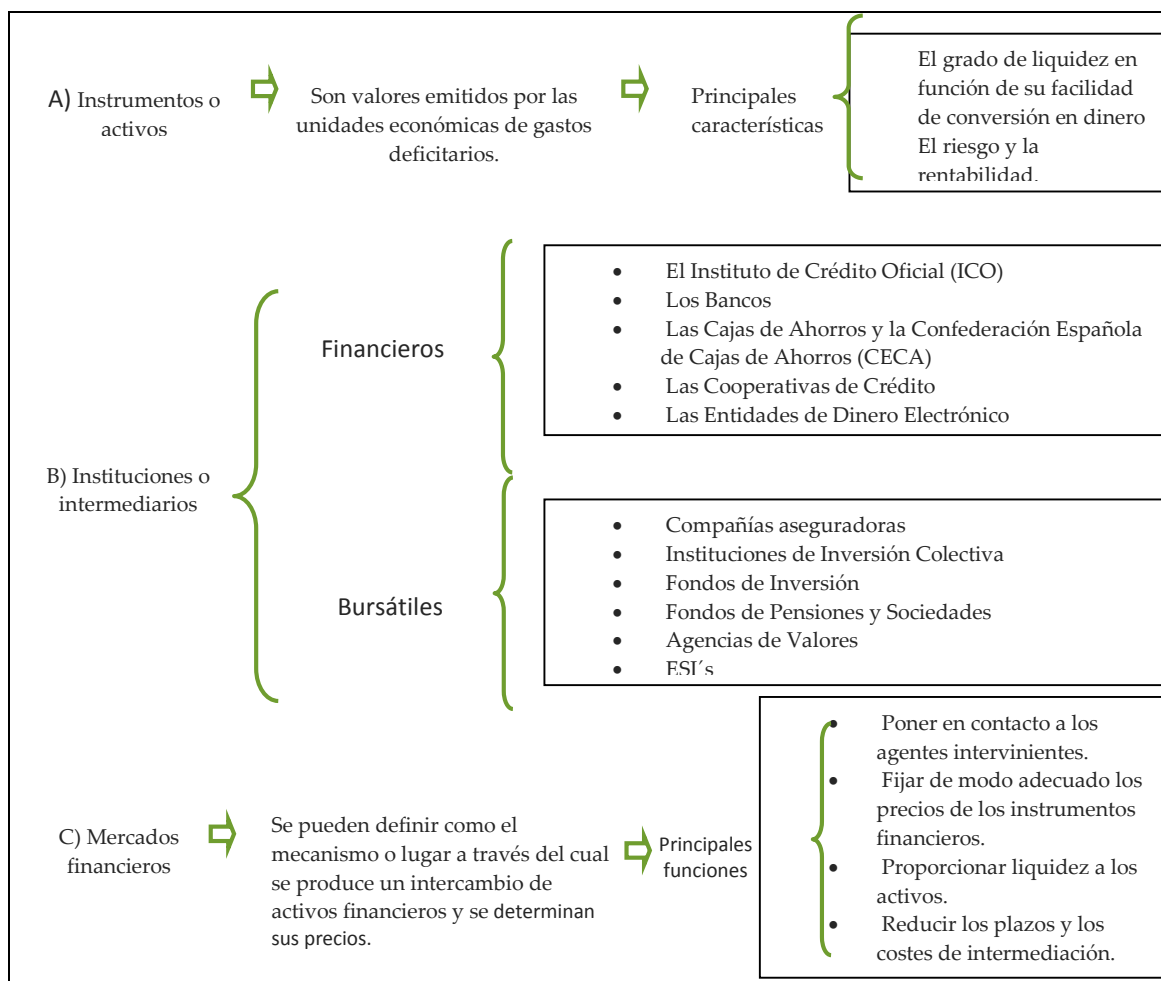
Fuente: Elaboración propia

Por estos motivos, a pesar de que ambos grupos sean técnicamente instituciones financieras, las diferencias entre ellos son grandes (riesgos, supervisión, actividad, etc...).

Además, en numerosas ocasiones sucede que una de las actividades o ramas de negocio de la entidad de crédito es precisamente una de no crédito (caso de un banco o caja que es dueño de una Sociedad Gestora, SGIC, y una compañía aseguradora, por ejemplo). La figura 1.3. muestra una clasificación de las entidades financieras en base a los grupos de crédito y no crédito.

Por tanto, en general, el tamaño de las principales entidades de crédito suele ser muy superior al de las de no crédito, por lo que su importancia para la buena salud del sistema financiero también es más elevada. Efectivamente, en la figura 1.4. se aprecian los tres elementos fundamentales del sistema financiero, a saber, instituciones financieras, activos financieros y mercados. Sin embargo, el primer grupo, las instituciones, son las más relevantes, constituyen el sistema circulatorio, el flujo necesario para el buen funcionamiento del mismo.

Figura 1.4. - Elementos del sistema Financiero



Fuente: López Pascual y Sebastián (2015)

Respecto a este último punto, es decir, la relevancia de los bancos en la economía y su impacto sobre la misma, hay diferentes opiniones.

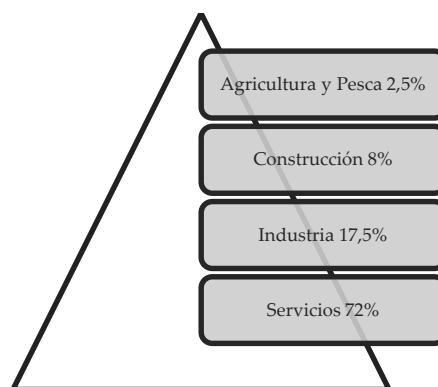
Como apunta Sebastián (2011)², hoy por hoy la existencia de una relación de causalidad entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico es reconocida por los economistas. Sin embargo, las discrepancias afloran cuando se trata de relacionar la actividad económica con el tipo de estructura financiera. Mientras algunos autores destacan el papel de los bancos en el desarrollo y en el crecimiento económico, otros argumentan que el buen funcionamiento del mercado de capitales es más importante. Tomando como referencia la relación entre la financiación destinada al sector privado no financiero procedente del mercado versus la que

² Sebastián, A. (10 de julio de 2011). El crédito bancario: una asignatura pendiente. *Expansión*

concede la banca, podemos distinguir entre países como EEUU, Australia Canadá y el Reino Unido, fuertemente dependientes de los mercados (*market-based*), de otros como España, Portugal, Bélgica y Austria, vinculados al sector bancario (*bank based*). Por tanto en España la capacidad de financiación está supeditada al sector bancario, que al extender el crédito crea dinero. De esta manera, los bancos influyen indirectamente en el crecimiento de la economía, y más allá de lo anterior, pueden determinar sobre qué sectores se basa dicho crecimiento, ya que son ellos los que distribuyen la financiación entre las diferentes industrias.

La relevancia de la banca en la economía se puede abordar desde diferentes puntos de vista. Por ejemplo, el desglose del PIB permite estudiar la evolución de los diferentes sectores económicos o ramas de actividad, entre ellos el financiero. En efecto, es importante conocer el crecimiento de la producción de un país (su PIB) y también su composición, es decir, cuanto aporta cada sector a la producción total. Para ello, agruparemos las diferentes actividades económicas en sectores, como muestra la figura 1.5.

Figura 1.5 - Desglose del PIB español por ramas de actividad en 2013



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del INE

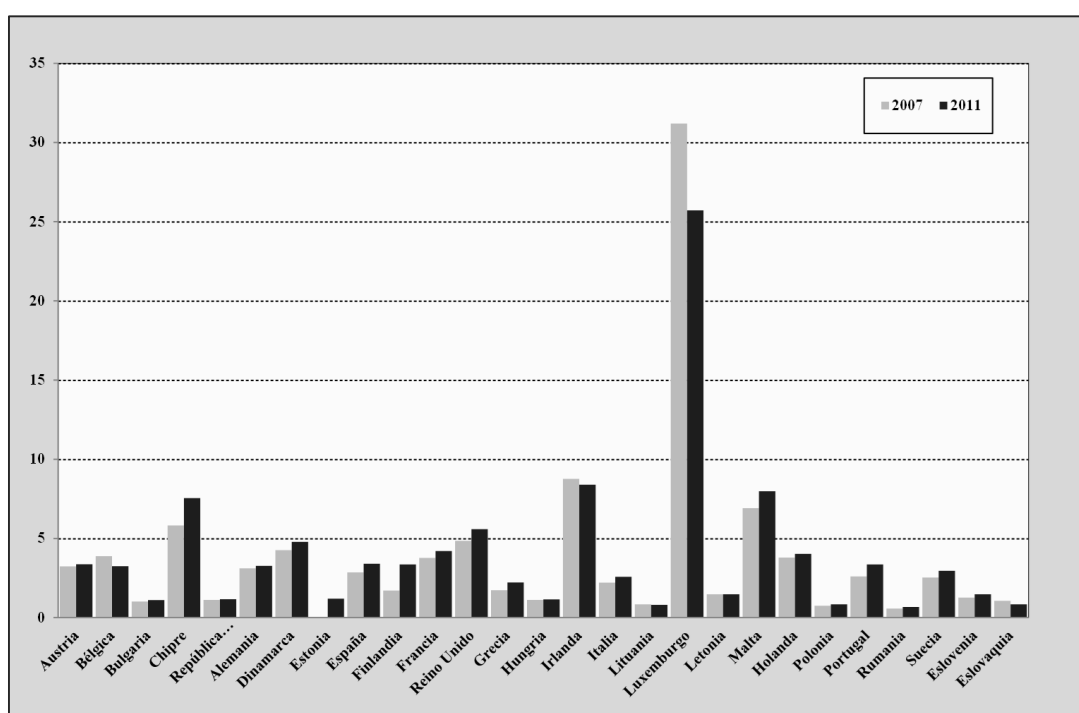
Así, podemos conocer que el sector económicamente más relevante en España es el sector servicios, debido a la importancia del turismo, que se incluye precisamente bajo la rúbrica servicios. Por otro lado, el sector inmobiliario y construcción tuvo gran preponderancia en los años de bonanza económica, llegando a representar más del 10% del PIB, y a la vez ha sido el que ha sufrido la mayor desaceleración en los años de crisis.

Respecto al sector financiero es importante notar su relevancia en la economía española, ya que representa un 3,8% del PIB a cierre de 2013. Adicionalmente, hay que tener en cuenta que ésta es aún mayor de lo que reflejan las estadísticas, debido a las actividades fuera de balance que

realizan los bancos y que no se ven contabilizadas en el PIB, como se detalla en el capítulo dedicado a riesgos. Efectivamente, desde la década de 1980 la mayor competencia obligó a los bancos a recurrir a productos de mayor valor añadido, más allá de la clásica intermediación. Contablemente estas operaciones no corresponden a activos o pasivos del banco, por lo que se denominan “fuera de balance”.

También podemos abordar este tema-la importancia del sector bancario- cuantificando por ejemplo la proporción de activos bancarios respecto al PIB de un país, como refleja la figura 1.6.

Figura 1.6 - Relación entre los activos bancarios y el PIB, por países europeos



Fuente: López Pascual y Sebastián (2015)

Por su parte, la tabla 1.1. muestra cómo han evolucionado en España los datos o el número de entidades o de oficinas per cápita anteriormente citados, entre otros. Las columnas reflejan la situación a 31 de diciembre de cada uno de los años considerados. A la fecha de publicación del presente documento, los últimos datos actualizados son los correspondientes a 31 de diciembre de 2013, recogidos en la citada tabla. Como se puede observar, el número de entidades de crédito se redujo ligeramente entre 2007 y 2010, y de forma mucho más pronunciada de 2011 en adelante. Efectivamente, en la primera mitad de 2011, se produjeron los conocidos procesos de fusión y concentración entre cajas de ahorros, así como la conversión de las mismas en bancos.

Por otra parte, nótese que el total de entidades de crédito, según la tabla, asciende a 290. Sin embargo, solo 57 de ellas son bancos. El número de oficinas también se ha reducido, si bien en términos de habitantes por oficina se ha registrado un ligero ascenso. Una buena noticia para el sector es que los activos por entidad de crédito han crecido, por tanto el sector crece en el periodo considerado. Finalmente, en el conjunto de la economía se observa que los activos bancarios representan tres veces el valor del PIB, una cifra que sin duda da una idea de la importancia del sector bancario y su peso en la economía española.

Tabla 1.1. – Evolución del sector financiero en España

	2007	2010	2013
Activos bancarios/PIB (%)	280	306	308
Crédito al sector privado/PIB (%)	167	173	179
Número total de entidades de crédito (bancos y otras)	357	337	290
Número de oficinas	45.500	43.164	32.501
Activos/entidades de crédito (€ bn)	8,3	9,7	10,9
Población/oficinas	995	1.069	1.428
Activos/oficinas (€ mn)	64,8	75,3	96,9

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de *European Banking Federation* y Asociación Española de

Banca

Si analizamos los datos anteriores desde una perspectiva europea y no solo nacional, llegaremos a conclusiones muy similares. En efecto, el número total de entidades de crédito en la zona euro

se ha reducido en los últimos años desde 8.383 en 2007 a 7.726 a cierre de 2013, lo que representa una caída del 7,8%.

Además de analizar los datos anteriores, para entender la importancia de las entidades de crédito en la economía, hay que examinar sus funciones. Hace veinte años éstas se resumían en “reducción de los costes de transacción”, sin embargo, a día de hoy podemos clasificar las funciones de los bancos en:

- Facilitan el acceso a un sistema de pago.
- Transforman activos.
- Gestionan el riesgo.
- Procesan la información y supervisan a los prestatarios.

En el siguiente apartado se analizarán en detalle las funciones de los bancos.

1.1.1 Funciones que realizan las entidades de crédito en la economía

Función 1: Facilitar el acceso a un sistema de pago

Esta función está relacionada con la evolución desde una economía de trueque a una economía monetaria. En este contexto, los bancos facilitaban dos tipos de servicio: cambio de dinero-moneda (emitido por diferentes instituciones) y servicio de pago (redes de transferencias de fondos de unas cuentas a otras o sistemas de pagos).

El cambio de dinero fue históricamente la primera actividad de los bancos. Nótese que el término griego de banco, *trapeza*, designa la balanza que se usaba para pesar monedas y determinar la cantidad de metal de cada una de ellas.

Función 2. Transformación de los activos

Freixás y Rochet (1997) destacan un aspecto esencial en la actividad de intermediación: los créditos bancarios son activos financieros producidos tras un análisis específico de las condiciones de cada operación, es decir, tras un proceso de búsqueda de la información en el que cada cliente es un mercado con particularidades. Estos autores se refieren a la

transformación de activos como una de las funciones principales de estos intermediarios, la cual engloba los siguientes aspectos:

- a) Facilitar la colocación de recursos entre ahorradores e inversores
- b) Reducir los costes de transacción
- c) Transformar los plazos

En efecto, los activos se pueden transformar de tres formas:

- Conveniencia de la denominación o magnitud (pequeños depositantes cuyos ahorros se destinan a prestar a grandes empresas que solicitan cantidades indivisibles)
- Transformación de calidades
- Transformación de vencimientos (los depositantes prestan a corto plazo, el banco ofrece préstamos a largo plazo)

Función 3. La gestión del riesgo

La función de transformación de activos tiene consecuencias en términos de gestión de riesgos.

Los riesgos más relevantes que afectan a los bancos son:

- Riesgo crediticio-Derivado de préstamos no garantizados. Aquí es importante tener en cuenta la aversión al riesgo y el riesgo moral.
- Riesgo de tipos de interés-Las operaciones activas y pasivas tienen diferentes vencimientos. Si varía el tipo de interés a corto plazo, afecta al coste del pasivo, siendo la rentabilidad del activo generalmente fija. Por tanto, el margen de intermediación se verá afectado negativamente.
- Riesgo de liquidez- Si se liquidan las operaciones pasivas (reintegros) el banco debe financiar las activas con otras fuentes, que pueden resultar más caras. Es decir, el banco no puede devolver a tiempo la deuda a los acreedores. Este riesgo también afecta a empresas no bancarias. Sin embargo, sus consecuencias son mucho más dramáticas para los bancos que para otros sectores de la economía, lo que justifica la compleja regulación bancaria, y los recientes rescates.

En este capítulo se hace un análisis en profundidad de los riesgos que afectan a las entidades de crédito.

Función 4. Procesan la información y supervisan a los prestatarios

Para limitar y controlar los riesgos descritos, los bancos supervisan la actividad crediticia, generando economías de escala. Es decir, invierten en tecnología informática que permita seleccionar las diferentes solicitudes de préstamos y supervisar los proyectos. De esta manera pretenden evitar que el prestatario realice un proyecto diferente del que se acordó inicialmente (riesgo moral). Esta valoración de riesgos específicos de los créditos requiere el procesamiento de una información privada de elevado coste para los ahorradores individuales.

1.1.1.1 Los rescates a la banca

Esta relevancia de las instituciones financieras explica los recientes rescates de entidades de crédito que hemos vivido en los últimos años, desde la quiebra del banco estadounidense Lehman Brothers en Septiembre de 2008. En una primera fase de la crisis, las entidades españolas no necesitaron capital público mientras muchos de sus competidores europeos sí recibieron ayudas estatales. En países como Estados Unidos o Inglaterra, el propio Estado se convirtió en accionista de los bancos al inyectarles capital y salvarlos de una más que probable quiebra. Posteriormente, las ayudas fueron necesarias en España, si bien es importante recordar que otros países ya concedieron préstamos a sus bancos antes que el nuestro. En cualquier caso, el debate está servido, ya que la literatura económica ha descrito ampliamente el riesgo moral que sigue a este tipo de ayudas (por ejemplo, Dam y Koetter, 2012; Onali, 2014). Los rescates a la banca, a diferencia de otros sectores de la economía que también han sufrido y no han recibido ayudas, es una cuestión ampliamente debatida en los últimos años. Siendo por tanto el riesgo moral el argumento en contra de los rescates a la banca, veamos cuales son los argumentos favorables a dichas ayudas, y la justificación de las mismas en base a tres razones:

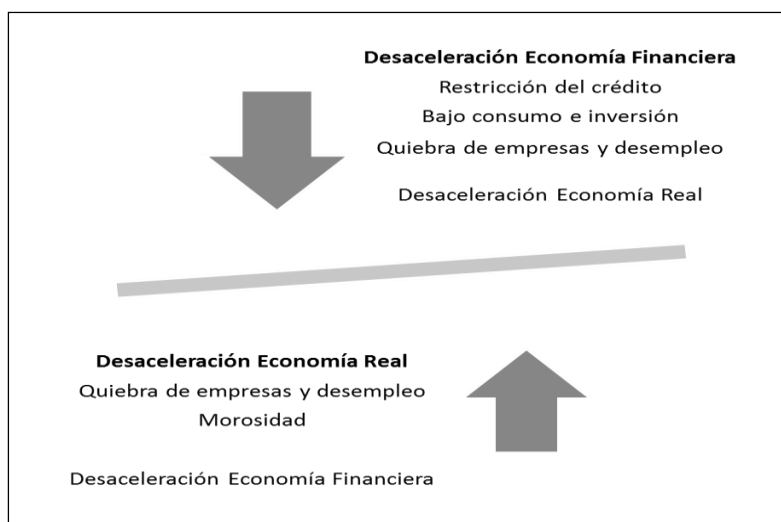
- a) Se trata de un sector muy diferente a los demás, puesto que su funcionamiento incide en la efectividad de la política monetaria de un país. Efectivamente, la cantidad de dinero en circulación, principal herramienta de política monetaria, se puede controlar regulando la actividad de los bancos vía coeficiente legal de caja. La razón es que, recordemos, los bancos también crean dinero.
- b) Para evitar un mal mayor, o un rápido contagio de la crisis a todos los demás sectores de la economía. Esto es así porque el sector bancario, a diferencia de todos los demás,

determina el ciclo por el que atraviesa la economía real³. Es decir, la economía financiera y la economía real se relacionan mutuamente. Si la economía real se desacelera, el desempleo y cierre de empresas que esto conlleva provocará morosidad en las entidades de crédito, por lo que la economía financiera acabará resintiéndose. Por otra parte, si es la economía financiera la que origina los problemas (como ocurrió tras la quiebra de *Lehman Brothers* en septiembre de 2008), esto conllevará una restricción del crédito, lo cual provoca un menor consumo de particulares y una menor inversión por parte de las empresas. Todo lo anterior lleva a una desaceleración en la economía real.

- c) Finalmente, al ayudar con dinero público a una entidad de crédito, no olvidemos que a quién verdaderamente se rescata es a los depositantes de la misma, que perderían sus ahorros (salvo la cuantía garantizada por el Fondo de Garantía de Depósitos) en caso de quiebra bancaria.

Por tanto, como muestra la figura 1.7., ambas actividades, financiera y real, se relacionan, lo que justifica el rescate del sector financiero para evitar una aguda crisis en la economía real. Dicho lo anterior, las autoridades, y también una gran parte de la opinión pública y los académicos, son conscientes de que los rescates bancarios conllevan riesgo moral, se incentivan la mala gestión del riesgo y por tanto, que se repita de nuevo la misma situación (Miller, 2012).

Figura 1.7. - Relación entre Economía real y Economía financiera.



Fuente: Elaboración propia

³ Actividades económicas que generan bienes y servicios frente a economía financiera que centra su actividad en los mercados financieros.

1.1.1.2 Retos a los que se enfrenta el sector financiero

Centrándonos por ahora en los bancos, por ser el grupo más relevantes entre las entidades de crédito como se ha explicado más arriba, esta industria en los últimos años se enfrenta a los siguientes retos económicos, presionando márgenes a la baja:

- Auge de la morosidad-derivada del ciclo económico. La tasa de morosidad es el cociente de créditos fallidos y/o dudosos entre el total de financiación concedida. Como es sabido, la morosidad se correlaciona inversamente con la evolución del PIB. De esta forma, los últimos años de desaceleración económica han provocado un aumento exponencial de la mora. En el caso de España, la tasa de morosidad se situó en máximos históricos en diciembre de 2013 a 13,61%, según datos del Banco de España. Desde entonces se ha ido moderando progresivamente, a pesar de que la tasa de mora actual (primer trimestre 2015) es la más elevada de la historia. Es de esperar que haya tocado techo, pero, sin embargo, permanecerá elevada unos cuantos períodos, habida cuenta de la elevada tasa de desempleo en España.
- Mayor presión regulatoria y mayores exigencias de capital debido a la nueva normativa de Basilea III, que se detalla extensamente en los siguientes capítulos de esta tesis doctoral.
- Cambio en el panorama competitivo, tras la fusión de cajas de ahorro y conversión en bancos, siendo alguno de los nuevos grupos muy relevantes en volumen de activos.
- Creciente competencia y banca online-el negocio es global y el producto es intangible y perfectamente replicable.
- Restricción de la financiación en interbancario y encarecimiento de pasivos debido a la llamada guerra del depósito. Este factor ya no constituye una preocupación debido a la normativa de Banco de España que impone límites a las entidades en la rentabilidad ofrecida en sus Imposiciones a plazo fijo. Es decir, en un contexto como el que acabamos de describir, la identificación de un nicho de mercado que ofrezca oportunidades de crecimiento y permita a las entidades diferenciarse de la competencia es clave. Por eso, el sector financiero se ha convertido en una de las industrias más proactivas invirtiendo en acciones de responsabilidad social, como se detallará más adelante (McDonald y Rundle-Thiele, 2008).
- Adicionalmente, según el Informe de la Fundación Alternativas “La Responsabilidad Social Corporativa en España” (2007), el sector financiero afronta retos adicionales, que no pueden incluirse en desafíos económicos, sino éticos, sociales y medioambientales. Estos son:

- La inclusión y alfabetización financiera, que se aborda en el capítulo tres de esta tesis doctoral.
- La incorporación de factores no financieros en la evaluación de riesgos, detallados posteriormente en este capítulo.
- La inversión socialmente responsable, que se analiza en detalle en el capítulo cuatro.

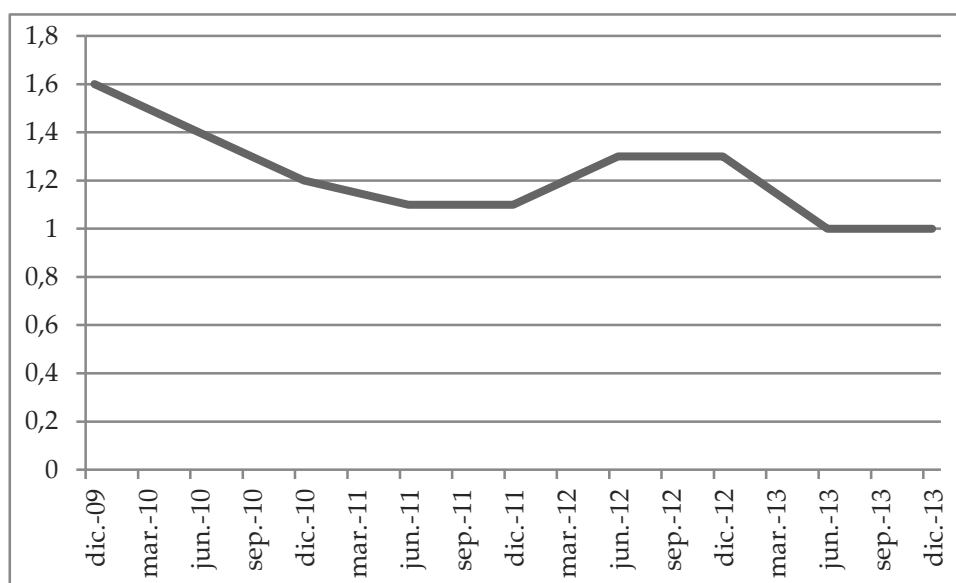
Como consecuencia de las dificultades y el escenario que acabamos de describir, las entidades están sufriendo, desde hace tiempo, un estrechamiento en sus márgenes, especialmente en el margen de intermediación. En efecto, el margen de intermediación o de intereses es la principal variable a analizar para determinar la rentabilidad operativa de una entidad de crédito, especialmente si se dedica en gran medida a banca minorista. Se obtiene por la diferencia entre la rentabilidad de las operaciones activas y el coste de las operaciones pasivas (en el capítulo cuatro se describen dichas operaciones activas y pasivas). Para conseguir maximizar el margen de intermediación, las entidades deben retribuir mínimamente a las unidades económicas excedentarias, es decir, pagar el mínimo interés en sus operaciones de pasivo. Paralelamente, deben obtener el mayor rendimiento posible por sus operaciones de activo, o lo que es lo mismo, por los fondos que prestan a las unidades deficitarias.

Sin embargo, este escenario ideal, que sería tan favorable para los bancos, es cada vez menos real debido a los retos antes descritos. En primer lugar, la elevada tasa de morosidad complica la consecución de resultados y en muchos casos limita el volumen de financiación que las entidades están dispuestas a conceder. Además, la nueva regulación bancaria, Basilea III, es mucho más exigente, obligando a las entidades a disponer de mayor cantidad de recursos propios en relación a sus operaciones activas. Finalmente, la mayor competencia en la captación de fondos provoca un aumento significativo en los tipos de interés a pagar por las operaciones de pasivo. Por otro lado, esa misma competencia provoca una dura lucha por la obtención de clientes vía concesión de créditos, lo que lleva a un abaratamiento de los tipos de interés a cobrar por las operaciones de activo.

Además, el avance tecnológico y la banca online ha aumentado aún más la competencia entre las instituciones financieras europeas, provocando un estrechamiento en el margen de

intermediación, como corroboran varios estudios del Banco Central Europeo⁴. La figura 1.8. muestra la evolución de esta medida de rentabilidad para las entidades españolas, en relación a los activos totales medios (ATM), con una caída desde el 1,6% en 2009 al 1% en diciembre de 2013.

Figura 1.8. - Diferencia entre la rentabilidad media de las inversiones y el coste medio del pasivo, entidades de depósito en España, en % sobre ATM



Fuente: Banco de España, Informe de Estabilidad Financiera (Mayo 2014), y elaboración propia.

Para competir en un entorno cada vez más difícil como el que se ha descrito, López Pascual y Sebastián (2015) apuntan que la industria busca obtener ventajas competitivas a través de la diferenciación vía diversificación (de producto o geográfica), aumento de tamaño y una mayor orientación al cliente. En efecto, en los últimos años el sector se ha reinventado continuamente, desarrollando nuevos productos financieros, las llamadas operaciones de servicios o neutras, que conllevan un mayor valor añadido y por tanto, un mayor nivel de comisiones y mejora del margen de intermediación. Mediante estas operaciones los bancos prestan determinados servicios a sus clientes que no suponen ni la concesión ni la obtención de un préstamo aunque en ocasiones se superpongan o complementen a operaciones activas o pasivas. La entidad bancaria no adopta una posición deudora o acreedora y, por tanto, no suponen financiación o inversión de fondos, ni asunción de riesgos.

⁴ European Central Bank (2000). EU banks' margins and credit standards.

European Central Bank (2014). Euro area bank lending survey.

Además, frente al escenario de caídas de rentabilidad, las entidades han reaccionado buscando nichos de mercado que permitan captar clientes en base a otros aspectos distintos al precio del producto. Es decir, se intenta añadir valor, como estrategia de diferenciación y posicionamiento frente a la competencia. En mi opinión, la estrategia hacia banca sostenible se justifica precisamente por la necesidad de diferenciación y de mejorar márgenes creando valor al cliente. En conclusión, la existencia de los bancos se justifica porque pueden realizar las funciones descritas de una forma más eficiente de lo que harían inversores y ahorradores privadamente.

1.1.2 Razones por las que existen los bancos

Tras haber definido en el apartado anterior qué es un intermediario financiero y cuáles son sus principales funciones, vamos a abordar las razones por las que existen los bancos (Barrios, 2004):

1. Canalizan el ahorro a la inversión, optimizando la asignación de los recursos y el desarrollo económico.
2. Permiten superar el problema de la información asimétrica. Según en qué fase del contrato nos encontremos (*ex ante*, *ex post*, etc.), hablaremos de selección adversa, riesgo moral, teoría de la agencia y supervisión delegada.
3. Reducen los costes de transacción gracias a las economías de alcance y de escala.
4. Añaden valor gestionando riesgos. Esta razón es hoy en día la justificación fundamental de la existencia de los bancos, que han evolucionado desde una posición de intermediación pura a prestación de servicios de valor añadido para generar comisiones, asumiendo para ello determinados riesgos.

Adicionalmente, como apuntan López Pascual y Sebastián (2015) la banca aparece como transmisora de la política monetaria de un país ya que el banco emisor, a través de distintos instrumentos, involucra a las entidades financieras en la evolución de las variables monetarias (oferta monetaria y tipos de interés). Veamos estas razones detalladamente.

Razón 1. Optimiza la asignación de los recursos, y por tanto, el crecimiento económico

Los bancos desempeñan una importante función en la economía debido a la oferta y demanda de diferentes tipos de dineros, de pasivos divisibles, de bajo riesgo y a corto plazo que se convierten en activos de capital indivisible, arriesgado y a largo plazo.

Dewatripont y Tirole (1994) definen los bancos como unos intermediarios financieros que participan en el sistema de pagos y financian a los agentes económicos con déficit de fondos propios (típicamente el sector público, empresas no financieras y algunas economías domésticas) con los excedentes financieros de otros (economías domésticas). Si no existieran los bancos, la financiación directa (sin intermediario) sería difícil y costosa, ya que los particulares involucrados en la operación incurrirían en elevados costes de transacción entre otros.

Siguiendo con esta idea, la primera justificación de la existencia de los bancos la ofrece Merton (1992), al afirmar que el sistema financiero facilita la asignación eficiente de recursos para el consumo de las familias y la formación de capital fijo por parte de las empresas. Es decir, a medida que se desarrolla el sistema financiero, mejora la asignación de los recursos. Por tanto, cuanto más sofisticado sea un determinado sistema financiero (y por ende los bancos, que es su arteria principal) más desarrollada estará una economía. Además, como puntualiza nuevamente Merton (1992), un sistema bancario bien desarrollado suaviza las perturbaciones que afectan al consumo, además de permitir una colocación eficiente del capital físico en sus usos más productivos.

Lo anterior se puede comprobar si estudiamos la situación de las economías subdesarrolladas. En estos países hay un bajo nivel de intermediación financiera y pequeños mercados financieros poco líquidos, que generalmente no son capaces de encauzar eficientemente los ahorros. Además, sucede que en estos países, los grandes proyectos que son esenciales para el desarrollo, como la financiación de infraestructuras, suelen ser poco o nada rentables debido a las primas de riesgo.

La idea de que el crecimiento está relacionado con la estructura financiera también la encontramos en Bencivenga y Smith (1991), cuyos modelos muestran que los intermediarios financieros tienden a fomentar el desarrollo económico. En la misma línea, Blum y Hellwig (1995) defienden la influencia de los bancos en los ciclos económicos al asignar capitales.

Por tanto, la existencia de los bancos se justifica porque estas entidades permiten una mejor colocación de los recursos financieros, beneficiando a demandantes y oferentes en el proceso de intermediación, de forma más eficiente de lo que lo harían los ahorradores e inversores privadamente.

Razón 2. Permiten superar el problema de la información asimétrica

Bajo la hipótesis de mercados financieros perfectos, los intermediarios no existirían. La realidad es que los mercados son imperfectos, lo que justifica la existencia de estos intermediarios. Las imperfecciones más destacadas son la asimetría de la información (que analizaremos en este apartado) y los costes de transacción (de los que nos ocuparemos en el siguiente epígrafe).

La asimetría de la información se basa en las relaciones entre prestamista y prestatario, y puede darse:

- *Ex ante* (selección adversa)
- Durante la vida del contrato (riesgo moral)
- *Ex post* (verificación de los estados de la naturaleza)

Por tanto, la información asimétrica genera costes de:

- Búsqueda (depósitos)
- Verificación (selección adversa)
- Supervisión (riesgo o azar moral)
- Auditoría y ejecución (recuperar fondos)

Respecto a la selección adversa o información oculta de los empresarios, ésta puede evitarse gracias a la supervisión. Entendemos supervisión en sentido amplio (Hellwig, 1987 y 1991):

- Seleccionar los proyectos (*a priori*) en un contexto de selección adversa.
- Impedir la conducta oportunista del prestatario durante la realización del proyecto (riesgo o azar moral).
- Auditar (*ex post*) a un prestatario que no cumple sus obligaciones contractuales.

Sin embargo, estas actividades también pueden ser realizadas por los particulares, si decidieran prestar directamente, o por empresas especializadas como agencias de rating o auditoría. La teoría de la supervisión delegada (Diamond, 1984) sugiere que los intermediarios tienen una ventaja comparativa gracias a las economías de escala que pueden generar. En efecto, Pyle (1971) y Diamond (1984) justifican la intermediación financiera como una forma de mitigar las

ineficiencias de mercado en contextos de información asimétrica. En un mundo con información completa, los prestamistas (ahorradores) serían capaces de diversificar perfectamente sus riesgos. Sin embargo, en información imperfecta, este resultado es inalcanzable. De ahí que según Sharpe (1990) la existencia de los bancos se justifica al mitigar los problemas derivados de estas restricciones informativas, lo que permitirá una mejor colocación de los recursos.

Como ya se ha señalado, dentro de la tipología de situaciones asociadas a la asimetría de la información destacan los problemas de la selección adversa y riesgo moral. La selección adversa hace referencia a la situación en la que el prestatario dispone de información privada en el momento de formalización del contrato de préstamo. Este problema se solucionaría incurriendo en costes de información.

El problema del riesgo moral nace del hecho de que las acciones del prestatario tras la firma del contrato no son controlables perfectamente por el prestamista. Es decir, una vez obtenido el préstamo, el prestatario puede tener incentivos para invertir en proyectos más arriesgados. Para evitarlo, el financiador incurrirá en costes de agencia, que se reducen en el caso de un intermediario frente a un particular.

Veamos el claro ejemplo que proponen Bergés y Soria (1993). Entre una empresa que precisa financiación y el potencial financiador existe una situación de información asimétrica, ya que una vez obtenidos los fondos, la empresa puede modificar la finalidad inicial (azar moral) y con los fondos obtenidos realizar otros proyectos más arriesgados. Si finalmente la rentabilidad es más elevada, el banco no se beneficiará de la diferencia, pero si, por el contrario, el proyecto sufre, el financiador podría realizar una pérdida al no recuperar el principal. En estos casos el banco incluirá ciertas cláusulas de penalización que se traducen en mayores costes de financiación o costes de agencia, lo cual es ineficiente pues supone que todas las empresas, *a priori*, serán oportunistas. La ineficiencia se ve reforzada porque la empresa, una vez obtenidos los fondos, tiene más incentivos aún para tomar decisiones arriesgadas. Si el financiador fuera un intermediario, la aparición de significativas economías de escala en la supervisión reduciría sensiblemente los costes de control. Según Pérez Calatayud (1996) en el contexto de la teoría de la agencia, ésta sería la razón de ser de la función de intermediación financiera.

Cooper y Ross (1998) presentan un modelo basado en la teoría de la agencia, destacando que instituciones como los fondos de inversión o las aseguradoras se han convertido en los operadores más activos en los mercados. Éstos se clasificaron de más transparencia a más opacidad en cuanto al control sobre ellas ejercido o la prevalencia de los intereses minoritarios. Como resultado, muchas IIC son transparentes mientras que las aseguradoras son opacas, y los

fondos de pensiones ocupan una posición intermedia, son translúcidas. En las instituciones transparentes, los problemas de agencia y de control son poco relevantes ya que no hay gran divergencia entre los intereses de los partícipes y los gestores. En las instituciones opacas, por el contrario, los problemas de agencia son más severos y necesitan más control. En estos casos, el tomador de los fondos (compañía de seguros, por ejemplo) tiene incentivos para llevar a cabo conductas que hagan peligrar su capacidad de cumplir los términos del contrato. Se trata, como ya se señaló, del problema de azar moral. La figura 1.9. ilustra lo anterior, es decir, cuanto más opacas son las entidades que participan en el mercado se observa menos prevalencia de intereses minoritarios, y por tanto más problemas de agencia.

Figura 1.9. - Correlación entre problemas de agencia y azar moral y opacidad de las entidades financieras.



Fuente: Elaboración propia

En este contexto, Diamond (1984) analizaba las ventajas comparativas de los bancos como entidades delegadas en la supervisión de los proyectos de inversión. Concluía que el problema del riesgo moral disminuía cuando el tamaño del banco se incrementaba. Por tanto, otro argumento para justificar la existencia de los bancos es la ventaja comparativa que ostentan al seleccionar y supervisar los proyectos de inversión.

Razón 3. Permiten reducir los costes de transacción

Las asimetrías de la información descritas en el apartado anterior pueden también considerarse costes de transacción. Sin embargo, los avances de las telecomunicaciones y la informática implican que los intermediarios financieros desaparecerían si no existieran otros tipos de costes de transacción:

- Transformación de activos (adecuación de los plazos y diversificación de riesgos)
- Correlación entre rentabilidades de activos y pasivos bancarios (diferencial de rentabilidades)

Según la teoría de los costes de transacción aplicada a la intermediación financiera (Benston y Smith, 1976; Fama, 1985) se justifica la existencia de los bancos atendiendo a su actividad principal es la transformación de los activos para ajustarlos a las preferencias de prestamistas y prestatarios, incurriendo costes de transacción. De esta forma, los bancos existen porque existen costes de transacción. Dichos costes serán inferiores a los que soportaría un particular si realizara la misma actividad, ya que los bancos consiguen reducirlos gracias a las economías de escala y de alcance. La justificación de ambos aspectos es la siguiente:

a) Justificación de la intermediación financiera basada en las economías de alcance

Esta teoría ofrece una explicación sencilla, basada en la “teoría del lugar central”, es decir, es eficiente que sea la misma empresa o sucursal la que ofrezca los servicios de crédito y depósito en un único lugar. En base a la teoría de carteras y la diversificación Pyle (1971) defiende que los bancos (inversores) tendrán posiciones largas en las carteras de títulos con exceso de rendimiento esperado positivo (frente al activo libre de riesgo), es decir, operaciones activas o préstamos, y una posición corta en títulos con exceso de rendimiento esperado negativo, es decir, depósitos u operaciones pasivas.

b) Justificación de la intermediación financiera basada en las economías de escala

Los intermediarios financieros generan importantes economías de escala en dos aspectos: (i) los procesos de producción de activos financieros, es decir, la intermediación propiamente dicha, y, (ii) la gestión de carteras gracias a la diversificación de las mismas.

Efectivamente, para canalizar el ahorro hacia la inversión, es decir, los fondos desde unidades excedentarias a deficitarias, los bancos crean productos financieros. Esta

actividad exige tareas como recopilar documentos, analizar la información y supervisar comportamientos o actividades. Ahí una entidad especializada disfruta de ventajas en comparación con un agente particular, por economías consecuencia del tamaño. Es decir, si los costes de transacción son una función decreciente del volumen de operaciones realizadas, los bancos pueden beneficiarse de costes más bajos y rendimientos más altos que un inversor individual. Además, las entidades financieras también pueden obtener importantes economías de escala al gestionar su cartera de activos, ya que pueden financiar grandes proyectos frente a las limitaciones de volumen que presentarían los inversores particulares. Es decir, muchos inversores conjuntamente (a través de un intermediario) pueden tener una cartera más diversificada (menos arriesgada) que la que tendrían por separado.

Razón 4. Justificación basada en la gestión del riesgo

Hoy en día se ha superado la idea de justificar la existencia de los bancos debido a la información asimétrica (puesto que la información es cada vez más completa), y se defiende su existencia en base a la asunción y gestión del riesgo.

Como señalan Allen y Santomero (2001), tradicionalmente los costes de transacción y las asimetrías de información que hemos descrito han justificado la existencia de los bancos, ya que dichas imperfecciones hacen que prestamistas y prestatarios no puedan operar entre sí directamente de manera óptima y eficiente. Sin embargo, en las últimas décadas se han reducido los costes derivados de información imperfecta y de transacción, gracias a la globalización y el desarrollo tecnológico entre otros. Los mercados financieros se encuentran cada vez más desregulados y liberalizados. Toda la información sobre datos macroeconómicos, monetarios o sobre los participantes en el mercado a nivel global está disponible en tiempo real. Los avances en las comunicaciones reducen los costes de información tremendamente, y los de transacción también se están reduciendo. Aun así, los intermediarios financieros siguen siendo importantes.

Es cierto que el peso de su actividad en relación al PIB se ha reducido, pero no es menos cierto que hoy en día gran parte de esta actividad bancaria se recoge fuera de balance. Por tanto, la importancia de los intermediarios en la economía sigue siendo muy elevada, tanto o más que en el pasado. La justificación de su importancia y de su existencia la ofrecen Allen y Santomero (2001) en base a las actividades de gestión del riesgo, costes de participación y en la evolución del negocio bancario tradicional de intermediación (créditos/depósitos) hacia un negocio

orientado a generar comisiones (por ejemplo, distribución o venta de activos, prestación de servicios o gestión de fondos). Esta teoría implica que los cambios tan significativos acaecidos en los mercados financieros en el último cuarto de siglo han transformado también la industria bancaria. Es decir, como señalan Scholtens y Van Wensveen (2003), es necesario estudiar los intermediarios financieros desde una perspectiva evolucionista. En este sentido, la tabla 1.2. ilustra las diferencias entre la teoría tradicional de la intermediación financiera y la más reciente:

Tabla 1.2. – Diferencia entre la teoría tradicional y moderna de la intermediación financiera

Teoría tradicional de la intermediación financiera	Teoría moderna de la intermediación financiera
Explotar las imperfecciones de mercado	Innovar en producto
El intermediario financiero es un agente entre ahorradores e inversores, que supervisa los créditos en nombre de los depositantes.	El intermediario financiero es un emprendedor, proveedor de servicios financieros.
Asignación eficiente de los ahorros	Transformación de los activos y del riesgo
Costes de transacción	Creación de valor
Información asimétrica	Orientación al cliente (inversores y ahorradores)
Selección adversa, azar moral, supervisión	Gestión del riesgo
Regular las imperfecciones del mercado	Regular el riesgo sistémico e institucional
Desintermediación	Intermediación dinámica (nuevos mercados, productos y clientes)

Fuente: Scholtens, B. y van Wensveen, D. (2000)

En conclusión, la gestión del riesgo, y no los problemas de información y agencia, es la razón de ser de la intermediación financiera hoy en día. Esta actividad explica también la importancia de los bancos en la actividad económica: la demanda de instrumentos de cobertura de riesgos crece y continuará creciendo debido a la creciente volatilidad en tipos de cambio, mercados de renta variable y tipos de interés. En este contexto, los bancos que ganarán más cuota de mercado

serán aquellos capaces de crear más valor, de diferenciarse a través de nuevos productos, en muchos casos “customizados” para el cliente. Esa creación de valor es lo que justifica que el cliente esté dispuesto a pagar, asumir, los costes de transacción. Para crear productos de valor añadido, el banco tiene que llevar a cabo una transformación radical de los activos, basada principalmente en la transformación y gestión del riesgo. Transformando el riesgo-bien a través de balance o fuera de balance con productos derivados-el intermediario transforma activos y canaliza los fondos de los ahorradores hacia los inversores, todos ellos con diferentes preferencias de riesgo. Según Scholtens y Van Wensveen (2003) la intermediación surge, por tanto, porque los agentes no pueden operar directamente debido a sus diferentes preferencias de riesgo.

Adicionalmente, debido a las características de los productos bancarios, que son intangibles y fácilmente replicables por otras entidades la competencia en este sector es creciente. Por este motivo, además de gestionar riesgos, las entidades deben innovar continuamente, ofreciendo nuevos productos para diferenciarse de los competidores y crear valor.

1.1.3 Riesgos que afectan a las entidades de crédito

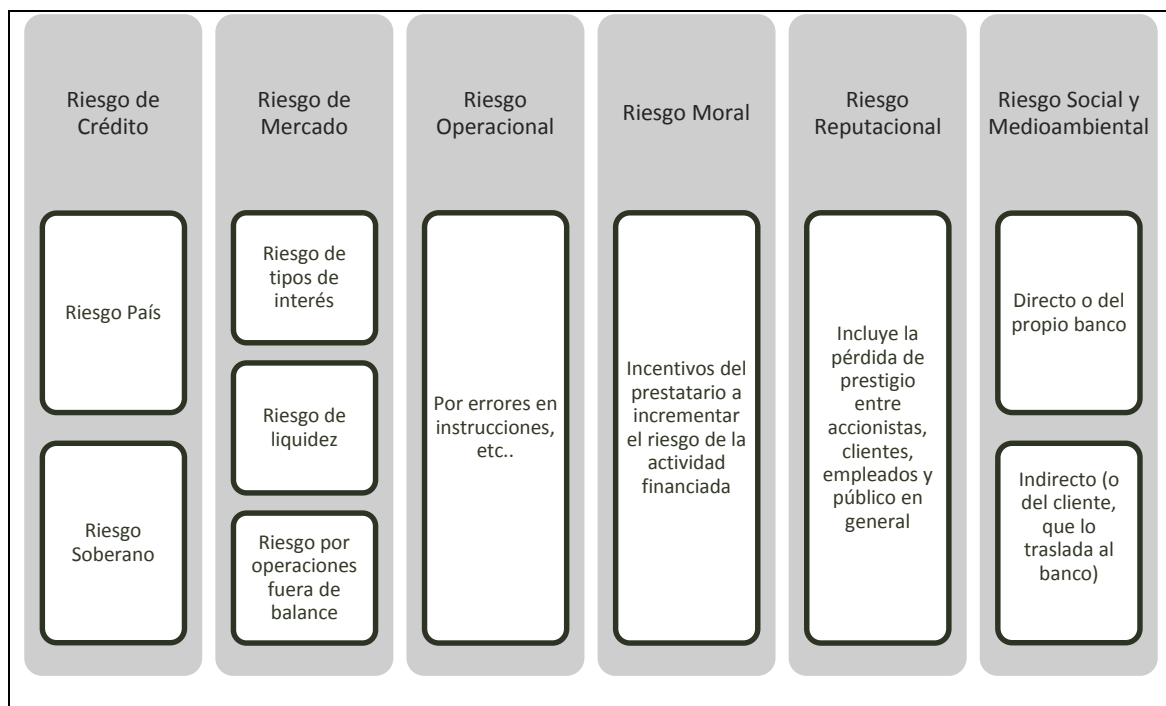
Como se ha señalado anteriormente, hoy en día se ha superado la idea de justificar la existencia de los bancos debido a la información asimétrica (puesto que la información es cada vez más completa), y se defiende su existencia en base a la asunción y gestión del riesgo. Por tanto, el negocio bancario consiste en asumir y gestionar riesgos. Para cada tipo de riesgo el banco debe determinar la posibilidad de que acontezca, su alcance, coste e impacto si finalmente ocurre. Los bancos aceptan solo aquellos riesgos cuyas pérdidas potenciales sean susceptibles de estimación con cierto grado de certeza. Es decir, se diferencia riesgo de incertidumbre.

A los efectos de esta tesis doctoral, nos interesa centrarnos en la gestión del riesgo y su optimización gracias a la consideración de criterios sostenibles. Según la encuesta de International Finance Corporation⁵ (2005), un 74% de las entidades que adoptaron la sostenibilidad como parte de la gestión de su negocio vieron reducido su riesgo. Debido a la naturaleza de este dato, es decir, que se trata de un factor tan relevante en el negocio bancario como es el riesgo, y que además su reducción fue observada en el 74% de los casos, vamos a detenernos a analizarlo.

⁵ *International Finance Corporation* (IFC) es miembro y colabora con otras instituciones del Banco Mundial, a pesar de mantener su independencia legal y financiera.

Efectivamente, el negocio bancario tiene riesgo, y las entidades no pueden obviarlo, puesto que no podrían realizar su misión principal, que es canalizar el ahorro hacia la inversión, sin tomar riesgos. La banca debe incorporar todos los tipos de riesgos a los procesos de toma de decisiones y estimar las primas a aplicar a los distintos productos, de modo que incorporen la adecuada remuneración atendiendo al riesgo asumido (el clásico binomio rentabilidad/riesgo). Por tanto, el riesgo es inherente a la actividad de las entidades de crédito. Sin embargo, el hecho de que no se pueda eliminar no significa que no se deba manejar. Además, es necesario adecuar el capital al riesgo de forma cada vez más exigente como pone de manifiesto la nueva normativa de Basilea III. Efectivamente, si la gestión de riesgos es importante en cualquier empresa, para la banca es una necesidad que va creciendo con la innovación y complejidad de las operaciones. Prueba de ello es que algunos de los casos recientes de quiebras bancarias se deben a una inadecuada gestión del riesgo y/o falta de sistemas de control. Por tanto, una de las áreas más relevantes en la gestión de una entidad de crédito es la gestión de riesgos. Como apuntan López Pascual y Sebastián (2008), la gestión del riesgo es una competencia básica para generar de forma sostenida valor para los accionistas. De acuerdo a los mismos autores, los riesgos que afectan a una entidad de crédito se pueden clasificar como muestra la figura 1.10.:

Figura 1.10. - Riesgos que soportan las entidades de crédito.



Fuente: Elaboración propia

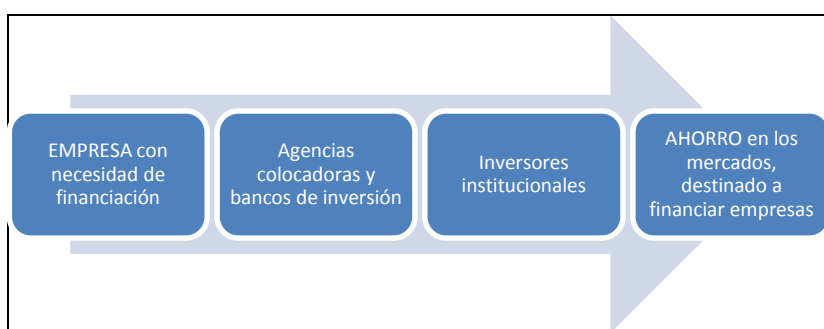
- a) **Riesgo de crédito.** Probabilidad de que un prestatario no devuelva el principal y/o no pague los intereses de acuerdo con lo estipulado en el contrato. El riesgo de crédito está influenciado por otros tipos de riesgo, por ejemplo: i) el riesgo-país o posibilidad de que los prestatarios de una nación sean incapaces de devolver el principal y/o pagar los intereses a sus acreedores extranjeros; ii) el riesgo soberano, que afecta a los acreedores de los Estados, en tanto éstos no sean capaces de atender a sus compromisos (principal y/o intereses). Recordemos que los bancos suelen ser grandes tenedores de deuda pública, siendo este uno de los activos preferidos para diversificar las inversiones. La valoración de dichos activos de deuda dependerá del riesgo soberano. Las agencias de *rating* proporcionan análisis, no infalible, sobre la calidad crediticia de las emisiones de deuda.
- b) **Riesgo de mercado.** Posibles pérdidas debido a cambios en tipo de interés o tipos de cambio, o a movimientos inesperados adversos en los activos financieros que la entidad tiene en cartera. Este riesgo se gestiona aplicando la teoría de gestión de carteras desarrollada por Markowitz (1952). Posteriormente Pyle (1971) y Freixás y Rochet (1997), entre otros, han aplicado la teoría de cartera a la conducta de los bancos. La idea es equiparar todos los activos y pasivos del banco con un determinado tipo de títulos, y concebir todo el banco como una enorme cartera de estos títulos. Este tipo de riesgo incluye otros como son:
- i) *Riesgo de tipo de interés.* La función de los bancos de transformación de activos también tiene consecuencias en la gestión de los riesgos. En efecto, las variaciones de tipos de interés, y la estructura temporal de los mismos, pueden variar el margen financiero de una entidad. De hecho, cuando un banco transforma vencimientos, corre un riesgo, ya que el coste de los fondos, que depende de los tipos de interés a corto plazo, puede aumentar por encima de la renta procedente de los intereses, determinada por los tipos de interés fijos de las operaciones activas. E incluso en el caso de depósitos no remunerados, también hay riesgo ya que reintegros por encima de lo esperado conllevarían la búsqueda de nuevos recursos financieros potencialmente más caros.
- ii) *Riesgo de liquidez.* Posibilidad de que un banco no disponga del efectivo necesario para satisfacer una demanda imprevista de efectivo de sus clientes. Esta situación puede obligar a la entidad a vender activos rápidamente y a precios inferiores a lo esperado. Recordemos que la mayor parte del pasivo bancario son depósitos,

disponibles en todo momento. Sin embargo los bancos, por la naturaleza de su actividad y la función de transformación que realizan, no disponen en caja del efectivo que han recibido en forma de depósito. Si todos los clientes deciden retirar sus depósitos simultáneamente, la entidad tiene un problema de liquidez. Esta situación, que en un caso extremo lleva al “corralito” como sucedió en Argentina a principios de este siglo, puede obligar a la entidad a vender activos o contraer pasivos en condiciones desfavorables. Además, este tipo de riesgo es sistémico, se contagia rápidamente entre las entidades, lo que hace que las autoridades lo vigilen muy de cerca. Por este motivo, una forma de limitarlo es el sistema de Garantía de Depósitos, instaurado por primera vez en Estados Unidos tras la Gran Depresión, y existente hoy en casi todos los países desarrollados. En España, FOGADE, Fondo de Garantía de Depósitos, que garantiza hasta 100.000€ por titular y entidad en caso de quiebra de la entidad de depósito.

- iii) *Asociado a operaciones fuera de balance.* Las operaciones fuera de balance –definidas por Carbó y Rodríguez (2005) como todas aquellas que no se contabilizan en el activo o pasivo de la entidad y suponen ingresos y gastos adicionales o derechos y obligaciones contingentes– han experimentado un fuerte crecimiento desde los años noventa. No implican un movimiento inmediato de efectivo, por lo que no se contabilizan en cuentas patrimoniales, sin embargo plantean un riesgo para la entidad. López Pascual y Sebastián (2015) aclaran que estas operaciones surgen cuando las entidades se limitan a actuar como mediadoras, destinando el dinero de los clientes a fondos de inversión, planes de pensiones, seguros... Se trata de actividades que exceden las operaciones típicamente bancarias, y conforman lo que se conoce como el proceso de desintermediación financiera, al que se alude en la tabla 1.2. Si bien su finalidad es diversificar los activos, reducir el apalancamiento, obtener financiación y mejorar los ratios de solvencia, en muchos casos han constituido un factor de riesgo adicional para las entidades, cuyo análisis es complicado puesto que estas operaciones no están recogidas en los documentos contables tradicionales. Son interesantes a los efectos de esta tesis doctoral puesto que uno de los productos bancarios sostenibles que más se han desarrollado son los fondos de inversión socialmente responsables. Como todos los fondos de inversión, no están recogidos en balance. En España la industria de fondos de inversión está completamente bancarizada, es decir, controlada por los bancos mediante sociedades gestoras de su propio grupo (a pesar de que, paradójicamente, su objeto

es desintermediar). Así, los activos bajo gestión en fondos generan comisiones en sustitución de los productos tradicionales. Este hecho se puede constatar en las cuentas de resultados de las entidades financieras, donde han aumentado notablemente las comisiones cobradas por la gestión y comercialización de fondos, a la vez que la banca sigue realizando su función principal de transformar el ahorro en inversión., pero bajo la modalidad de forma de desintermediación activa, como ilustra la figura 1.11.

Figura 1.11. - Desintermediación activa



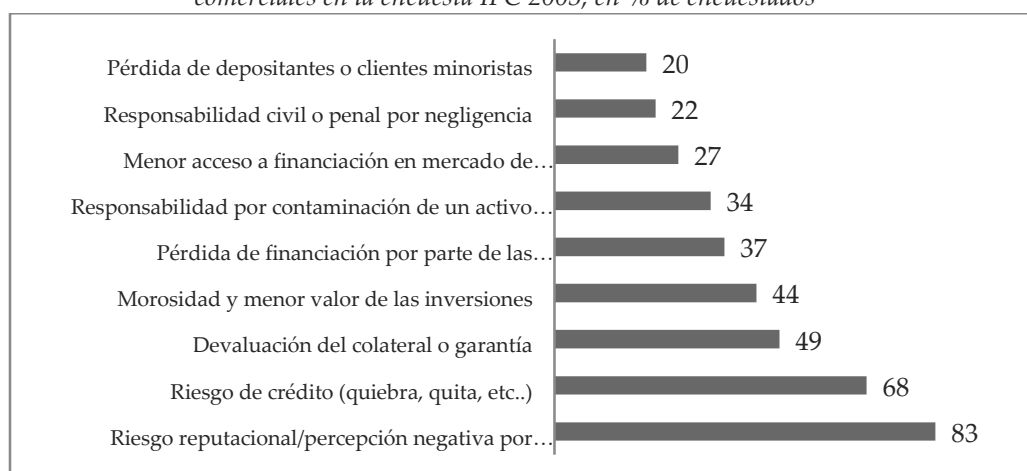
Fuente: Elaboración propia

- iv)* Esto ha tenido fuertes consecuencias para el funcionamiento del sistema financiero, ya que supone la concentración de una parte del ahorro agregado en manos de unos intermediarios financieros específicos, los fondos de inversión y pensiones. Su actividad básica es captar el ahorro de las familias e invertirlo en los mercados de títulos. Así, los oferentes y demandantes de financiación realizan transacciones en los mercados financieros prescindiendo-en principio- de la intermediación bancaria. Si bien la realidad es que los bancos y cajas en España controlan más del 95% de los activos gestionados en nuestro país, y que los ejemplos de gestoras de fondos independientes son escasos (si bien algunas con gran éxito en resultados como es el caso de Bestinver, SGIIC, que no pertenece a ningún grupo financiero).
- c) Riesgo operacional u operativo. Relacionado con errores cometidos al dar instrucciones de liquidación o debido a fallos en los sistemas tecnológicos o de soporte interno.
- d) Riesgo moral. Se trata de un riesgo característico del sector bancario. El prestatario está incentivado a realizar actividades o proyectos más arriesgados, es decir, a tomar medidas que maximicen el rendimiento del capital que recibe prestado. Sin embargo, el

prestamista no controla dichas medidas. El resultado para el prestamista es el esperado si la actividad sale bien (por tanto, no participa de los beneficios extraordinarios a pesar de haber asumido, sin quererlo, más riesgo). Sin embargo, si la actividad fracasa, el prestamista participará de las pérdidas puesto que el prestatario no podrá devolver el principal y/o intereses.

- e) Riesgo reputacional. Este tipo de riesgo supone publicidad negativa hacia los clientes, accionistas y el público en general. Es difícil de estimar en términos financieros ya que no conlleva pérdidas económicas directas como los anteriores, pero es de creciente importancia, puesto que afecta al valor de las acciones, a la imagen de marca y al fondo de comercio de la entidad. Normalmente, un daño a la imagen del banco conlleva una pérdida de los clientes existentes y un menor ritmo de adquisición de nuevos clientes. Al contrario de lo que ocurre en otro tipo de riesgos medioambientales, el reputacional no afecta solo a un préstamo o a una determinada inversión, sino que se extiende a toda la cartera de préstamos de la entidad. En la encuesta IFC 2005 a la que ya nos hemos referido, un 83% de los encuestados identifica el riesgo reputacional como el más relevante, por encima del riesgo de crédito o impagados, que preocupa a un 68% de los encuestados, véase figura 1.12. Brammer y Pavelin (2005), Minor y Morgan (2011), y Hur, Kim & Woo (2014) demuestran que las estrategias de sostenibilidad mejoran la reputación de la empresa. Por este motivo, la banca sostenible ostenta una ventaja frente a sus competidores en cuanto a gestión y control de este relevante tipo de riesgo.

Figura 1.12. – Principales riesgos sociales y medioambientales identificados por los bancos comerciales en la encuesta IFC 2005, en % de encuestados



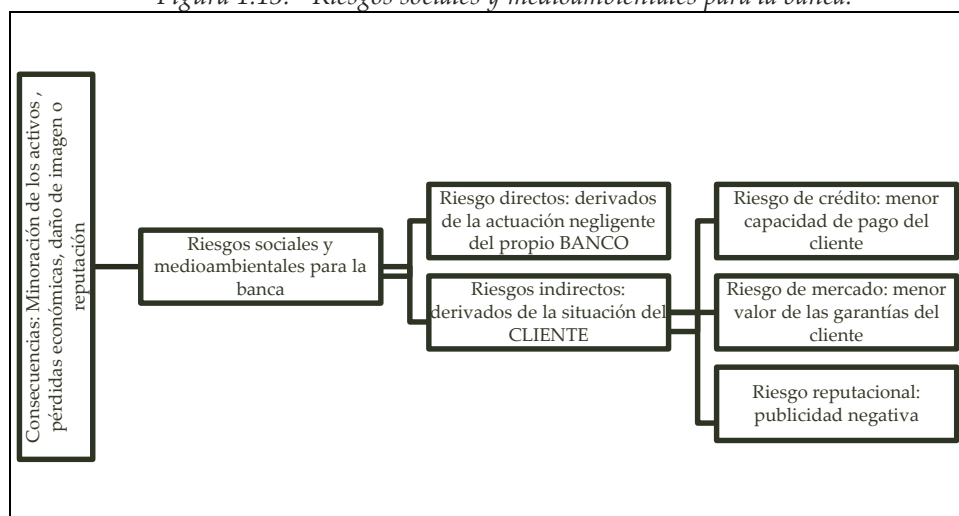
Fuente: IFC (2005), Sustainability Survey of Financial Institutions

f) **Riesgo Social y Medioambiental.** En general, los riesgos del cliente se traducen en riesgos para el banco. En el desarrollo habitual de sus actividades, puede suceder que las compañías tengan que enfrentarse a responsabilidad por daños al medio ambiente o estén obligadas a realizar inversiones adicionales relacionadas con el mismo. En cualquiera de los casos, los costes pueden ser elevados, y, sin embargo, la estimación de los mismos es muy difícil. Esto supone que es crucial para el banco tener una idea clara de los riesgos medioambientales más relevantes a los que se enfrenta. Es evidente que algunos sectores económicos presentan más riesgos asociados al medio ambiente que otros, y lo mismo sucede con determinados países. A grandes rasgos, los sectores más sensibles serían químicas, refinerías, metales básicos, industria textil, etc. Se considera que presentan riesgo moderado las actividades de transportes y suministros, y riesgo reducido las relacionadas con construcción, servicios y administraciones públicas. En cualquier caso, es necesario ir mucho más allá de esta clasificación, ya que algunas industrias que a día de hoy presentan un reducido riesgo pueden convertirse en alto riesgo debido a cambios en la legislación medioambiental o en las condiciones de mercado. En el caso de la industria financiera, se considera que es un sector limpio, ya que en principio no impacta negativamente en el medio ambiente. Sin embargo, es necesario considerar que los bancos financian actividades que sí pueden ser nocivas para el medio ambiente, por lo que, en último término, sí incurren en riesgos medioambientales. Por otra parte, es necesario tener en cuenta la dimensión del cliente. Si se trata de una empresa grande, probablemente tendrá un departamento destinado a ocuparse de temas medioambientales, tanto a reducir riesgos como a desarrollar innovaciones de productos o nuevos mercados potenciales relacionados con el apetito de los consumidores hacia el cuidado del medio ambiente. Además, estas grandes empresas generalmente pueden obtener recursos financieros de otras fuentes diferentes a la financiación bancaria, lo que les hace menos dependientes de la misma. Por el contrario, las PYMES generalmente dependen del crédito bancario y suelen tener poco conocimiento especializado en temas medioambientales. Su actitud suele ser reactiva-cumplimiento de la legislación vigente. Obviamente, esta distinción es muy general, y por supuesto que hay ejemplos de pequeñas compañías que van por delante de las grandes en temas relacionados con el medio ambiente, aunque esto no es lo más común. En cualquier caso, los bancos se ven afectados por la responsabilidad por daños al medio ambiente en que pueda incurrir un cliente. El impacto puede ser en términos de:

- i) *Reducción del valor del colateral del préstamo o garantía del préstamo.* En efecto, los activos en balance de un cliente pueden perder valor debido a aspectos medioambientales. Por ejemplo, una máquina que contamina en exceso, o el valor de terrenos o edificios en lugares contaminados (por ejemplo por amianto) puede ser claramente inferior al que recoge la contabilidad, o el valor de mercancías en almacén puede verse reducido si los consumidores las rechazan porque dañan el medio ambiente.
- ii) *Impago por parte del cliente,* que puede deberse a cambios en la legislación o en las condiciones de mercado.
 - o Los cambios en la legislación afectan de la siguiente manera. En muchos casos, una empresa necesita un permiso gubernamental para iniciar, expandir o modificar su actividad habitual. Existe la posibilidad de que a la compañía no se le otorgue dicho permiso, o se le retire debido al impacto medioambiental de sus operaciones, además de la consiguiente multa o sanción. En ambos casos, se pone seriamente en peligro la continuidad de la empresa, y por tanto su capacidad de pago.
 - o Por su parte, los cambios en las condiciones de mercado ocurren, por ejemplo, cuando un competidor introduce en el mercado un producto más respetuoso con el medio ambiente, peligrando la evolución de las ventas de la compañía prestataria que no posee un producto con dichas características en cartera. Lo mismo sucede si cambian los hábitos de consumo de los compradores o cuando el prestatario es un proveedor de otra empresa que empieza a exigir a su cadena de distribución estándares o procesos de producción limpios (la empresa holandesa Philips lo exigió a todos sus proveedores). En estos casos, la capacidad de repago del prestatario se reduce considerablemente, al igual que los productos que tenga en almacén.

Estos riesgos sociales y medioambientales son los que estudiaremos más detenidamente puesto que están directamente relacionados con el tema que aborda esta tesis doctoral, esto es, la banca sostenible. Hace unos años este tipo de riesgo no era demasiado relevante, puesto que tradicionalmente estaba limitado a riesgos legales directos, es decir, responsabilidad ante gobiernos y terceros por negligencia al asesorar a un cliente sobre los posibles riesgos medioambientales de un proyecto o responsabilidad directa si la institución financiera es propietaria de una empresa causante de problemas medioambientales o sociales. Sin embargo, a día de hoy, los riesgos indirectos pueden ser mucho más perjudiciales para las entidades. Se entiende por riesgos medioambientales y sociales indirectos los riesgos que asume una entidad de crédito derivados de las condiciones financieras o/y operativas de su cliente. Por tanto, los riesgos sociales y medioambientales de un banco son los de sus clientes, que a su vez pueden derivar en: i) Riesgos financieros asociados al cliente, debido, por ejemplo, a cambios en la regulación medioambiental o en las condiciones de mercado. Es un riesgo indirecto, pero afecta a la entidad financiera, ya que el resultado suele ser una menor capacidad de pago del cliente y una caída en el valor del colateral del préstamo; ii) Riesgos directos o responsabilidad directa del banco debido a daños medioambientales causados por un cliente; y, iii) Riesgo reputacional, por la publicidad negativa que conlleva, dañando la imagen de marca y las relaciones con clientes, accionistas, y resto de *stakeholders* o grupos de interés. La figura 1.13. sintetiza los riesgos sociales y medioambientales a los que se enfrenta un banco.

Figura 1.13. - Riesgos sociales y medioambientales para la banca.



Fuente: IFC International Finance Corporation (2007), Banking on sustainability

Para evitar los riesgos mencionados, las entidades financieras deben asegurarse que la sostenibilidad financiera y operativa de sus clientes no será menoscabada por un posible impacto negativo social o medioambiental. Este es por tanto uno de los factores que más se tiene en cuenta a la hora de decidir incorporar factores sociales y medioambientales -sostenibilidad- a la gestión bancaria.

1.2 Contexto regulatorio: de Basilea I a Basilea III

1.2.1 Origen

La regulación sobre recursos propios del Comité de Supervisión del Banco Internacional de Pagos (BIS) de Basilea nació en 1988, cuando los bancos emisores de las principales economías desarrolladas acordaron establecer el capital mínimo que deben tener las entidades financieras en función de los riesgos que afrontan. El acuerdo inicial, conocido como Basilea I, establecía una definición de capital regulatorio, compuesto por elementos agrupados en dos categorías, Tier o Nivel 1 y 2 respectivamente, en función de si cumplen ciertos requisitos de permanencia, de capacidad de absorción de pérdidas y de protección ante quiebra. El problema de esta regulación es que no discriminaba entre riesgos altos o bajos, productos complejos o simples, plazos cortos o larguísimos. Así, los bancos debían contar con el mismo capital, siempre un 6%, independientemente del tipo de inversiones que realizaran. Como sabemos, la mayoría realizaban preferentemente inversiones altamente arriesgadas, porque en éstas cobraban comisiones y márgenes exponencialmente más elevados que en las inversiones poco arriesgadas, lo que multiplicaba también exponencialmente la rentabilidad sobre sus recursos propios.

En 2004 se intenta corregir lo anterior, revisar y ampliar el esquema previo de capital regulatorio, discriminando entre riesgos elevados y bajos, concibiéndose así Basilea II. El propósito era crear un marco normativo internacional que permitiera a los reguladores establecer cuánto capital deben reservar las entidades financieras en función del tipo de operaciones y riesgos que asumen. En ese momento se consideró que Basilea II protegería al

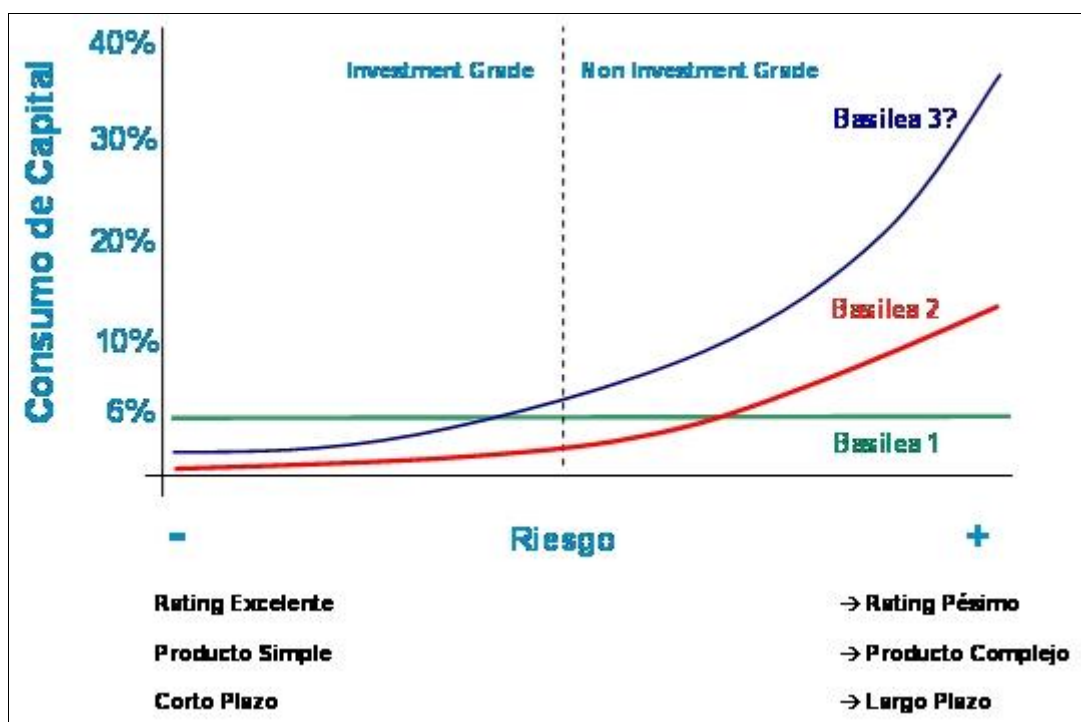
6 En la actualidad está compuesto por la comunidad internacional de 27 jurisdicciones pertenecientes al Comité de Basilea, representada por 44 bancos centrales y autoridades supervisoras.

sistema financiero internacional de potenciales quiebras de bancos, pero, en la práctica, la nueva regulación no pudo evitar que se desencadenara la crisis *subprime*.

En efecto, la crisis financiera fraguada a partir del verano de 2007, al desatarse los problemas con las tristemente famosas hipotecas *subprime*, sembró la desconfianza entre las entidades financieras de todo el mundo, poniéndose en evidencia el fracaso de la anterior regulación, Basilea II, ya que los niveles de capital en el sistema bancario probaron ser insuficientes. Por este motivo, el Comité de Supervisión Bancaria ha desarrollado una serie de mejoras que se conocen como Basilea III.

Como muestra la figura 1.14., la nueva regulación, Basilea III, pretende, entre otros objetivos, endurecer las exigencias de capital, especialmente para aquellas entidades involucradas en operaciones especulativas de alto riesgo.

Figura 1.14. – Diferencias en capital exigido a las entidades de crédito por la normativa de Basilea I, II y III



Fuente: Pampillón, R. (2009)

1.2.2 Objetivos de Basilea III

La nueva normativa del Banco Internacional de Pagos (BIS) de Basilea pretende crear un sistema financiero más fuerte y seguro, reduciendo la frecuencia e intensidad de las crisis financieras. Los instrumentos con los que cuenta para la consecución de dichos objetivos son: i) aumentar la cantidad y calidad de los recursos propios bancarios para el cálculo del ratio de solvencia, con objeto de absorber pérdidas potenciales; ii) imposición de nuevos requisitos en cuanto a liquidez, que incluye un ratio de cobertura de liquidez a corto plazo y un ratio de liquidez estructural a largo plazo; iii) introducción de un ratio que limite el apalancamiento como una medida complementaria al ratio de solvencia basado en riesgo, con el objetivo de contener el apalancamiento excesivo en el sistema bancario; iv) constitución de colchones de capital en momentos buenos del ciclo, ya que se otorga la posibilidad a los supervisores locales de imponer provisiones contra-cíclicas, como ya venía exigiendo Banco de España desde hace tiempo. De esta manera se reduce la ciclicidad del negocio y también el riesgo sistémico y de contagio intra-sectorial. Además, se evita que en las fases de contracción del ciclo económico, las entidades restrinjan la oferta de crédito para poder cumplir con los ratios de capital.

1.2.3 Diferencias entre Basilea II y Basilea III

Las diferencias entre la nueva normativa y la anterior se resumen en un endurecimiento de la regulación y de las exigencias de capital. Podemos agrupar dichas diferencias en cuanto a i) exigencia de recursos propios, ii) liquidez, iii) tamaño del balance y, iv) colchones de conservación de capital.

- 1ª Diferencia: Mayores exigencias de recursos propios para una mayor solvencia.

Todas las normas de Basilea (I, II y III) han establecido un ratio o coeficiente de solvencia. Este relaciona los recursos propios con el activo y refleja la capacidad del banco para soportar potenciales pérdidas o inesperadas disminuciones en el valor de sus activos, sin que con eso sufran sus depositantes y demás acreedores.

Basilea I y II se centraron en el nivel de capital. Sin embargo, Basilea III aumenta las exigencias de capital y además introduce requisitos adicionales en cuanto a la calidad de dicho capital. En efecto, la nueva definición de capital es tan importante como su nuevo nivel más elevado. Veamos cómo funciona.

Al prestar, los bancos asumen un riesgo. Desde Basilea I se considera que parte de los recursos propios debe reservarse para cubrir ese riesgo. El riesgo asumido por el banco es distinto en cada préstamo, por eso se calculan los activos ponderados por riesgo (el factor de ponderación puede ser 100%, 50%, 25%, etc.). Una vez calculados los activos ponderados por riesgo, Basilea I y II exigen una cuantía de *Common Equity* inferior a la de Basilea III, como se detallará más adelante.

$$\text{Coeficiente de Solvencia} = \text{Common Equity} / \text{Risk Weighted Assets}$$

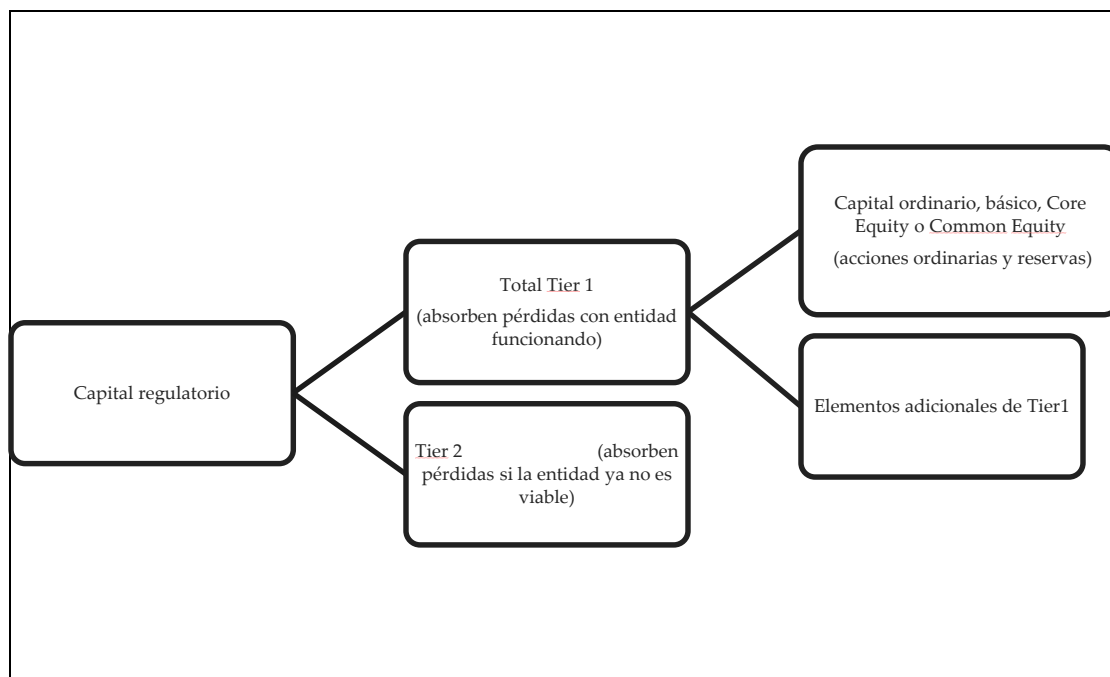
Donde *Risk Weighted Assets*, o Activos ponderados por riesgo, es la suma de los activos de la entidad ponderados por un factor de ponderación diferente según el riesgo de cada uno de esos activos.

Adicionalmente, hay que tener en cuenta que se han endurecido los requisitos para formar parte del *Common Equity*, y han aumentado los factores de ponderación de determinados activos, por lo que la diferencia en capital exigido entre Basilea II y III es incluso mayor. En efecto, Basilea III considera más arriesgadas algunas inversiones, en particular, titulizaciones, vehículos fuera de balance y riesgo de contraparte que se deriva de las exposiciones en derivados, todo lo cual reduce el ratio de solvencia resultante.

Como muestra la figura 1.15., bajo Basilea III el capital regulatorio está formado por dos elementos: capital de nivel 1 o Tier 1, que es el capital primario o de mayor calidad, y capital de nivel 2 o Tier 2. Se elimina por tanto el concepto de Tier 3. Como apuntan López Pascual y Sebastián (2015), el Tier 1 se compone, a su vez, del capital de mayor calidad o *Common Equity* (acciones ordinarias, beneficios retenidos) y de los elementos adicionales de Tier 1 (instrumentos híbridos, como algunas participaciones preferentes). Lo anterior es muy relevante ya que en Basilea II las preferentes se consideraban *Common Equity*. Se realiza además una distinción conceptual, ya que el Tier 1 va a estar formado por los instrumentos que son capaces de absorber pérdidas cuando la entidad está en funcionamiento, mientras que los elementos de Tier 2 absorberán pérdidas solo cuando la entidad no sea viable. La forma predominante del Tier 1 de las entidades deberían ser las acciones ordinarias y las reservas. Los instrumentos financieros que se sumen deberían ser subordinados, no podrían tener ni fecha de vencimiento ni incentivo alguno para su amortización y el pago de dividendo o cupón debería ser

completamente discrecional.⁷ De hecho, al menos la mitad del capital regulatorio debe ser Total Tier 1, y al menos la mitad del Total Tier 1 debe ser *Common Equity*.

Figura 1.15. – Definiciones de capital según Basilea III



Fuente: Elaboración propia

La entidad deberá cubrir con *Common Equity*, como mínimo, el 4,5% de sus activos ponderados por riesgo; con Total Tier 1 (formado por *Common Equity* y elementos adicionales de Tier 1), como mínimo, el 6% de dichos activos ponderados; y con capital regulatorio (Tier 1 más Tier 2), al menos, el 8% de los mismos. Nótese que en Basilea II se cubría con *Common Equity* el 2% de los activos ponderados por riesgo y con Tier 1 el 4%. Es decir, que no solo se han aumentado los porcentajes de calibrado, sino que también se han limitado las partidas que forman parte del capital. El resultado, como anticipábamos más arriba, es que las coberturas son más elevadas y de mayor calidad. Todo lo anterior se recoge en la tabla 1.3.

⁷ IE Business School y PwC (2010). Basilea III y los retos de la banca. Madrid.

Tabla 1.3. – Diferencias entre Basilea II y III en capital exigido sobre activos ponderados por riesgo

% de los RWA* cubiertos por:	Basilea II	Basilea III
Common Equity	2%	4,50%**
Tier 1 Total	4%	6%
Tier 2	6%	8%

Fuente: Elaboración propia

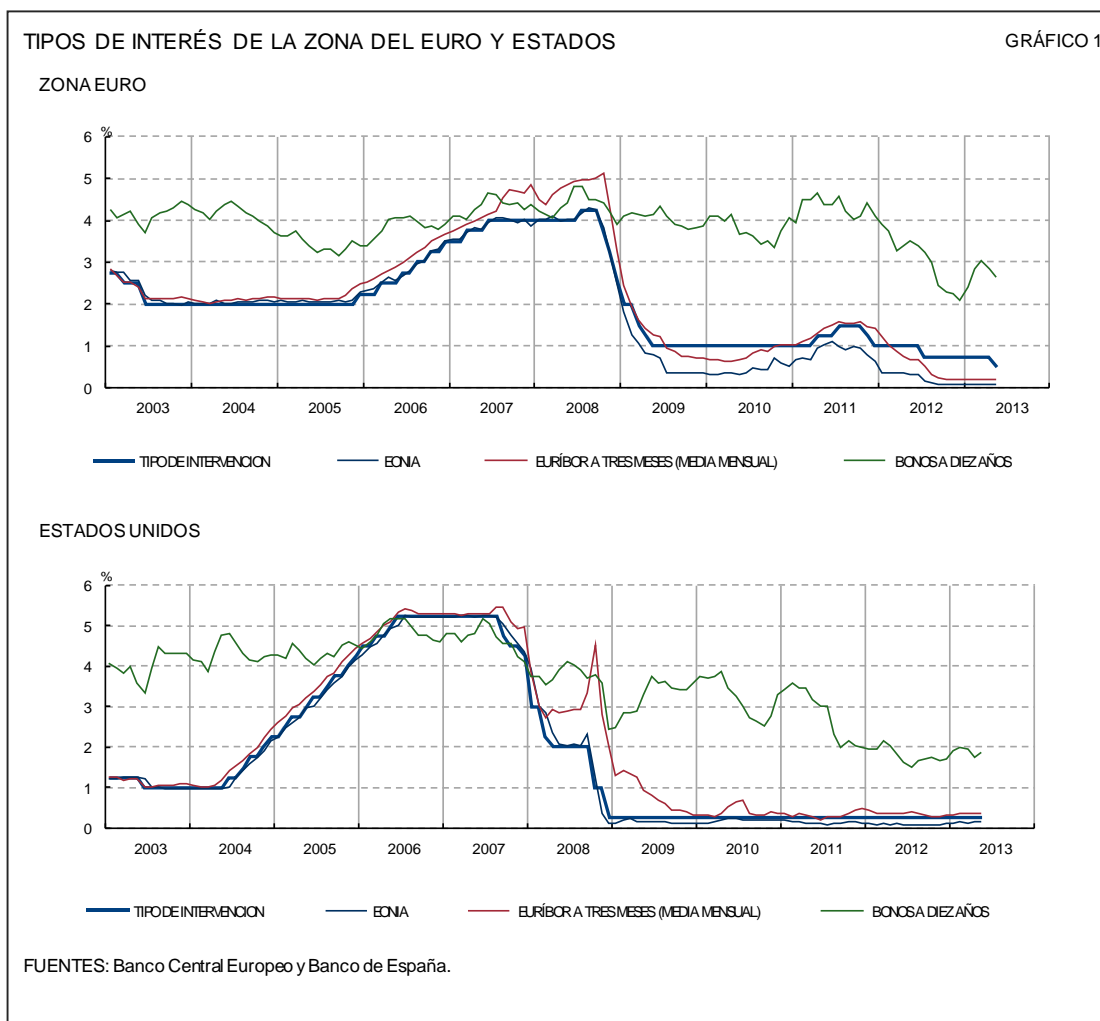
(*RWA: *Risk Weighted Assets*; **Adicionalmente Basilea III exige colchones de capital compuestos por *Common Equity*)

A estos requerimientos mínimos se suma la exigencia de constituir un colchón de conservación de capital (ver 4ª diferencia), por el que las entidades deberán tener una cantidad de *Common Equity* igual o superior al 2,5% del valor de sus activos ponderados por riesgo. Este colchón es adicional al requerimiento mínimo de capital de *Common Equity*. Por tanto, el *Common Equity* mínimo será del 7% (4,5% + 2,5%). Las entidades de crédito han hecho un esfuerzo por reforzar sus ratios de capital, de forma que el Tier1 en la Unión Europea ha pasado del 8,3% en 2007 al 13,6% en 2013, según datos de *European Banking Federation*.

- 2ª Diferencia: Liquidez

En primer lugar es necesario definir el concepto de liquidez de una entidad financiera. En el transcurso de su actividad habitual, el banco recibe entradas de dinero vía depósitos, y entrega efectivo con motivo de los reembolsos de clientes y de los préstamos que concede. En el corto plazo, estas entradas y salidas de efectivo son de distinto importe, por lo que puede suceder que los depósitos captados superen los préstamos concedidos. En este caso se genera una posición de caja positiva que se presta en interbancario. También puede suceder a la inversa, se presta más de lo que se recibe vía depósitos, originándose un déficit de caja que es necesario cubrir pidiendo prestado en interbancario. Antes de la crisis iniciada en 2008, los bancos consideraban que existía una situación de libre acceso a la liquidez, y no imaginaron que el mercado interbancario podría “congelarse” como efectivamente ocurrió. Muchas entidades experimentaron problemas de liquidez al no poder refinanciarse en los mercados a corto plazo. La figura 1.16. muestra la evolución de los tipos de interés en la zona euro entre los años 2003 y 2013. Como se observa, en 2008 se produce un importante alza derivada de las dificultades por las que atraviesa el sector financiero europeo en esos momentos.

Figura 1.16. - Evolución de los tipos de interés en la zona Euro y en Estados Unidos (2003-2013)



Fuente: López Pascual y Sebastián (2015)

Por este motivo, los bancos centrales tuvieron que intervenir inyectando dosis masivas y frecuentes de capital para proveer al sistema bancario de liquidez. Es evidente que la crisis puso de manifiesto enormes deficiencias en el control de riesgos y gestión de liquidez de las entidades de crédito. Dada la fuerte relación de la liquidez de las entidades de crédito con la actividad de los bancos centrales, los mercados monetarios y, en general, todo el sistema financiero, Basilea III decide regular la liquidez. Es la primera vez que se establece una normativa detallada y global respecto a la liquidez, plasmada en concreto en dos instrumentos:

a) Ratio de cobertura de liquidez a corto plazo

Supone que el stock de activos líquidos de elevada liquidez que mantenga la entidad debe ser mayor o igual que las salidas de caja netas en un periodo de 30 días. Esta normativa permitirá a los bancos mantener suficientes activos líquidos de elevada

calidad para aguantar salidas de efectivo en situaciones de grave tensión a corto plazo. De esta forma, la entidad soportaría una fuerte salida de fondos a corto plazo en un escenario de estrés fuerte –pérdida de tres escalas de rating, salida masiva de depósitos, pérdida de financiación mayorista, etc.

b) Ratio de liquidez estructural

Como complemento del ratio de liquidez a corto plazo, se establece un ratio de financiación o liquidez estable. Consiste en que el volumen disponible de financiación estable sea mayor o igual a los requerimientos de financiación estable, en un escenario de estrés que dure un año. Como apunta Caruana (2010), servirá para evitar desajustes de financiación y para incentivar a los bancos a utilizar fuentes de financiación estables.

Es cierto que las ventajas anteriores tienen un coste para el sector ya que al aplicar Basilea III es posible que las entidades experimenten una reducción en el ROE (*Return on Equity*). El ROE se calcula por el cociente entre resultados y capital. Los resultados, en el numerador, van a tender a empeorar debido a las nuevas exigencias en materia de liquidez. Simultáneamente, el capital, en el denominador debe aumentar debido a los nuevos requisitos de capital. Por tanto el resultado, ROE, tendería a disminuir.

- 3ª Diferencia: Tamaño del balance

Basilea III quiere limitar el tamaño del balance, es decir, el volumen de los activos, para adecuarlo al nivel de capital de las entidades. Por eso establece un nuevo ratio de apalancamiento, que relaciona el capital con la exposición total de la entidad. Se trata de una medida sencilla, transparente y ajena al riesgo que complementa al ratio de solvencia basado en riesgo. Se pretende así limitar el apalancamiento, aunque sea para comprar activos supuestamente sin riesgo.

- 4ª Diferencia: Colchones de conservación capital

El colchón de conservación tiene como objetivo que la entidad tenga suficiente capital para absorber pérdidas en un entorno económico de estrés y mantenerse en todo momento por encima de los requerimientos mínimos. Para poder cumplir su función, se requiere que el colchón de conservación tenga plena capacidad para absorber pérdidas y, por tanto, debe estar compuesto por *Common Equity*. Así, este colchón se diseña como un requerimiento adicional al requerimiento mínimo de *Common Equity*. Las entidades que no cumplan el nivel mínimo de

colchón de conservación de capital se verán sujetas a restricciones en la distribución de resultados.

Por su parte, el colchón de capital anticíclico se constituirá únicamente en momentos en que el crédito esté creciendo excesivamente en una determinada jurisdicción y con el objetivo de frenar este crecimiento excesivo. En períodos de crecimiento normal del crédito, este colchón es cero. Por tanto, fija su mínimo en cero y su máximo en el 2,5%. Cuando se constituya, será adicional al colchón de conservación de capital.

Estos colchones podrán ser utilizados para absorber pérdidas en momentos económicos difíciles. La figura 1.17. muestra los distintos componentes del ratios Basilea III expuestos anteriormente.

Figura 1.17. - Componentes del ratio Basilea III (valores en porcentaje)

BASILEA III	COMMON EQUITY	TIER 1	TIER 2	TOTAL
RECURSOS PROPIOS MÍNIMOS	4,5	6	2	8
COLCHÓN DE CONSERVACIÓN DEL CAPITAL	2,5			
TOTAL	7	8,5	2	10,5
COLCHÓN ANTI-CÍCLICO DE CAPITAL	0 - 2,5			10,5 - 13

Fuente: López Pascual y Sebastián (2015)

1.2.4 Fecha de entrada en vigor

Las nuevas medidas de capital y de liquidez endurecen significativamente la regulación bancaria como se ha visto en el apartado anterior. Por ello, se ha acordado establecer un período transitorio amplio durante el cual las medidas se implantarán gradualmente. Este período abarca desde el 1 de enero de 2013 hasta el 1 de enero de 2019, fecha en que el nuevo marco regulatorio deberá estar totalmente implantado. Por tanto, aunque el nuevo paquete de medidas de capital y liquidez entró en vigor el 1 de enero de 2013, se fija un calendario que permite la implantación gradual de las mismas. Las normas relativas a los requerimientos

mínimos de capital y al colchón de conservación se irán implantando progresivamente hasta el 1 de enero de 2019. Por su parte, la ratio de apalancamiento se implantará en 2018 tras un período de prueba y la revisión de su diseño y calibrado. La implantación de la ratio de liquidez a corto plazo se realizará en 2015 y la ratio de liquidez estructural en 2018, tras sus respectivos períodos de observación y la revisión del diseño de los mismos. Atendiendo al calendario acordado por los gobernadores y jefes de supervisión, el 1 de enero de 2019 Basilea III estará totalmente en vigor.

1.2.5 Conclusión

Basilea III supone una reforma sustancial de la regulación bancaria, ya que no solo modifica las medidas recogidas en Basilea II, mejorando la calidad y el nivel del capital y la captura de riesgos, sino que introduce también nuevas medidas, como los colchones de capital, el ratio de apalancamiento y los ratios de liquidez. Esta nueva regulación fortalece la solvencia de las entidades y las sitúa en mejores condiciones para resistir crisis futuras. De esta manera cumple el objetivo de dotar al sistema financiero de una mayor estabilidad. En la búsqueda de esta mayor estabilidad financiera, se han tenido en cuenta las implicaciones que el endurecimiento de las normas tiene para el crecimiento económico. Por ello, se ha otorgado a las entidades un margen amplio de tiempo para que se adapten paulatinamente a la nueva regulación. Este último aspecto es esencial para evitar que los requerimientos más estrictos tengan un efecto negativo en la recuperación económica. En suma, Basilea III busca el desarrollo de una banca más pequeña, más solvente y más líquida. La nueva normativa permitirá a las entidades financieras resistir en mayor medida en caso de crisis sistémica o recesión económica prolongada, mejorando la estabilidad macroeconómica en la zona euro, que se verá favorecida, adicionalmente, por la Unión Bancaria, aprobada a finales de 2014. El proceso de Unión Bancaria, en síntesis, supone que los bancos centrales nacionales ceden la competencia de supervisión de la banca nacional a una entidad supra-nacional, que se convierte en supervisor único europeo con autoridad para resolver los procesos de reestructuración y resolución bancaria, además de gestionar un fondo europeo de garantía de depósitos (López Pascual y Sebastián, 2015).

Capítulo Dos

Desarrollo sostenible

2 CAPÍTULO DOS. Desarrollo Sostenible

2.1 Concepto y evolución

El término desarrollo sostenible es difícil de definir, debido a las numerosas acepciones que abarca. Este concepto se comenzó a discutir oficialmente por primera vez en la ONU en 1980. Se profundizó más todavía en la Comisión Mundial sobre Medio Ambiente y Desarrollo, *World Commission on Environment and Development (WCED)*, en su informe titulado *Our Common Future*, de 1987, más conocido como Informe *Brundtland*, debido al Presidente de esta Comisión, el ex Primer Ministro Noruego Gro Harlem Brundtland. Según este informe, el desarrollo sostenible se define como el desarrollo que atiende a las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las futuras generaciones de satisfacer las suyas⁸. El desarrollo sostenible permitiría, por un lado, erradicar la pobreza en países en desarrollo, y por otro, la creación de un nuevo equilibrio entre la riqueza de los países desarrollados y el cuidado del sistema ecológico.

Más adelante, en 1993, el Tratado de *Maastricht* en su artículo B, incluye entre sus objetivos el de “...promover un progreso económico y social equilibrado y sostenible...”. Así, se plantea la búsqueda de progreso económico que no descuide aspectos cualitativos como la calidad de vida o la preservación del medio ambiente, sin olvidar un compromiso ético con las generaciones venideras.

El Consejo Europeo de Gotemburgo incorpora el desarrollo sostenible en los objetivos a largo plazo de la Unión Europea en la propuesta “Estrategia de la Unión Europea para el desarrollo sostenible” donde se afirma que “el crecimiento económico, la cohesión social y la protección del medio ambiente deben ir de la mano”. Una de las medidas de esta estrategia es la reciente Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que todas las empresas con una plantilla de al menos 500 empleados deberán publicar un informe no financiero, que mida sus resultados en materia económica, medioambiental y social. Dicha Directiva se analizará en esta tesis doctoral, en el punto relacionado con “Marco Económico y Normativo”.

⁸ Textualmente, según el informe Brundtland, el desarrollo sostenible es “el progreso económico que satisface las necesidades de las generaciones presentes sin comprometer el de las generaciones futuras”. (WCED, 1987, p. 43)

En suma, la sostenibilidad debe basarse en tres pilares: el social, el económico y el ambiental. Se atribuye a Elkington (1997) la expresión “triple cuenta de resultados”, es decir, para que una empresa sea sostenible debe garantizar un triple objetivo: ser económicamente viable, ser socialmente beneficiosa y ser ambientalmente responsable. La idea que subyace al principio de la triple cuenta de resultados radica en que para fomentar un comportamiento sostenible, las compañías deben ser capaces de medir el impacto social y medioambiental de sus operaciones, además del impacto económico que es el único que se considera tradicionalmente. Veamos en que consiste cada uno de estos tres objetivos.

- La sostenibilidad ecológica según Durán (2000) es la capacidad de un sistema de conservar su estado en el tiempo, manteniendo para ello los parámetros de volumen, tasas de cambio y circulación invariables o entorno a valores promedio. A día de hoy, se presta mucha atención a problemas relacionados con la sostenibilidad ecológica como el agujero de ozono, la deforestación, la biodiversidad o el efecto invernadero. En concreto preocupa especialmente a la sociedad el consumo de recursos naturales como el agua, y la polución.
- La sostenibilidad social se alcanza cuando los costes y beneficios son distribuidos de manera adecuada tanto entre el total de la población actual (equidad generacional) como entre las generaciones presentes y futuras (equidad intergeneracional). En realidad, es una continuación de la definición misma de sostenibilidad ya analizada, a saber, el desarrollo que atiende a las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las futuras generaciones de satisfacer las suyas.
- La sostenibilidad económica hace referencia al consumo presente sin comprometer el consumo en un período futuro. En cualquier caso, en el ámbito empresarial, ésta última es condición necesaria para acometer las otras dos, ya que sin resultados económicos difícilmente las empresas pueden actuar en favor del medio ambiente o del entorno social.

Así, como señalan Pulido y Fontela (2004) en el desarrollo sostenible se deben alcanzar simultáneamente, y a escala mundial estos tres objetivos, ya que no se concibe un proceso financieramente rentable que conlleve fractura social y pobreza, o que destruya recursos; tampoco se concibe una regulación ambiental que destruya empleo. La figura 2.1. ilustra los beneficios derivados del desarrollo sostenible.

Figura 2.1. – Beneficios del desarrollo sostenible



Fuente: Pulido, A. y Fontela, E. (2004)

El problema es que, a día de hoy, el sistema, y en especial, los mercados financieros, premian los resultados a corto plazo. Por este motivo, aún muchas empresas, financieras o no, trabajan bajo presión para conseguir buenos resultados a corto plazo antes que imponerse objetivos a más largo plazo como son los relacionados con la sostenibilidad medioambiental y social. Sin embargo, lo anterior está cambiando, ya que la sociedad es cada vez más consciente de que el medio ambiente y el desarrollo económico están muy correlacionados. Un sistema económico no puede existir sin un sistema ecológico. De hecho, es el sistema ecológico el que posibilita la vida y actuando como fuente de recursos naturales para el crecimiento económico, y como receptor de residuos y emisiones del propio sistema. Por tanto, proteger el medio ambiente es condición necesaria para la actividad económica y en último término, para la supervivencia de la especie humana. En el ámbito empresarial ocurre lo mismo, las compañías que garanticen un comportamiento responsable con el medio ambiente y con la sociedad también están actuando a favor de su propia longevidad. Esta tesis doctoral analiza empíricamente la relación entre sostenibilidad y resultados económicos, concluyendo, al igual que muchos otros estudios anteriores, que existe una vinculación positiva entre comportamientos sostenibles sociales y medioambientales y mayores retornos económicos de las empresas, y por tanto, mayores tasas de supervivencia empresarial.

Hasta ahora, una definición ampliamente utilizada de la Ciencia Económica es “la Economía es la ciencia que estudia el comportamiento humano como una relación entre fines y medios escasos, susceptibles de empleos alternativos” (Robbins, 1932, p.16). Es decir, la Economía consiste en la ciencia que estudia la asignación de los recursos escasos. Actualmente, los economistas ya no solo consideramos la asignación eficiente hoy, sino también en el futuro, por lo que no se hace necesaria la defensa de un desarrollo sostenible, en que sean compatibles un

crecimiento elevado y estable de la producción de bienes y servicios, con un progreso social extendido, una protección del medio ambiente y un uso prudente, y eficiente, de los recursos.

2.2 Indicadores macroeconómicos de sostenibilidad

Ahora que la sociedad es consciente de estas prioridades, es necesario establecer indicadores que nos alerten sobre la evolución positiva o negativa del desarrollo sostenible. Como es bien sabido, es difícil actuar sobre aquello que no se mide o cuantifica. Aunque la ambigüedad del propio concepto dificulta esta tarea, se han ido elaborando algunos indicadores que muestran aspectos de las tres dimensiones mencionadas anteriormente.

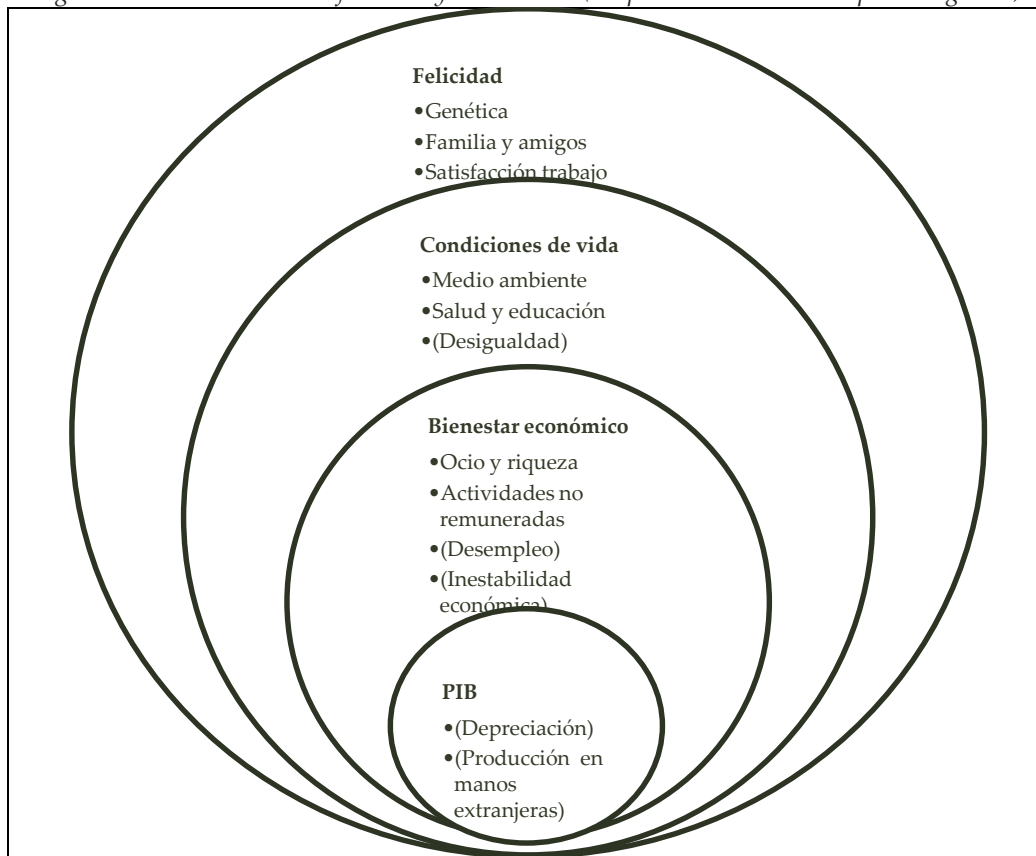
El desarrollo económico por sí solo, medido por ejemplo por el crecimiento del Producto Interior Bruto, PIB, no es suficiente, y no mide, ni mucho menos, el bienestar, ya que ignora el efecto de la actividad económica en el medio natural y en la sociedad. Recordemos que el PIB recoge las cantidades de bienes y servicios producidas por una economía durante un período de tiempo determinado. Hasta ahora esta era la variable a maximizar desde el punto de vista económico, y uno de los objetivos macroeconómicos básicos, por lo que se tiende a creer que cuanto mayor sea el crecimiento del PIB y del PIB per cápita, mejor. No obstante, las estadísticas pueden mostrar un crecimiento económico cada vez más fuerte, y sin embargo, este crecimiento se produce a costa de la sobreexplotación de los recursos, la degradación ambiental o la falta de respeto a los derechos humanos más básicos. En este caso, al poner en peligro el futuro del planeta, destruye más de lo que crea debido a las elevadas externalidades negativas que genera.

Es decir, que el PIB se utiliza como único objetivo macroeconómico es una medida errónea, ya que no es un indicador total del bienestar de un país, sino únicamente de lo que produce. Así, para subsanar estas carencias al medir el desempeño económico, es necesario tener en cuenta otros criterios. El crecimiento será considerado progreso solo si incluye una mejora en calidad, y no un mero aumento de cantidades producidas. La preocupación por el desarrollo sostenible hace que Stiglitz y Sen (2009) cuestionen la bondad del PIB como medida de bienestar social. En el Informe de la Comisión Europea sobre *Measurement of Economic Performance and Social Progress* concluyen que "...el PIB solo compensa a los gobiernos que aumentan la producción material. (...). No mide adecuadamente los cambios que afectan al bienestar, ni permite comparar correctamente el bienestar de los diferentes países (...) no toma en cuenta la

degradación del medio ambiente ni la desaparición de los recursos naturales a la hora de cuantificar el crecimiento”.

La figura 2.2. es una propuesta de los elementos que habría que eliminar y añadir al PIB para conseguir una medida de bienestar. El punto de partida es el PIB, al que habría que restar la depreciación, ya que es una parte de la producción que solo repone los elementos agotados, y la parte de la producción que queda en manos extranjeras. Estaríamos considerando por tanto el producto Nacional Neto, PNN. Posteriormente habría que añadir actividades no remuneradas que los individuos valoran, como cuidado de niños o ancianos, y el valor del tiempo de ocio, restando los costes que suponen el desempleo y la inestabilidad económica. Además, hay que tener en cuenta las condiciones de vida, que constituyen una dimensión no económica del bienestar. Entre ellas están la salud y la educación, limpieza del medio ambiente y seguridad ciudadana. Todo lo anterior contribuye al bienestar de los ciudadanos. Es evidente que son aspectos difíciles de cuantificar, pero que por su importancia deben ser tenidos en cuenta por las autoridades encargadas de formular la política económica de un país. Finalmente se considera que la felicidad viene determinada por otros factores añadidos a los anteriores, como son la familia y amigos o la satisfacción con el trabajo (Bergheim, 2006).

Figura 2.2. – Factores de la felicidad y el bienestar (los paréntesis indican impacto negativo)

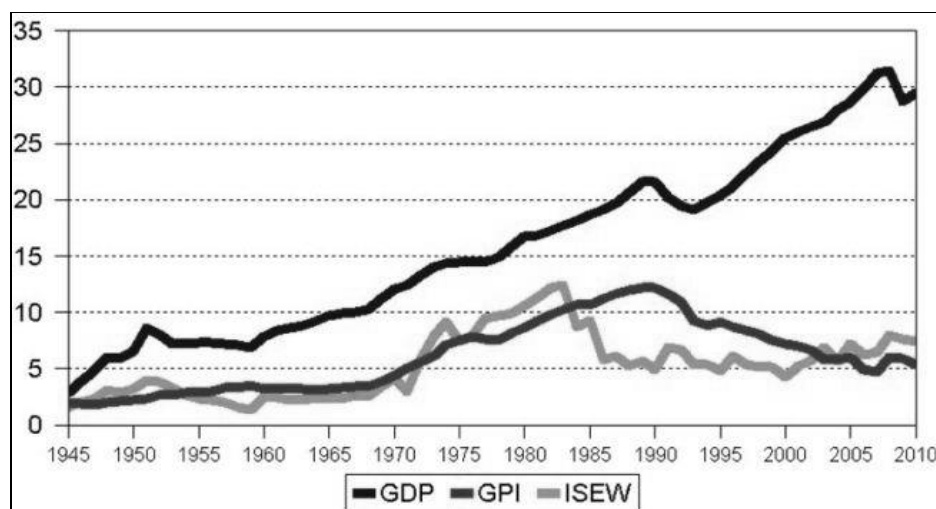


Fuente: Bergheim (2006)

Tobin, y Nordhaus (1971) manifestaron que el PIB no es una medida de bienestar y propusieron un nuevo indicador alternativo, el *Measure of Economic Welfare*. Al calcular esta magnitud para Estados Unidos concluyeron que el bienestar crece a medida que crece el PIB, pero a un ritmo menor. Posteriormente, gracias a los trabajos de Daly y Cobb (1989), entre otros, evolucionó hacia el *Index of Sustainable Economic Welfare* (ISEW), traducido como Índice de Bienestar Económico Sostenible (IBES). El IBES se evalúa mediante técnicas contables similares al PIB, parte del gasto de los consumidores y del gobierno (excluyendo gastos en defensa), e incluye otros conceptos que habitualmente no se miden, como la utilidad aportada por el trabajo doméstico (excluida del PIB tradicional). Posteriormente, descuenta el coste de las externalidades asociadas a la polución y otros costes no sostenibles en el consumo de recursos. Por ejemplo, un mayor nivel de tráfico y por tanto de consumo de gasolina supone un crecimiento en el PIB tradicional pero no en el bienestar, por lo que el IBES ajusta este tipo de factores. Este indicador es similar al *Genuine Progress Indicator* (GPI), que pretende cuantificar el progreso “genuino” y real de la sociedad, monitorizando específicamente el bienestar y la sostenibilidad medioambiental de la economía.

Uno de los países que más ha trabajado en el desarrollo de estos indicadores es Finlandia. La siguiente figura 2.3. muestra la evolución en dicho país del PIB y de los otros dos indicadores que incluyen sostenibilidad en su cálculo, esto es, ISEW y GPI. Como se puede observar, el crecimiento en PIB no es análogo al crecimiento en términos de bienestar y sostenibilidad.

Figura 2.3. - Evolución del PIB (GDP), del Index of Sustainable Welfare (ISEW) y el Genuine Progress Indicator (GPI), para Finlandia, entre 1945 y 20190 (per cápita, en términos reales)



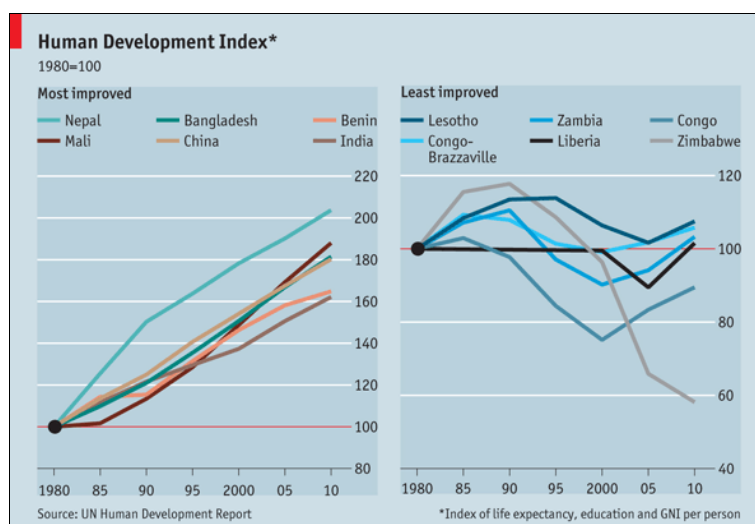
Fuente: Oficina de Estadística, Finlandia

Posteriormente la OCDE reconoció la importancia de medir el bienestar (Boarini et al, 2006), y a partir de ahí se han ido desarrollando un conjunto de indicadores que capturen de forma más precisa el bienestar y la sostenibilidad. Son los índices de bienestar económico neto, que partiendo del PIB, incluyen otros aspectos, discutibles y difíciles de medir como son el respecto al medio ambiente, la conciliación laboral y familiar, entre otros.

El problema es que hasta la fecha no existe un estándar internacional para el cálculo de los mismos. El más conocido es el *Human Development Index* o Índice de Desarrollo Humano (IDH) de la ONU. Es un indicador del desarrollo humanos por país, se elabora anualmente por el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo y está compuesto por tres parámetros: esperanza de vida, educación (medido en tasa de alfabetización) y nivel de vida (medido en términos de PIB per cápita).

La figura 2.4. muestra los países que han mejorado en mayor medida sus índices de desarrollo humano, entre los que destacan países asiáticos. Además, muestra las naciones que más han empeorado el mismo índice, que pertenecen en su mayoría al continente africano.

Figura 2.4. – Índice de Desarrollo Humano: Países con los mayores crecimientos y decrecimientos, entre 1980 (base) y 2010



Fuente: The Economist, Noviembre 2010, y UN Human Development Report, 2010.

Otro indicador más amplio sobre condiciones de vida es el publicado por la Universidad de Pennsylvania desde 1970, para 163 países. Se trata del *Weighted Index of Social Progress* (WISP), que incluye 40 indicadores sociales agrupados en distintos sectores. Pretende considerar

numerosos aspectos que influyen en el bienestar como ingresos, educación, salud, medio ambiente, paz social y estabilidad política entre otros.

Existen otras propuestas para corregir el PIB, en especial en lo que se refiere al consumo de recursos no renovables y a la contaminación del medio ambiente, lo que ha permitido una modificación del Sistema de Cuentas Nacionales, hoy universal, para calcular el Producto Interior Ecológico (PIE) o PIB verde. Este indicador permite identificar el impacto que tiene en el PIB el agotamiento y deterioro de los recursos medioambientales. Es decir, permite cuantificar el coste de contaminar. En los últimos años se ha producido una brecha entre el PIB y el PIE debido a los costes asociados a la contaminación.

Otra vertiente de la sostenibilidad es la transparencia y el buen gobierno. En este sentido, los países con mayores índices de corrupción serán menos sostenibles y a la inversa, cuanto menos corrupto es un país, generalmente sucede que sus indicadores de sostenibilidad son mejores. Para ello se utiliza el índice de Percepción de la Corrupción, publicado anualmente por la Organización para la Transparencia Internacional, para 177 países. Este índice utiliza una escala de 0 a 100 siendo 0 el país donde la percepción de corrupción es más elevada y 100 lo contrario. En la tabla 2.1. se detallan los últimos resultados de este indicador, publicados en Diciembre de 2014.

Tabla 2.1. – Índice de Percepción de corrupción, 2014 (100= sin percepción de corrupción)

Denmark	92
New Zealand	91
Finland	89
Sweden	87
Norway	86
Switzerland	86
Singapore	84
Netherlands	83
Canada	81
Australia	80
Germany	79
United Kingdom	78
Japan	76
United States	74

France	69
Spain	60
South Africa	44
Brazil	43
Greece	43
Italy	43
China	36
Mexico	35
Argentina	34
Ecuador	33
Russia	27
Venezuela	19
Iraq	16
Afghanistan	12
Sudan	11
Korea (North)	8
Somalia	8

Fuente: Organización para la Transparencia Internacional (2014)

Sin embargo, más allá de corregir el PIB, se pretende buscar indicadores que cuantifiquen la evolución en cuanto a la situación del desarrollo sostenible, entre los que se encuentran las siguientes propuestas:

- Cuentas biofísicas y de eco-eficiencia: *Ecological Footprint, Resource Flows...*
- Cuentas Nacionales ampliadas: Cuentas verdes, ahorro neto ajustado...
- Indicadores conjuntos de sostenibilidad: *Genuine Progress Indicator, Index of Sustainable Economic Welfare...*

En conclusión, para medir el progreso, no solo tendremos en cuenta el desarrollo económico como tal, sino también el social y medioambiental. Es decir, los objetivos de los gobiernos ya no se fijarán únicamente en términos económicos sino que también tendremos que introducir objetivos en cuanto a la continuidad del medio ambiente y el bienestar social.

En este contexto, los bancos juegan un importante papel. Recordemos que es uno de los sectores que determina, en parte, la composición de la economía de un país, ya que deciden como

asignan la financiación, y por tanto, qué sectores o actividades se verán en mayor o menor medida favorecidos. En este sentido, deben ir más allá de su rol tradicional de transformación de fondos en volumen y plazos. Las entidades de crédito pueden crear las condiciones necesarias para contribuir a un desarrollo sostenible, entre otras formas, favoreciendo la financiación de aquellas actividades que cumplan los requisitos de sostenibilidad, además de la necesaria viabilidad económica de sus proyectos.

2.3 La Responsabilidad Social Corporativa

2.3.1 Definición y alcance

El concepto de Responsabilidad Social Corporativa está íntimamente vinculado al de desarrollo sostenible. La Responsabilidad Social Corporativa o Responsabilidad Social Empresarial, en adelante RSC, es un concepto que ha sido objeto de estudio desde los años setenta. Se trata de integrar los aspectos legales, éticos, morales y ambientales, en la gestión empresarial, de forma generalmente voluntaria y no impuesta. Según la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA), la RSC puede definirse como “el compromiso voluntario de las empresas con el desarrollo de la sociedad y la preservación del medio ambiente, desde su composición social y un comportamiento responsable hacia las personas y grupos sociales con los que interactúa” (AECA, 2004, pfo. 17). Se trata por tanto de una serie de prácticas que superan la filantropía social y los donativos.

Figura 2.5. - Pirámide de Responsabilidad Social de la Empresa



Fuente: Carroll (1991)

La figura 2.5. muestra los diferentes niveles de responsabilidad de la empresa definidos por Carroll (1991). En la base encontramos, lógicamente, la necesidad de generar beneficios, derivado del lícito ánimo de lucro empresarial. Es evidente que sin beneficios no se puede llevar a cabo ningún tipo de acción social o medioambiental. Además, las compañías se enfrentan a otros niveles de responsabilidad como son por supuesto el cumplimiento de la ley, y el desempeño de sus funciones de acuerdo a principios éticos generalmente aceptados. En este último caso destaca la incorporación de códigos éticos por parte de la mayoría de las grandes empresas. Finalmente, encontramos la dimensión filantrópica, que es discrecional, y consiste en la colaboración voluntaria por parte de las empresas en actividades que redunden en beneficio de la sociedad o del medio ambiente.

Es en este último nivel donde situamos las actividades de Responsabilidad Social, si bien, cómo se ha mencionado anteriormente, éstas van más allá de actos filantrópicos, ya que, además de incluir el componente social o medioambiental, las acciones de RSC deben estar vinculadas y relacionadas con el negocio principal de la empresa, y no pueden consistir en meras donaciones, actividades puntuales o únicamente relacionadas con un departamento. Es decir, el concepto actual de RSC vincula dichas actividades a la estrategia principal de la empresa.

Siguiendo esta idea, la definición de RSC que proporciona el Foro de expertos sobre RSE (2007, p.7)⁹ es la siguiente: “La RSC es, además, del cumplimiento estricto de las obligaciones legales vigentes, la integración voluntaria en su gobierno y gestión, en su estrategia, políticas y procedimientos, de las preocupaciones, sociales, laborales, medioambientales y de respeto a los derechos humanos que surgen de la relación y el diálogo transparentes con sus grupos de interés (*stakeholders*), responsabilizándose así de las consecuencias y los impactos que se derivan de sus acciones”. El concepto de *stakeholder* o grupo de interés fue creado por Freeman (1984). Su teoría relacionada con los *stakeholders* revolucionó las ideas existentes sobre gestión de empresas y el objetivo, hasta entonces único, de maximizar los retornos de los accionistas, ya que Freeman recomendó incluir los intereses de los *stakeholders*. En el polo opuesto, Friedman (1970) sostiene que las políticas de RSC tienen un efecto negativo sobre los resultados, ya que las medidas sostenibles tienen un coste no relacionado con la actividad principal de la empresa. Desde este punto de vista la responsabilidad única de la empresa debe ser maximizar los beneficios.

⁹ El Foro de Expertos sobre RSE (RSC) fue constituido en 2005 por el Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales. En 2007 publica el Informe-conclusiones del Foro de RSE como resultado de sus trabajos.

Atendiendo a la teoría de los *stakeholders* de Freeman (1984), la RSC consiste en una gestión orientada hacia un colectivo mucho más amplio que el tradicional, constituido por los *stakeholders* o grupos de interés, frente a la gestión tradicional dirigida únicamente a los intereses de los accionistas. Además, se trata de una administración integral de la empresa en base a criterios sostenibles, incluyéndolos en todas las áreas de negocio. La RSC no es tarea de un departamento aislado en el seno de la empresa sino que es denominador común de toda la organización, que gestiona su *core business* de acuerdo a las tres dimensiones social, medioambiental y económica, y no solo en función de esta última. La definición anterior también pone de manifiesto que se trata de una iniciativa voluntaria, sin embargo, cada vez en mayor medida, determinadas instituciones, incluida la Unión Europea, intentan estandarizar o parametrizar los esfuerzos en RSC para que puedan ser comparados de forma homogénea, como se verá en el siguiente punto.

2.3.2 Marco económico y normativo

Una de las razones por las que surge el movimiento a favor de la RSC es la globalización, que viene de la mano de los avances tecnológicos y reducción de los costes de transporte así como de la progresiva eliminación de barreras al comercio internacional. Como consecuencia de los efectos de la globalización los consumidores disfrutaban de un mayor abanico de productos, más innovadores y a precios más competitivos. Sin embargo, también sucede que las empresas, ya multinacionales, aumentan considerablemente su poder e influencia en detrimento de los gobiernos nacionales. En efecto, se considera que de las cien entidades económicas más grandes, sesenta y tres son empresas, no países¹⁰.

Además, se deslocaliza las actividades de bajo valor añadido a otros países con legislación más laxa en materia laboral o medioambiental, con los consiguientes ahorros de costes. Sin embargo, esta deslocalización hacia países emergentes como Brasil, China o India ha provocado ciertos comportamientos empresariales abusivos (Halter y De Arruda, 2009), tanto en términos de derechos sociales como de contaminación. Es decir, como contraprestación de estos menores costes económicos, se incurre en elevados costes sociales y medioambientales derivados de la presión sobre los recursos de los países emergentes.

¹⁰ McKinsey (2009). When sustainability means more than green. The McKinsey Quarterly, July 2009.

Por todo lo anterior, se hace necesario que las empresas se auto-impongan una serie de reglas que garanticen su actuación intachable (desde los puntos de vista legal, ético, social, medioambiental y de gobierno) en todos los mercados en los que operan. Sin embargo, y debido al carácter fundamentalmente voluntario de la RSC, el marco normativo es todavía escaso. Aun así, cabe destacar las siguientes iniciativas que sirven de guía o principios a seguir en las políticas de RSC:

- Naciones Unidas, Global Compact o Pacto Mundial (1999), que incluye diez principios a respetar relacionados con recursos humanos, medio ambiente y lucha contra la corrupción. En España, *Global Compact* está representado por ASEPAM (Asociación Española del Pacto Mundial).
- GRI, *Global Reporting Initiative*. Es una de las herramientas más utilizadas en materia de RSC. Se trata de una guía de uso voluntario para informar sobre las actividades de RSC, facilitando la elaboración de memorias de sostenibilidad. La primera guía se publicó en el año 2000 y desde entonces el interés por estas cuestiones ha crecido rápidamente, y con ello, el número de empresas que adoptan los criterios GRI y elaboran memorias de sostenibilidad.
- Guía ISO 26000. Publicada en 2010, utiliza la metodología establecida por la Organización Internacional para la estandarización (*International Standardization Organization, ISO*). Engloba diversas normas como son los UNPRI, (principios de Inversión Socialmente Responsable de Naciones Unidas) que se detallan más adelante, las Directrices de la OCDE y las Normas AA10000.

Además de los principios y normas anteriores, existen instituciones que promueven el desarrollo sostenible y la inclusión de criterios responsables en la gestión empresarial y en el mundo financiero. Entre ellas destacan las siguientes:

- OCDE, Líneas directrices en RSC. Consiste en principios a seguir para las multinacionales que deseen llevar a cabo actividades en esta línea.
- UE. La Unión Europea ha producido los siguientes documentos relacionados con este aspecto: Declaración Final del Consejo Europeo de Lisboa, (Marzo de 2000); Libro Verde sobre Responsabilidad Empresarial de la UE, (2001); Comunicación de la Comisión Europea “Hacer de Europa el polo de excelencia en RSC” (2006). Respecto a la Inversión Socialmente Responsable (ISR), la Unión Europea considera que se trata de una herramienta que permite

mejorar la transparencia y responsabilidad social de las compañías. En esta dirección, y para promover una mayor transparencia en la información disponible para los inversores, la UE ha dado un gran paso en Octubre de 2014 al promulgar la Directiva sobre divulgación de información no financiera¹¹. Se calcula que a partir de 2017 unas 6.000 empresas europeas estarán obligadas a publicar un estado no financiero que informe sobre sus impactos medioambientales, sociales y en materia anticorrupción.

- Observatorio de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC). Pretende fomentar las buenas prácticas en la materia.
- Forética. Asociación líder en España en RSC. Fundada en 1999 y participada por diversos grupos como empresas, investigadores y ONG, busca proporcionar herramientas para una mejor implantación de la RSC.
- Club de excelencia empresarial. Asociación de grandes empresas gestionadas con criterios sostenibles.
- Foro Europeo para la Inversión Socialmente Responsable, EUROSIF, *European Social Investment Forum* (2001). Participado por los foros para la inversión social de España, Reino Unido, Alemania, Italia, Francia, entre otros, además de agencias de rating de sostenibilidad, bancos y sociedades gestoras, ONGs e instituciones académicas.
- Foro Español de la Inversión Socialmente Responsable, SpainSIF, (2008), creado por Forética y un grupo de entidades financieras, como foro para promover la inversión socialmente responsable en España.

En el caso concreto del sector financiero, el punto de partida fue la Declaración de *Collevocchio*, así denominada por el pueblo italiano donde fue concebida. Esta Declaración fue suscrita en enero de 2003 por doscientas compañías. En ella se enumeran los diferentes aspectos que el

¹¹ Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

Esta Directiva entiende por “Estado no financiero” lo siguiente: Las grandes empresas que sean entidades de interés público que, en sus fechas de cierre del balance, superen el criterio de un número medio de empleados superior a 500 durante el ejercicio, incluirán en el informe de gestión un estado no financiero que contenga información, en la medida en que resulte necesaria para comprender la evolución, los resultados y la situación de la empresa, y el impacto de su actividad, relativa, como mínimo, a cuestiones medioambientales y sociales, así como relativas al personal, al respeto de los derechos humanos y a la lucha contra la corrupción y el soborno.

sector financiero debe tener en cuenta en sus operaciones para que pueda ser denominado sostenible. Más adelante se han suscrito otros acuerdos muy relevantes en el mismo sentido.

En efecto, en 2003 surgen los principios denominados *Equator Principles*¹², que consisten en una serie de reglas de actuación en el análisis del impacto social y medioambiental de los préstamos que los bancos conceden bajo la modalidad de *project finance*. La adopción de dichos principios es voluntaria y busca promover la financiación incluyendo criterios sociales y medioambientales. Como es sabido, el *project finance* es una forma de financiación en la que el prestamista analiza fundamentalmente la rentabilidad del proyecto que financia, pues ésta será la que determine el reembolso del préstamo y la calidad de su garantía. Se suele utilizar para financiar grandes y complejos proyectos, por ejemplo, plantas de generación de electricidad, plantas químicas, minas, infraestructuras para el transporte o para telecomunicaciones, entre otros. En este sentido, Wright (2012) estudia el impacto de los *Equator Principles* en las políticas de financiación de los bancos internacionales.

Otra iniciativa que integra la sostenibilidad en las instituciones financieras es UNEP FI, fruto de la asociación entre el sector financiero y el Programa de Naciones Unidas para el medio ambiente (PNUMA por sus siglas en castellano). En la actualidad está compuesto por más de 200 compañías del sector financiero, distribuidas geográfica y sectorialmente como muestran las figuras 2.6. y 2.7. Como se puede observar, desde el punto de vista geográfico predominan los miembros europeos, que suponen un 40% del total. Cabe recordar que el modelo empírico que se presenta en los siguientes capítulos está realizado con una muestra de bancos europeos.

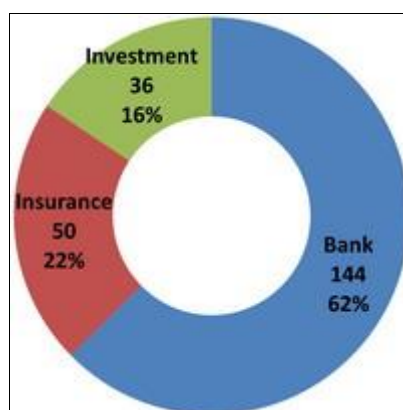
Figura 2.6. - Distribución por área geográfica de las instituciones financieras signatarias de UNEP FI



Fuente: UNEP FI (2015)

¹² Equator Principles, 2003 (revisado en 2006 y 2013).

Figura 2.7. - Distribución por área de negocio de las instituciones financieras signatarias de UNEP FI



Fuente: UNEP FI (2015)

Posteriormente, en 2005 la Organización de Naciones Unidas a través de su Secretario General Kofi Annan, promovió una reunión con relevantes inversores institucionales, organizaciones y académicos, en los que participó UNEP FI, para abordar el desarrollo de los Principios para la Inversión Responsable (UNPRI, *United Nations Principles for Responsible Investing*). Como resultado, la ONU publicó las siguientes líneas de actuación para la inversión socialmente responsable, en cuya introducción se declara lo siguiente: “Como inversores institucionales, tenemos el deber de actuar en el mejor interés a largo plazo de nuestros beneficiarios. En esta función fiduciaria, estimamos que las cuestiones Ambientales, Sociales, y de Gobernanza empresarial (ASG) pueden afectar al rendimiento de las carteras de inversión (en diferentes grados según las empresas, sectores, regiones, clases de activos y el momento). También reconocemos que la aplicación de estos Principios podrá hacer que los inversores actúen en consonancia con objetivos más amplios de la sociedad”.¹³

13 Los Principios para la Inversión Socialmente Responsable, UNPRI, son los siguientes:

- 1.- Incorporaremos las cuestiones ASG en nuestros procesos de análisis y de adopción de decisiones en materia de inversiones.
- 2.-Seremos propietarios de bienes activos e incorporaremos las cuestiones ASG a nuestras prácticas y políticas.
- 3.-Pediremos a las entidades en que invirtamos que publiquen las informaciones apropiadas sobre las cuestiones ASG.
- 4.-Promoveremos la aceptación y aplicación de los Principios en la comunidad global de la inversión.
- 5.-Colaboraremos para mejorar nuestra eficacia en la aplicación de los Principios.
- 6.-Informaremos sobre nuestras actividades y progresos en la aplicación de los Principios.

En resumen, los principios y acuerdos en materia de Sostenibilidad aplicada al sector financiero se detallan en la tabla 2.2.

Tabla 2.2. - Acuerdos internacionales sobre Sostenibilidad Financiera

<i>Medidas marco sobre sostenibilidad en el sector financiero</i>	<i>Principios y Acuerdos Inter-sectoriales</i>
Equator Principles (2003)	UN Global Compact
UNEP FI Statement by Financial Institutions (2006)	The Business Charter for Sustainable Development, International Chamber of Commerce
United Nations Principles for Responsible Investing, UNPRI, (2006)	
The London Principles of Sustainable Finance	The SIGMA Guiding Principles
World Business Council for Sustainable Development Financial Sector Statement	----

Fuente: IFC International Finance Corporation (2007): Banking on sustainability

Las guías y principios anteriormente citados permiten informar sobre las actividades de RSC y estandarizar dichos datos. Sin embargo, hasta la fecha, se hace difícil medir el impacto social y medioambiental de dichas políticas. El método SROI, *Social Return on Investment* o Retorno Social Sobre la Inversión, es una propuesta que permite conseguir dicho objetivo, como veremos en el último punto de este capítulo.

2.4 La RSC como fuente de creación de valor

La Unión Europea promueve la Responsabilidad Social de la Empresa (RSE) como una manera de alcanzar el triple objetivo estratégico del crecimiento económico, competitividad y cohesión social (Comisión Europea, 2002). Es importante hacer notar que consideramos el término RSE análogo a RSC, por lo que se utilizarán con la misma acepción a los efectos de esta tesis doctoral.

La Responsabilidad Social Corporativas es considerada como una fuente de ventajas competitivas para la empresa, se asume que hay incentivos económicos para su desarrollo y, por tanto, no es necesaria la intervención gubernamental o, al menos, ésta debe ser mínima, ya

que la empresa implantará planes de RSC en su propio interés. Las razones, como se ha indicado anteriormente, están relacionadas con importantes cambios en las actitudes de los consumidores y usuarios hacia las empresas, que se ven ahora obligadas a cambiar su política ética y medioambiental. Entre otros, los beneficios que consigue la empresa al implantar tales planes consisten en que siendo responsable, la empresa atrae y retiene clientes, lo que se traduce en un incremento de sus ventas que llevará, a su vez, a un aumento de beneficios. En efecto, Sen y Bhattacharya (2001) afirman que, bajo ciertas condiciones, las políticas de RSC producen respuestas positivas por parte de los consumidores, promoviendo una nueva vía de diferenciación con respecto a la competencia, que permite ganar cuota de mercado entre aquellos individuos que valoran el aspecto social y medioambiental en sus decisiones de compra. Además, Lii y Lee (2012) sugieren que determinadas estrategias de RSC mejoran la percepción de la empresa por parte de los clientes y su actitud hacia la marca. Incluso en el caso de una potencial crisis con un producto determinado, Klein y Dawar (2004) demostraron que los consumidores favorecen aquellas compañías que estén fuertemente involucradas en actividades de RSC. Por otra parte, la RSC también determina ventajas en términos de atracción y retención de talento como demostraron Turban y Greening (1997) y posteriormente Glavas y Kelley (2014). Una mejora en la calidad de los recursos humanos de la empresa conlleva también mejoras en productividad. Adicionalmente, es una forma de mejorar la gestión de riesgos, ya que tiene un “efecto asegurador” como apuntan Godfrey, Merrill y Hansen, 2009. La RSC también puede crear valor mediante una mejora en el acceso al capital según to Cheng, Ioannou & Serafeim (2014). Es más, Jiraporn et al (2014) demostraron que las políticas de RSC influyen positivamente en las mejoras de calificaciones crediticias. En efecto, la transparencia y el buen gobierno minoran los riesgos de una inversión, por lo que se producirá una reducción de las primas de riesgo con el consiguiente abaratamiento de las fuentes financieras. Por otra parte, si la entidad está cotizada gozará del favor de los fondos de inversión éticos (Mackey, Mackey y Barney, 2007), ya que una mayor demanda por parte de estos inversores institucionales llevará a una apreciación de sus acciones, como se verá posteriormente en esta tesis doctoral en el apartado dedicado a la Inversión Socialmente Responsable. Una mejora en el precio de la acción mejora también las condiciones de financiación para la empresa. La reputación es un intangible clave en la estrategia de cualquier empresa, y en este sentido, Brammer y Pavelin (2005), Minor y Morgan (2011), y Hur, Kim y Woo (2014) demostraron cómo las políticas de RSC influyen en la reputación de la firma. Todas las ventajas derivadas de la RSC que han sido citadas anteriormente son aplicables también a las entidades de crédito, y por tanto, justifica la adopción de políticas responsables por parte de la banca. La tabla 2.3. muestra

a modo de resumen, las diferentes fuentes y formas por las que la RSC puede crear valor para la empresa.

Tabla 2.3. – RSC y generación de valor para la empresa

<i>Fuente de creación de valor</i>	<i>Estudios empíricos</i>
Mejora del desempeño financiero	Margolis et al (2009) (meta-análisis)
Valor de marca o imagen	Lii y Lee (2012)
Fidelización de clientes	Sen y Bhattacharya (2001); Klein y Dawar (2004)
Mejora en la reputación	Brammer y Pavelin (2005); Minor y Morgan (2011); Hur, Kim y Woo (2014)
Mejora en atracción y retención de talento	Turban y Greening (1996); Glavas y Kelley (2014)
Mejora en las calificaciones crediticias, reduciendo primas de riesgo y costes financieros	Jiraporn et al (2014)
Reducción de riesgos	Godfrey, Merrill y Hansen, 2009
Mejora en las condiciones de financiación	Cheng, Ioannou y Serafeim (2014)
Mejora en el precio de la acción	Mackey, Mackey y Barney, 2007

Fuente: Elaboración propia

En relación a lo anterior, el informe de la citada asociación española de RSC, Forética (2011), destaca que las empresas españolas consideran en un 78% que la RSC contribuye a la reducción de costes y en un 76% a la mejora de ingresos, generando así un impacto positivo en los beneficios. Mientras que, un 57% de los encuestados considera que las estrategias sostenibles permiten una reducción de los costes de financiación, resultado de una disminución en la prima de riesgo estimada en un 60%, y una mejora en el acceso al capital, cifrado en un 53%.

Respecto a la percepción ciudadana de gestión ética y responsable de los principales sectores empresariales, el mismo informe señala que el sector financiero se resiente fuertemente. Desde un punto de vista sectorial, la industria farmacéutica, la automoción, el transporte de viajeros, el gran consumo y la energía aprueban en ética y responsabilidad de acuerdo con el consenso de

los ciudadanos en España. Sin embargo, destaca en último lugar la situación del sector financiero, lastrado por su papel protagonista en la recesión mundial y local. A la pregunta ¿Hasta qué punto cree usted que tiene una gestión ética y responsable?, es precisamente este sector el que mayor pérdida ha sufrido bajando desde prácticamente un 45% en 2008 hasta el 27% del año 2011.

En conclusión, y citando de nuevo a Porter y Kramer (2006), las empresas pioneras en ofertar productos éticos conseguirán una ventaja competitiva respecto a las demás, que les permitirá convertirse en los líderes de mercado del futuro. Por el contrario, aquellas compañías que ignoren el aspecto “verde” serán en el futuro castigadas por los consumidores, poniendo en juego incluso la propia supervivencia de la empresa.

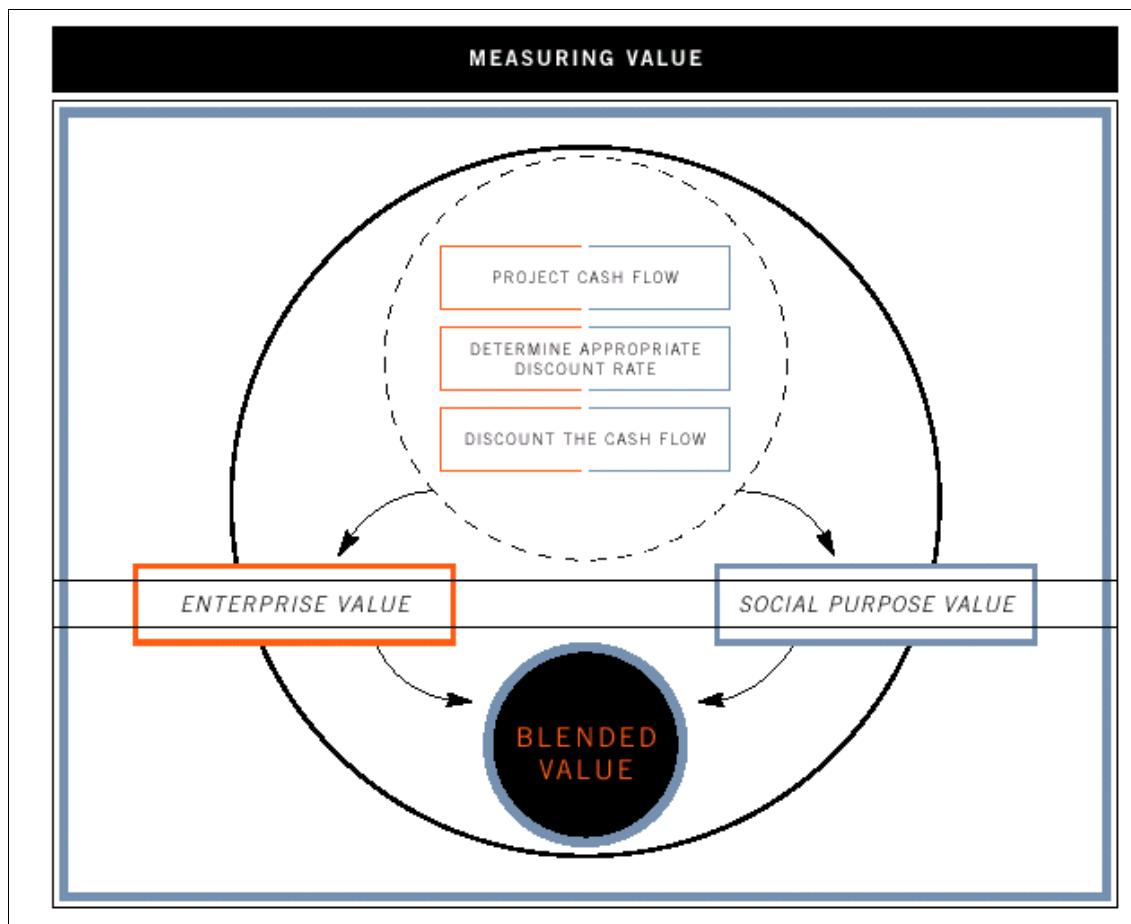
2.5 Valoración del Impacto social de las inversiones: Método SROI

Como señalábamos en páginas anteriores, el método SROI permite determinar la rentabilidad social de una inversión. Las entidades involucradas en políticas de RSC están interesadas en cuantificar el impacto social que crean, para así poder determinar la efectividad y resultado de dichas estrategias. Hasta la fecha, el impacto social de cualquier inversión se analizaba de acuerdo a criterios cualitativos, pero en los últimos años ha surgido un nuevo método que permite valorar el impacto social de las inversiones. Se trata del método SROI, *Social Return on Investment*, o Retorno Social Sobre la Inversión (Emerson, 2001)¹⁴. Este método combina el uso de herramientas de valoración financiera tradicionales (de ahí las siglas ROI, *Return on Investment*), con la actividad social desempeñada por una empresa en concreto. Esta técnica es interesante para las empresas a la hora de justificar el valor social y/o medioambiental que han generado, y también como herramienta de marketing. Los resultados de las políticas de RSC no favorecen solo a un grupo determinado de inversores, como sucede en las inversiones puramente financieras, sino a un grupo más numeroso de personas o comunidad. En este sentido, hay que distinguir entre la rentabilidad privada de una inversión y los retornos más amplios que benefician a una comunidad, también llamados externalidades. Por este motivo, el

¹⁴ El método SROI fue ideado en el año 1996 por REDF Robert Enterprise Development Fund. *New Social Entrepreneurs: The Success, Challenge and Lessons of Non profit Enterprise Creation*. The Roberts Foundation Homeless Economic Fund. San Francisco.

método SROI combina, como hemos mencionado, la rentabilidad financiera de la inversión con la rentabilidad social. La figura 2.8. muestra dicha combinación.

Figura 2.8. – Aspectos a incluir en la valoración de una empresa según el método SROI



Fuente: Gair (2002)

El SROI permite aproximarse e identificar la creación de valor socio-económico generado por un determinado proyecto. Puede calcularse comparando el valor o impacto que genera una intervención frente a la inversión requerida para conseguir dicho impacto. Es decir,

$$\text{SROI} = \frac{\text{Valor Actual Neto de los impactos}}{\text{Valor actual Neto de la Inversión}}$$

El resultado del SROI se expresa en forma de ratio, de forma que una ratio de 4:1 indica que por cada 1€ de inversión se crean 4€ de valor social, neto de costes. Por tanto, indica el impacto social que se obtiene de los recursos financieros. Así, cuanto mayor sea dicho impacto, mayor

será el valor del SROI. Como se puede observar, la metodología utilizada es puramente financiera ya que se basa en el método del valor actual neto, VAN, de los impactos y de la inversión. En ese sentido, la problemática respecto a la tasa de descuento a utilizar es común a la valoración de inversiones financieras con el método VAN. Como es sabido normalmente se acepta como tasa de descuento el coste medio ponderado de capital o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).

La principal ventaja del SROI es la cuantificación o monetización de los retornos sociales. Se trata de asignar un valor económico a dichos impactos. No deja de ser una difícil tarea ya que en la mayoría de los casos estamos valorando externalidades generadas por una actividad, y además, intangibles. Por tanto, esta valoración se hace con aproximaciones monetarias (“proxy” en inglés), en base a diferentes técnicas, como por ejemplo estimando la cantidad que un individuo estaría dispuesto a pagar para disfrutar de una inversión como la que valoramos. Otros métodos utilizados para valorar el impacto social no permiten cuantificar ni asignar un valor económico, por lo que el SROI presenta una cualidad diferencial con respecto a ellos.

Sin embargo, también presenta limitaciones, la más relevante es en cuanto a la imposibilidad de realizar comparaciones o rankings entre proyectos. La razón es que dichos proyectos se habrán valorado de acuerdo a diferentes criterios por lo que el SROI resultante no es comparable, aunque sí podría serlo entre proyectos llevados a cabo por la misma institución. Es una limitación importante, sobre todo considerando que las valoraciones financieras de manejo habitual permiten justamente la comparación entre proyectos. Es evidente que la metodología financiera se basa en Normas y Principios Contables y Financieros generalmente aceptados y/o de uso obligado, mientras que la valoración social se basa en estimaciones o *proxy* no estandarizadas.

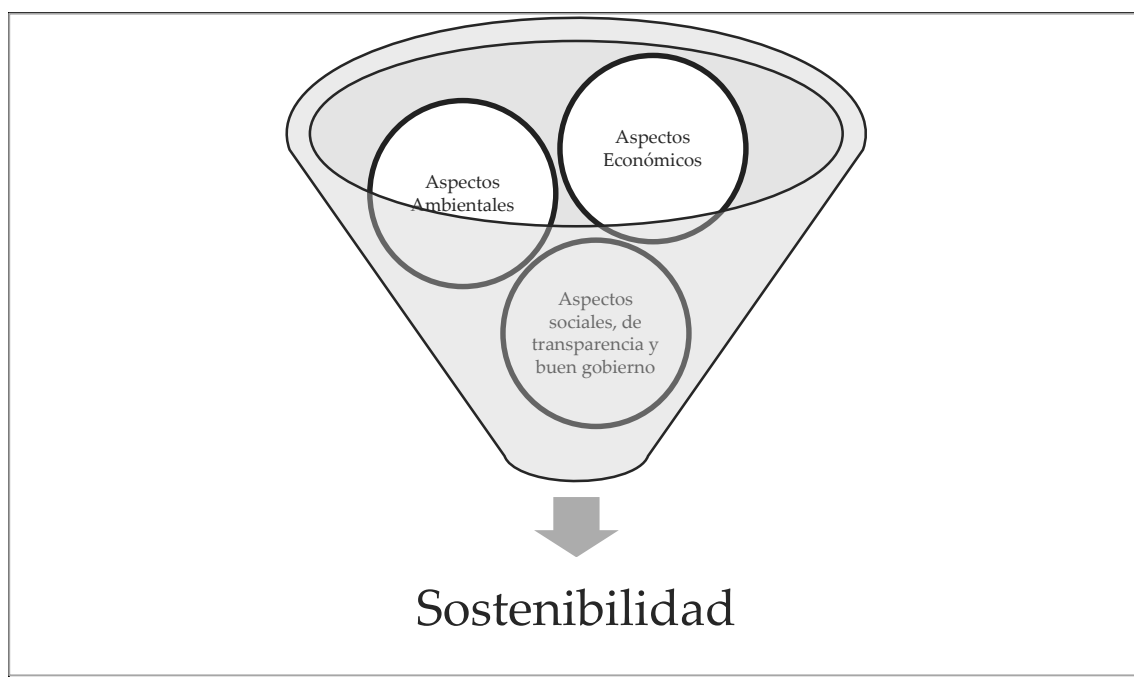
2.6 Evolución: de la RSC a la sostenibilidad

La sostenibilidad corporativa podría entenderse como una evolución natural y necesaria de la RSC, con el objetivo de vincularla más a la gestión y el *core business* de cada empresa, como apuntan Pinillos y Fernández (2011). En efecto, para el *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI), “es un enfoque de negocio que persigue crear valor a largo plazo para los accionistas mediante el aprovechamiento de oportunidades y la gestión eficaz de los riesgos inherentes al desarrollo económico, medioambiental y social”. De acuerdo a esta definición cabe resaltar las primeras

palabras, es decir, que: "...es un enfoque de negocio", y por tanto ligado a la actividad fundamental de la empresa; "...que permite crear valor a largo plazo para los accionistas", en este sentido, se han realizado diversos estudios que pretenden vincular la gestión sostenible con la rentabilidad empresarial (medida por ejemplo por la evolución en beneficios, ROE o precio de la acción). Nos ocuparemos ampliamente de este tema a la hora de abordar el modelo empírico, ya que es uno de los propósitos de esta tesis doctoral.

Como se ha explicado anteriormente, desde finales del siglo pasado se debate la teoría de la triple dimensión (económica, social, medioambiental). En efecto, la conjunción de estas tres variables ligadas al negocio principal de la empresa es lo que se entiende por sostenibilidad, tal y como ilustra la figura 2.9. Dicho de otro modo, una empresa solo será sostenible en el futuro si es capaz de compatibilizar las tres dimensiones de la cuenta de resultados.

Figura 2.9. - La gestión del producto sostenible, concepto integrador



Fuente: Elaboración propia

Debe entenderse como sostenible, según la Real Academia de la Lengua, “aquello que puede mantenerse por sí mismo, como lo hace, por ejemplo, un desarrollo económico sin ayuda exterior ni merma de los recursos económicos existentes”¹⁵.

En suma, el concepto de RSC evoluciona hacia el concepto de sostenibilidad en la medida que considera actividades más relacionadas con el negocio, es decir, crecimiento de ingresos, ahorro de costes, control de riesgos, mejora de la percepción e marca, y no otras ajenas al negocio, como la colaboración con ONG's.

¹⁵ Diccionario de la lengua española. Real Academia Española, 2014.

Capítulo Tres

La sostenibilidad aplicada a los bancos

3 CAPÍTULO TRES. La sostenibilidad aplicada a los bancos

3.1 El consumidor ético

El objeto de este capítulo es demostrar que existe una demanda insatisfecha en el área de banca ética o sostenible. Las grandes entidades de crédito no ofrecen una gama suficientemente amplia de productos simples y de bajo riesgo en este área como cuentas corrientes, préstamos e hipotecas, provocando un vacío en el mercado y, por tanto, una oportunidad de negocio.

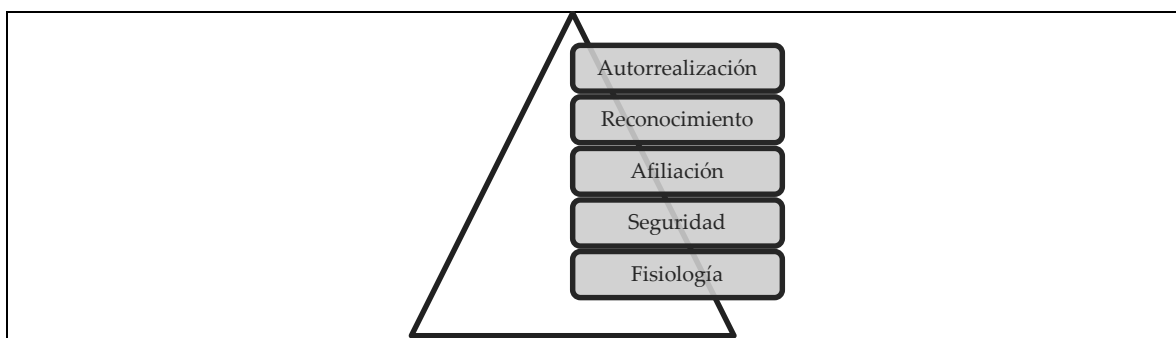
3.1.1 La relevancia de los consumidores éticos o responsables

El consumo ético se ha convertido en una forma de influenciar el comportamiento de las empresas a través de nuestras decisiones de compra, adquiriendo bienes o servicios que están producidos de forma ética o que no dañan al medio ambiente o a la sociedad. Por tanto, al adquirir un producto estamos reflejando también nuestros valores y principios sociales o medioambientales. Por eso, el consumo ético o responsable ha crecido exponencialmente en los últimos años, y es muy probable que siga en aumento¹⁶.

Esta evolución se podría explicar con la famosa pirámide o jerarquización de necesidades del psicólogo Maslow (1943). Según esta teoría, existen cinco niveles de necesidades que las personas deben ir cubriendo progresivamente. El primer nivel recoge las necesidades más básicas, fisiológicas, como son alimentación, salud y descanso. En el segundo nivel se contemplan necesidades relacionadas con la seguridad, tanto física como en el empleo y en la propiedad privada. En el siguiente nivel encontramos las necesidades de amistad y afecto. El cuarto nivel consiste en las necesidades de autoestima, ser respetado por los otros y reconocimiento del éxito. Finalmente el último nivel agrupa todas las necesidades relacionadas con la autorrealización, que incluye los conocimientos, la creatividad, la moral y demás. Solo se puede llegar a este último nivel si se han cubierto las necesidades de los niveles previos. La figura 3.1. representa la pirámide de Maslow y la jerarquización de necesidades.

¹⁶ New Economics Foundation (2007). Going Green? How financial services are failing ethical consumers. London.

Figura 3.1. - La pirámide de Maslow, jerarquía de necesidades



Fuente: Elaboración propia a partir de Maslow (1943).

A día de hoy existe un creciente grupo de consumidores y organizaciones que ha pasado por estos niveles y desea cubrir necesidades de rango más elevado. A este segmento de consumidores responsables se les conoce en la literatura como LOHAS, *Lifestyle of Health and Sustainability*, o Estilo de vida basado en la Salud y la Sostenibilidad (Carrero Bosch et al, 2010). Es decir, si hacemos una segmentación de los consumidores, este grupo representa aquellos que toman sus decisiones de compra de acuerdo a criterios sostenibles. Se estima que una tercera parte de la población de Norteamérica y Centroeuropa viven según el estilo LOHAS, naturalmente en diferentes intensidades. Además, se predice también un crecimiento a largo plazo hasta que casi la mitad de la población de estos países atenderá al estilo LOHAS. Aunque el estilo de vida de los LOHAS está basado en la sostenibilidad y ésta abarca las tres dimensiones (social, medioambiental y económica), su comportamiento de consumo se inclina, sobre todo, a lo medioambiental. Los LOHAS incluyen capas sociales muy diversas, sin una convicción política determinada y que no se niegan al consumo en general. Es un tipo de consumidor con dos orientaciones, materialista y ética, que antes se consideraban incompatibles. Es decir, piensan en sí mismos y en la comunidad a la vez, teniendo como objetivo mejorar tanto su propia calidad de vida como la igualdad en el mundo. Por tanto, al hacer sus compras buscan un beneficio individual y a la vez social.

Tabla 3.1. - Perfil del consumidor socialmente responsable (SR)

Ideología	No existen diferencias significativas en cuanto a perfil ideológico.
Sexo	No predomina ningún sexo dentro del segmento SR.
Edad	Principalmente población de más de 45 años, seguida del grupo entre 35 y 44.
Nivel socio-cultural	Perfiles de elevado nivel socio-cultural. A menor nivel socio-cultural, menor nivel de sensibilización.
Tamaño de hábitat	El ciudadano SR abunda más en los núcleos urbanos.

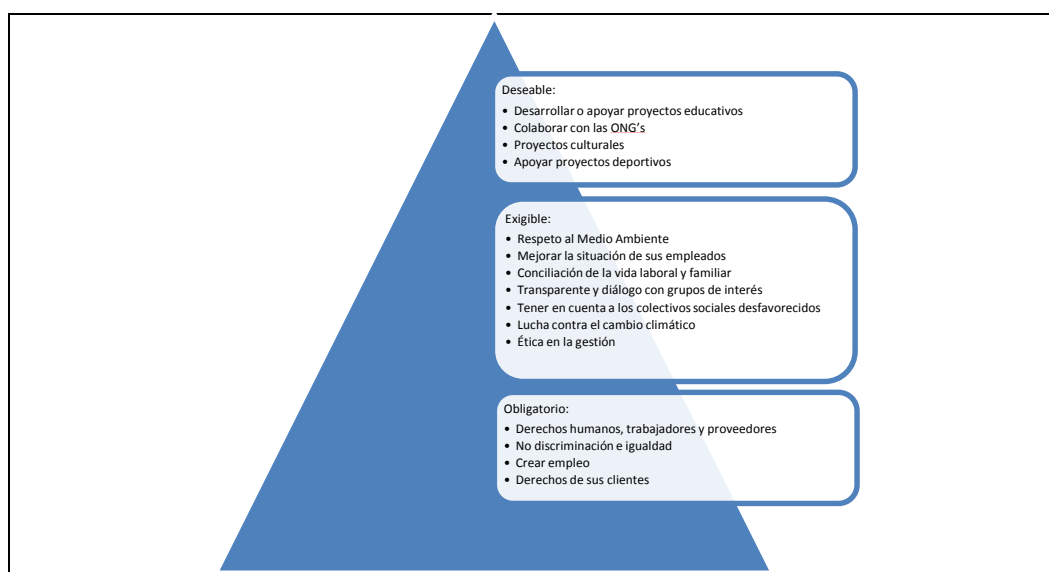
Fuente: Forética (2011). Evolución de la responsabilidad social de la empresa en España.

3.1.2 Estadísticas de consumo ético y responsable en España

El comportamiento responsable de los consumidores constituye el motor que impulsa las estrategias empresariales de RSC. Como apunta Carrero Bosch et al (2010) el consumo responsable se caracteriza por ser un consumo consciente y deliberado, de ejecución rutinaria y habitual. Además, persigue conjuntamente una mejora en los intereses personales y generales. Como objetivo último busca modificar prácticas empresariales indignas.

A pesar de que no hay muchos estudios en España que examinen las motivaciones de los ciudadanos para actuar de forma responsable en el mercado, destaca el Eurobarómetro sobre consumo ecológico (*Gallup Organisation*, 2009) y otro estudio realizado por Forética (2011). Ambos, como muestra la figura 3.2., coinciden en que los ciudadanos españoles dan más importancia a los temas sociales que a los medioambientales, y, especialmente, a todo lo relacionado con derechos laborales. Estos resultados nos permiten constatar la teoría enunciada anteriormente sobre la aplicabilidad de la pirámide de Maslow (1943) a las prioridades ciudadanas en RSC.

Figura 3.2. – Asuntos de interés para los consumidores españoles. Pirámide jerárquica de prioridades.



Fuente: Forética (2011)

Según el análisis de Forética (2011)¹⁷, existen tres niveles básicos de valoración de la empresa en materia de Responsabilidad Social. El primer nivel, denominado obligatorio, es la base de la pirámide. Cualquier ruptura en esta base tiene un fuerte impacto reputacional. En este sentido, los derechos humanos, la igualdad, la creación de empleo y el trato al cliente configuran una exigencia básica e ineludible por parte de la empresa. Un segundo nivel está compuesto por aquellas cuestiones que son exigibles, pero cuyas expectativas se encuentran en la media de valoración. Se trata de la mejora de la situación del empleado (clima laboral y factores relacionados), el respeto al medio ambiente, la conciliación de la vida personal y profesional, la atención a colectivos desfavorecidos, la transparencia, la ética en la gestión y la lucha contra el cambio climático. Por último, las acciones vinculadas a acción social se consideran deseables pero no críticas, ya que son valoradas sustancialmente por debajo de la media. Los proyectos educativos, los culturales, la cooperación con ONG y los proyectos deportivos, son elementos de valor pero están en un plano de excelencia o mejores prácticas.

Por otra parte, la motivación para actuar está determinada por la percepción de eficacia que tenga el consumidor. Si este percibe que su acción es capaz de traer cambios al sistema, será más probable que compre de manera responsable. En España, los estudios citados anteriormente

¹⁷ Forética (2011). Evolución de la responsabilidad social de la empresa en España.

han corroborado este resultado, indicando que los consumidores responsables son, en mayor medida, miembros de una ONG y tienen estudios superiores.

El citado Eurobarómetro (*Gallup Organisation, 2009*) encontró que la eficacia percibida del consumo para resolver problemas medioambientales era baja en España, ya que únicamente el 19% de los encuestados creía que era una medida eficaz. Esta baja eficacia percibida, unida al impacto de los factores éticos en la decisión de compra, explicaría el escaso desarrollo del consumo responsable en España, en comparación con otros países europeos.

Por otra parte, los consumidores solo se comportarán de forma responsable si tienen información sobre el desempeño social y medioambiental de las marcas disponibles en distintas categorías de producto. Sin embargo, consumidores en diferentes países mencionan la falta de información como el principal escollo a la hora de elegir de forma responsable. Esto incluye también a la industria de servicios financieros. En España, según el citado Eurobarómetro, sólo un 15% de los encuestados afirma ser consciente del impacto ambiental de los productos que consume. Otros estudios han puesto de manifiesto el limitado conocimiento del consumidor español sobre el desempeño social y ambiental de las empresas, así como su limitada disposición a buscar esta información.

Finalmente, los consumidores se enfrentan a otro importante obstáculo: cuando se encuentra una alternativa de consumo responsable, ésta frecuentemente implica incurrir en costes más altos. Según la encuesta TNS (2008), aproximadamente 7 de cada 10 consumidores están dispuestos a pagar esta prima por productos más sostenibles medioambientalmente. Sin embargo, no hay que ser excesivamente optimista, ya que hay que tener en cuenta el sesgo moral de este tipo de estudios: los consumidores dicen estar dispuestos a pagar una prima mayor que la que en realidad pagarían en el momento de la compra. En la misma línea, el citado informe Forética (2011) mide la percepción de las empresas hacia el consumo responsable. La mayoría de ellas estima que los consumidores pagarían una prima por productos responsables de entre un 10 y un 15%, según muestra la tabla 3.2.

Tabla 3.2. - Prima a pagar por producto responsable estimada por las empresas

PAGO DE PRIMA	Según el empleo que generan las empresas	Según el número de empresas
Hasta 4 %	9,9 %	12,0 %
De 5 % a 9 %	26,0 %	22,0 %
De 10 % a 15 %	45,8 %	34,1 %
Más del 15 %	18,3 %	31,9 %

Fuente: Forética (2011)

Como medida de la sensibilidad que esta cuestión comienza a suscitar entre los consumidores españoles, el Estudio del CIS 2632 sobre Ciudadanía y Participación, refleja que en el año 2006 el 73,2% de los españoles afirmaba conocer lo que es el comercio justo. De hecho, el 26% había adquirido alguna vez este tipo de productos. Entre las personas que habían comprado productos por razones éticas, sociales o medioambientales, las razones de mayor peso para adquirirlos (64,6% de los casos) obedecían al respeto al medio ambiente.¹⁸

En cuanto al consumo responsable¹⁹, la información suministrada por el CIS ha mejorado en los últimos años. Antes de 2007 solo contábamos con datos relativos a la compra de productos ecológicos, siendo una compra esporádica y sin ánimo de continuidad. A partir del 2007, el estudio del CIS presenta otro tipo de actuaciones relativas a consumo responsable en España, como se observa en la tabla 3.3. Así, el 16,3% adquiere habitualmente productos con envases que luego puede reutilizar, mientras que la compra habitual de electrodomésticos de bajo consumo es de más del 33%, entre otros.

Tabla 3.3. - Hábitos de compra responsable en España (2007) (%)

Compra responsable	Habitualmente	Algunas veces	Nunca	NS/NC
Adquiere productos con envases que luego puede reutilizar	16,3	38,2	40,4	5
Compra electrodomésticos de bajo consumo	33,6	24,9	29,6	6,3
Compra prendas con materiales reciclables	3,1	14,9	68,5	13,7
Lleva su propia bolsa de la compra	26,7	25,1	46	2,1
(N)	2462	2462	2462	2462

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del CIS (estudios 2209, 2590, 2635 y 2742)

Pregunta: ¿Podría decirme si Ud., habitualmente, algunas veces o nunca...?

¹⁸ Consejo Económico y Social, CES, (2008). Los nuevos modelos de consumo en España. Número 2/2008.

¹⁹ Centro de Investigaciones Sociológicas, CIS, (2010). Ciudadanía y conciencia medioambiental en España. Opiniones y Actitudes, 67, 70-78.

Sin embargo, lo relevante es identificar el margen de diferencia entre la disposición al consumo responsable y la práctica real del mismo. Como apuntan Carrigan y Attalla (2001) y Chatzidakis et al (2007), existe un *attitude-behaviour gap*, o diferencia entre la actitud de los consumidores hacia el consumo responsable y su comportamiento final. Datos procedentes del Eurobarómetro (2008) nos informan con precisión acerca de la amplitud de este segmento de diferenciación. En todos los países existe una importante brecha entre la disposición al consumo responsable y la materialización del mismo. La media europea es de 58 puntos, mientras que en España el desajuste es de 53 puntos, como muestra la tabla 3.4. Sin embargo, la compra efectuada, en porcentaje, es de las más bajas de la UE. Por tanto, de la brecha entre conciencia y práctica ambiental podría concluirse que la conciencia medioambiental de los españoles es, todavía, débil. Ha ido aumentando paulatinamente, en paralelo con el proceso de modernización de nuestra sociedad, pero es cierto que todavía esa conciencia tiende a expresarse en forma de valores y opiniones responsables en la teoría, antes que actitudes sostenibles en la práctica. Es decir, el ciudadano expresa ciertos valores pero, en gran medida, no los realiza en la práctica.

Tabla 3.4. – Disposición al consumo ecológico, compra efectuada y diferencia (%)

	Dispuesto a comprar	Compra efectuada	Diferencia
Dinamarca	86	41	45
Suecia	88	42	46
Austria	81	33	48
España	64	11	53
Irlanda	70	16	54
Reino Unido	79	23	56
Países Bajos	76	18	58
Francia	77	19	58
Alemania	76	18	58
Italia	72	11	61
Portugal	75	7	68
Grecia	88	13	75

Fuente: Special Eurobarometer 295 (2008). *Attitudes of European Citizens Towards The Environment*, y elaboración propia.

Valencia et al (2010) distinguen entre tres tipos de disposiciones ciudadanas hacia el medio ambiente: la adhesión moral, la cooperación voluntaria y la participación activa. La adhesión

moral expresa un grado variable de conciencia ambiental, la cooperación voluntaria supone la adopción de conductas sostenibles en la vida privada que van más allá de lo que la ley exige, mientras que la participación activa implica el desarrollo de un compromiso con la causa medioambiental. Sucede, como prueban los datos de las encuestas, que los ciudadanos españoles se caracterizan por una notable adhesión moral, que no encuentra correspondencia en cooperación su voluntaria ni en su participación política y cívica. El desafío de la sostenibilidad es el desafío de la modernización, y, al igual que ha ocurrido en otros ámbitos en los que España iba claramente a la zaga de otros países europeos, la sociedad española se irá modernizando para adoptar aquellas prácticas que a día de hoy ya están completamente asumidas en países de nuestro entorno. Por eso, tendrán la ventaja de primer entrante aquellas empresas que sean las primeras en ofrecer productos y servicios a este incipiente, pero creciente número de ciudadanos, que irán reflejando en sus hábitos de consumo los valores de la sostenibilidad. En efecto, como apuntan Porter y Kramer (2006), la adopción de políticas relacionadas con RSC es una fuente de ventajas competitivas para la empresa.

3.1.3 Los inversores y ahorradores éticos

Los consumidores éticos descritos anteriormente son clientes potenciales de la industria financiera sostenible. La razón es sencilla, aquellos individuos que eligen productos considerando sus características sociales o medioambientales también serán coherentes con dichos valores a la hora de determinar las actividades que son financiadas con su dinero. Por lo tanto, hay un enorme potencial de crecimiento en el número de inversores éticos.

Las decisiones financieras de los consumidores reflejan, cada vez más, sus principios morales. En efecto, el cliente bancario busca depositar e invertir su dinero en productos financieros que sean consistentes con sus valores sociales y medioambientales. Por tanto, las finanzas éticas o sostenibles constituyen una parte de un movimiento más amplio, el del consumo ético. Los consumidores reflejan sus valores en sus decisiones de compra cada vez más las consideraciones de tipo social y medioambiental, como reflejan las encuestas descritas en apartados anteriores. Todo lo anterior tiene profundas implicaciones para la industria de servicios financieros, la cual necesita conocer en mayor medida las expectativas de este tipo de clientes respecto a los productos bancarios.

Sin embargo, los productos financieros son mucho más complejos y el proceso de toma de decisiones respecto a los mismos es más complicado que las decisiones de compra de otros bienes y servicios, ya que pueden ser difícilmente comparables y generar confusión. Por este motivo el consumo de productos financieros sostenibles es más difícil y está menos desarrollado que el consumo de bienes y servicios éticos. Para entender el impacto de los productos financieros sostenibles sobre el medio ambiente y la sociedad es necesario poseer un nivel de cultura financiera medio-alto. Además, las decisiones financieras se suelen tomar en determinados momentos de la vida de una persona (no continuamente, en el día a día, como ocurre con los bienes éticos). Por eso, si al cliente no se le ofrece un producto financiero ético en el momento de tomar la decisión, tendrá que tener fuertes incentivos para cambiar a otro producto de componente ético en el futuro. En general, los consumidores no son conscientes de la gama de servicios ofertada por la banca sostenible. Es decir, que aunque los consumidores éticos desearían manejar sus ahorros de forma ética, la industria financiera no es capaz de atraer a dichos potenciales clientes, generalmente por falta de productos bancarios sostenibles que sean sencillos y accesibles para el público en general. Por supuesto, estos inversores éticos tienen los mismos objetivos que el inversor tradicional en términos de maximizar su rentabilidad económica y reducir riesgos, pero adicionalmente consideran la rentabilidad social o medioambiental de sus inversiones. Se trata de clientes con alto nivel académico, cultura financiera, y en general, alto nivel de ingresos, aunque es cierto que encontramos consumidores éticos en todas las clases sociales y niveles económicos.

Además, este tipo de clientes son más leales a un determinado producto financiero una vez que lo han suscrito, incluso si la rentabilidad no es la esperada. Adicionalmente, en muchos casos estarán dispuestos a pagar una prima por este tipo de productos.

El número de inversores éticos es creciente. Se trata, por tanto, de clientes muy interesantes para las entidades financieras. En respuesta a la preocupación de la población por los problemas sociales y medioambientales, cada vez más personas examinan las actividades que son financiadas con su dinero. Estos clientes utilizan sus inversiones financieras para influenciar un comportamiento corporativo responsable y evitar que se destinen a empresas que se consideran no éticas o en conflicto con sus creencias y valores personales. Es decir, los clientes bancarios buscan productos financieros con componente ético. En el capítulo cuatro se detallan productos financieros concretos que ofrece la banca sostenible al objeto de satisfacer dicha demanda.

3.2 El camino hacia la banca sostenible

Es en el ámbito de las finanzas donde la estrategia de RSC está siendo más notable, con la creación y desarrollo de fondos de inversión socialmente responsable, el auge de las inversiones de impacto, la banca ética y sostenible, los microcréditos, el lanzamiento de determinados índices bursátiles sostenibles y la creación de premios ad-hoc como reconocimiento a las iniciativas de sostenibilidad financiera. Veamos detalladamente cada uno de estos conceptos y su evolución.

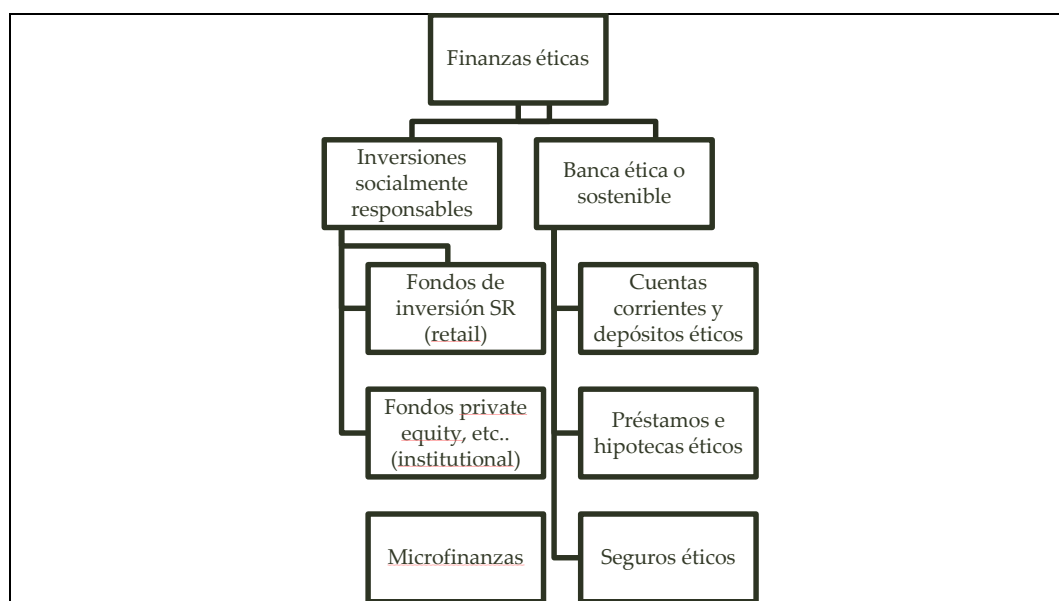
3.2.1 Finanzas éticas o sostenibles

En primer lugar, hay que destacar la controversia misma respecto a la denominación de finanzas “éticas”, ya que entonces los bancos que no operan en este segmento serían considerados “no éticos”, lo cual tampoco es cierto. Por eso en muchos casos recibe el nombre de banca sostenible, que será la denominación que emplearemos en esta tesis doctoral. En este ámbito distinguimos dos grandes áreas de actividad, que se representan en detalle en la figura 3.2.:

-Banca ética o sostenible, que ofrece cuentas corrientes éticas, préstamos y seguros, entre otros.

-Inversión socialmente responsable (ISR), es decir, fondos de inversión destinados a invertir únicamente en empresas cuyo comportamiento sea considerado ético. Esta área se ha desarrollado en profundidad en los últimos años y se estudia en detalle en los siguientes capítulos.

Figura 3.2. – Actividades que incluye el concepto de finanzas éticas



Fuente: New Economics Foundation, NEF, (2007). *Going green. How financial services are failing ethical consumers*, y elaboración propia.

Respecto a la banca ética, ésta comenzó en las décadas de 1970 y 1980, con el convencimiento de que el sistema financiero se puede utilizar para conseguir importantes mejoras sociales. En un banco ético la oferta de servicios no está condicionada exclusivamente por la búsqueda del beneficio económico, sino que adicionalmente, persigue un impacto social y medioambiental positivo. Así pues, un banco ético debe funcionar basándose en criterios éticos, ser viable y obtener beneficios. Ofrece por tanto productos bancarios que combinan la rentabilidad financiera con los aspectos éticos. En este sentido, el concepto de banca ética o sostenible incluye dos tipos de responsabilidad, la interna y la externa. Respecto a la sostenibilidad interna de las operaciones de la entidad, debe asegurar una gestión transparente y responsable de acuerdo a los intereses de todas las partes interesadas (empleados y clientes entre otros) y no solo de los accionistas. En cuanto a la responsabilidad externa, ésta aplica especialmente al sector financiero en tanto en cuanto es un agente cuya misión es redistribuir o canalizar el ahorro hacia la inversión. Por tanto, defendemos firmemente que la consideración de los aspectos sociales y medioambientales de incluirse también en sus decisiones de asignación de los recursos financieros, apoyándose, por ejemplo, en los *Equator Principles* descritos anteriormente.

En el área de la inversión socialmente responsable, los avances se han producido fundamentalmente en los fondos de inversión socialmente responsables, también llamados

sostenibles, éticos o verdes. Estos fondos invierten en compañías cotizadas seleccionadas de la siguiente forma: criterio negativo, se excluyen aquellas que están involucradas en actividades consideradas no éticas (tabaco, alcohol, pornografía, etc...), y también aquellas empresas que operan con prácticas no éticas, infringiendo los derechos humanos, laborales, etc...; o bien, criterio positivo, se invierte en aquellas que produzcan impactos positivos en determinadas áreas. Por ejemplo, empresas que desarrollan nuevas tecnologías de energía renovable. En el capítulo cuatro se estudiará en profundidad el funcionamiento y evolución de los fondos socialmente responsables.

3.2.2 Evolución de las estrategias sostenibles aplicadas a la banca

De acuerdo a las tendencias de consumo que favorecen aspectos sociales y medioambientales, y teniendo en cuenta al concepto de triple cuenta de resultado de Elkington (1997) expuesto anteriormente, las empresas con ánimo de lucro, (es decir, no tratamos aquí de ONGs), consideran cada vez en mayor medida una cuenta de resultados determinada por tres criterios:

- Económico- sigue siendo el más relevante puesto que lo primero es defender los intereses de los accionistas y maximizar el precio de las acciones,
- Social- relacionado con la mejora en equidad al repartir el producto, y,
- Medioambiental- para asegurar el uso óptimo y consciente de los recursos naturales, que son limitados y por tanto, escasos.

Centrándonos en el sector financiero, es evidente que los bancos juegan un papel fundamental en la asignación de los recursos, cómo se ha señalado en capítulos anteriores de esta tesis. Además, resulta que la mayoría de las grandes empresas en el mundo y los gobiernos dependen en mayor o menor medida de la financiación bancaria, por lo que las entidades financieras influyen en todos los sectores de la economía. En efecto, las entidades marcan quien accede al crédito y qué actividades se financian, lo que conlleva una gran responsabilidad social, que debe traducirse en la responsabilidad de incorporar criterios no financieros en la evaluación de las operaciones. Desgraciadamente, muchas veces la financiación que conceden se usa para actividades que son nocivas para el medio ambiente, o que no respetan los derechos humanos o el equilibrio social. En este sentido, los bancos pueden evitar muchos de esos desequilibrios. Adicionalmente, cada vez más entidades entienden que el ignorar los aspectos relacionados con

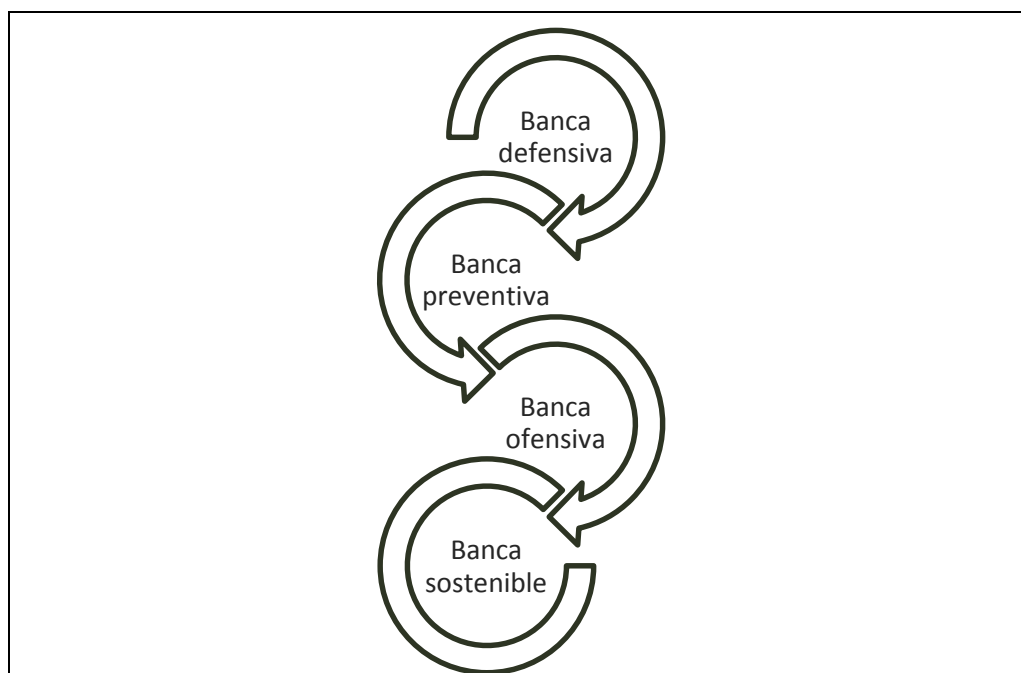
el medio ambiente o la justicia social podría incrementar considerablemente sus riesgos de crédito y riesgo reputacional, como se ha valorado en capítulos anteriores de esta tesis doctoral.

Es cierto que los bancos en sí mismos son un sector sin impacto medioambiental, que podría considerarse “limpio” debido a que, al contrario de lo que sucede en otros sectores, los productos bancarios no contaminan. Es el uso de dichos productos lo que sí puede generar daños medioambientales. Por eso, es muy difícil estimar el impacto medioambiental de la actividad bancaria. En este sentido, se pueden tomar dos posturas extremas, la primera consistiría en considerar que las externalidades generadas por las empresas financiadas son responsabilidad del banco, y la segunda sería justamente la contraria, delimitando la responsabilidad a la empresa y no al banco financiador ya que el producto bancario en sí no es contaminante. Evidentemente, ambas posturas son extremas, y a día de hoy sigue siendo muy difícil de cuantificar la responsabilidad medioambiental de las entidades de crédito, pero es un tema que genera riesgo reputacional, ya que cada vez la sociedad es más intolerante con las compañías que causan daños al medio ambiente y con los bancos que las financian.

Todo lo anterior ya lo puso de manifiesto el estudio de la ONU *'Global Survey on the Environmental Policies and Practices of the Financial Services Sector'* (1995) revelando que: i) El 70% de noventa bancos de cuatro continentes considera que los aspectos relacionados con el medio ambiente tienen un impacto considerable en su negocio, y, ii) El número de bancos relacionados regularmente con préstamos e inversiones al medio ambiente se triplicaría en los próximos quince años.

Dada la importancia creciente que la gestión sostenible representa para los bancos, se pueden distinguir diferentes fases o caminos que llevan a un banco a considerarse sostenible. Cada una de ellas incluye la anterior, y se aplican generalmente a la totalidad del negocio bancario que desarrolla la entidad, es decir, si un banco es sostenible lo es porque aplica dichos criterios en todas sus áreas de actuación.

Figura 3.3. - Tipos de bancos según su modelo de sostenibilidad.



Fuente: Jeucken, M. (2001) y elaboración propia.

Según la figura 3.3. se distingue una primera fase llamada banca defensiva. En estos casos, el banco se limita al cumplimiento de las leyes respecto al cuidado del medio ambiente y el desarrollo sostenible. Se trata de una postura defensiva ya que las entidades no consideran las ventajas derivadas de la sostenibilidad, por lo que el cumplimiento de la normativa en esta dirección resulta una carga para el banco. Es de estimar que en los países desarrollados no hay ninguna entidad que se encuentre todavía en esta fase. La siguiente fase, banca preventiva, se diferencia de la anterior en la identificación de las oportunidades potenciales de reducir costes al aplicar políticas responsables. Estos ahorros de costes inicialmente tienen carácter interno (por ejemplo, políticas de reciclado de papel o de ahorro de energía). También pueden tener algún carácter externo o relacionado con los productos bancarios que distribuyen, pero solo en el sentido de limitar riesgos y posibles pérdidas derivadas del riesgo medioambiental. En realidad, esta fase es en parte pasiva, ya que el banco no desea ir más allá de lo marcado por la ley. En la tercera fase, banca ofensiva, las entidades dan un paso más, identificando oportunidades de mercado o nuevos productos, como la financiación de proyectos de energía sostenible o el lanzamiento de fondos de inversión socialmente responsables. En estos casos el banco lleva a cabo estas actividades por la rentabilidad esperada que ofrecen, no por el hecho de que sean sostenibles *per se*. Es decir, casualmente estas operaciones pueden ser sostenibles,

pero se llevan a cabo por su rentabilidad financiera y no por el hecho de que además tengan una rentabilidad medioambiental o social. Finalmente cuando un banco se denomina sostenible se debe a que condiciona todas sus actividades al hecho de que sean sostenibles, es decir, se determina conscientemente dicha política, que rige todo su *modus operandi*, tanto interna como externamente. En este caso, además, el banco considera otros riesgos distintos a los tradicionales y de crédito, fundamentalmente riesgo reputacional, a la hora de definir su política de operaciones activas. Es cierto que la estrategia tradicional de las entidades de crédito respecto a la sostenibilidad ha sido hasta ahora reactiva y defensiva, sin embargo, poco a poco, cada vez más entidades de crédito supranacionales adoptan estrategias innovadoras y proactivas para aprovechar las oportunidades derivadas de la sostenibilidad. Como hemos señalado, existen muchos ejemplos en el caso de las sociedades gestoras, que desarrollan nuevos productos como fondos éticos o algunos bancos que otorgan créditos especialmente diseñados para negocios relacionados con la sostenibilidad, abriendo así un nuevo nicho de mercado. En cualquier caso, es importante no confundir la banca sostenible con las estrategias comerciales que a menudo lanza la banca tradicional para aprovechar la sensibilidad de sus clientes, mediante la creación de tarjetas, libretas o fondos solidarios, de los cuales se destina una parte de las comisiones a financiar una ONG, sin que en ningún momento se cuestione el uso que se hace del dinero captado gracias a esos productos o en qué tipo de empresas invierte ese fondo. Tampoco hay que confundir la banca ética con microcréditos. En este caso se conceden pequeños préstamos a tipo de interés de mercado a personas que sin recursos, excluidas de la financiación tradicional. El precursor del sistema de microcréditos es Muhammad Yunus, fundador *Grameen Bank* en 1976.

3.3 Intermediación y sostenibilidad

De acuerdo a lo expuesto anteriormente, creemos que la labor de intermediación de las entidades de crédito y la sostenibilidad tienen puntos en común, y según evoluciona la sociedad se hace imperativo para un banco el tener en cuenta el factor sostenible a la hora de definir su estrategia de negocio. Es más, el concepto de sostenibilidad es especialmente relevante en las entidades financieras, debido a la bancarización prácticamente total de la población, y por tanto,

al elevado número de clientes con los que opera²⁰. En su actividad diaria, las entidades financieras no solo distribuyen los recursos de unos agentes a otros, sino que al canalizar esos fondos incurren en riesgos financieros y no financieros (éticos, sociales, medioambientales), tomando decisiones sobre el destino más o menos sostenible del dinero. Dichos riesgos no financieros pueden convertirse en riesgos económicos, ya que pueden afectar a la reputación de la entidad y comprometer su obtención de fondos. Además es relevante por la elevada contribución del sector financiero a la producción de un país y por su influencia en el desarrollo económico de la economía. En efecto, diversos autores resaltan la correlación existente entre el grado de desarrollo del sector financiero y el crecimiento económico, como Bencivenga y Smith (1991), Levine (1998), y Jeanneney y Kpodar (2011) entre otros. Recientemente, debido a la fuerte crisis económica que han atravesado las economías desarrolladas a partir del año 2008, la imagen del sector financiero se ha visto fuertemente perjudicada pues se identifica como uno de los culpables de dicha situación. En este sentido, la gestión sostenible puede mejorar la imagen, reputación y percepción del sector, puesto que ya se ha puesto de manifiesto previamente que existe un vínculo entre RSC y reputación (Brammer y Pavelin, 2005; Minor y Morgan, 2011; Hur, Kim y Woo, 2014).

Finalmente, es necesario tener en cuenta que debido a la globalización, desregulación, innovación financiera y nuevas tecnologías, cada vez se hace más difícil para los consumidores percibir diferencias entre las entidades financieras, siendo la gestión sostenible un posible elemento diferenciador. Según Bouma y Jeucken (2001), la sostenibilidad financiera hace referencia al destino de capital financiero y productos de gestión de riesgo hacia proyectos que promuevan, o no dañen, la prosperidad económica, y la protección social y al medio ambiente. Los mismos autores definen banca sostenible como la decisión de los bancos de proporcionar productos y servicios solo a los clientes que toman en consideración el impacto social y medioambiental de sus actividades. Es necesario también distinguir entre banca sostenible y banca verde, también llamada *Green banking* o *Eco-banking*. En el primer caso se trata de la capacidad de crear valor para sus clientes, integrando los aspectos ambientales, sociales y financiero, frente a la banca verde que solo tiene en cuenta los primeros, siempre respetando en ambos casos la máxima de cumplir los objetivos financieros.

Por otra parte, desde una perspectiva más amplia, podemos considerar sostenibilidad como una forma de asegurar el éxito empresarial a largo plazo contribuyendo a la vez al desarrollo

²⁰ La bancarización o acceso a productos financieros es de un 98% entre la población adulta de los países desarrollados, de acuerdo a los últimos datos del Banco Mundial analizados por Demirgüç-Kunt (2015).

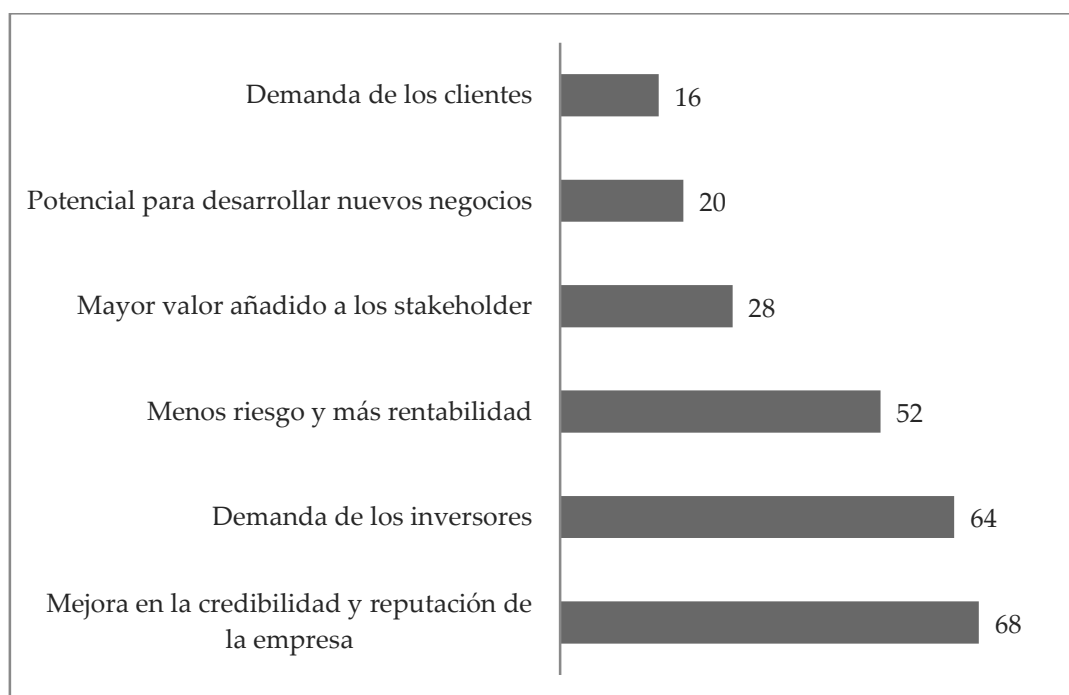
económico y social. De esta forma, según IFC (2005), la sostenibilidad aplicada a las entidades financieras abarca cuatro grandes áreas que deben considerar en sus procesos de toma de decisiones: i) La sostenibilidad financiera de la entidad; ii) La sostenibilidad económica de los proyectos que financia; iii) La sostenibilidad medioambiental, protegiendo los recursos naturales y analizando el riesgo de los activos en los que invierte la entidad; y, iv) La sostenibilidad social promoviendo una mejora de las condiciones de vida y reducción de la pobreza. Es en este segmento donde las entidades deben identificar oportunidades para el desarrollo de productos innovadores sostenibles, con un alto impacto positivo, social o medioambiental. De esta forma, las entidades financieras pueden diferenciarse de la competencia, mejorar su reputación entre accionistas y *stakeholders* o grupos de interés y atraer capital (IFC, 2007).

En cualquier caso, la idea de hacer banca sostenible no es nueva. Sus orígenes se sitúan en Estados Unidos en el siglo XIX. En este momento, algunas comunidades religiosas se opusieron a invertir sus recursos en proyectos contrarios a su ideología. Más adelante, movimientos sociales como las protestas por la guerra de Vietnam o el régimen de apartheid de Sudáfrica, hicieron que una serie de colectivos religiosos, fundaciones y ONGs, exigieran la aplicación de principios éticos a la hora de gestionar los recursos financieros. A día de hoy, son muchos los motivos por los que las entidades de crédito deben considerar la sostenibilidad como un *must* y no como una simple estrategia defensiva. En efecto, por la naturaleza del negocio bancario que canaliza el ahorro a la inversión, y por tanto transforma los activos, los bancos están expuestos a un amplio rango de aspectos sociales y medioambientales. Es decir, la evolución del negocio bancario se ve afectada por consideraciones de carácter medioambiental o social en mucha mayor medida que el resto de los sectores de la economía. En este sentido, se observa una tendencia en el sector financiero que parte de una posición defensiva en los últimos años hacia una estrategia proactiva, evidenciado, por ejemplo, por el creciente número de bancos que publican Memorias o Informes de Sostenibilidad. Es decir, de la banca defensiva a la banca sostenible, que permite aprovechar las oportunidades de crecimiento derivadas de la sostenibilidad como criterio fundamental en la gestión de las entidades de crédito. Las razones que explican este movimiento se detallan en la figura 3.4., que recoge los resultados de la

encuesta que IFC llevó a cabo en 2005²¹ entre instituciones financieras. Los resultados de la misma son los siguientes:

- Un 68% de los encuestados identificó la necesidad de mejor imagen de marca y reputación como razón principal al considerar aspectos relacionados con la sostenibilidad.
- Un 64% consideró que el motivo principal para adoptar estrategias sostenibles es el apetito de los inversores hacia este tipo de negocios.
- Otros aspectos que también se consideraron críticos para reforzar o implementar la sostenibilidad en el negocio bancario fueron la percepción de crear un mayor valor para los accionistas (28%), reducir el riesgo mejorando los retornos (52%) y la demanda de los clientes (16%).

Figura 3.4. - Razones principales por las que los bancos optan por la sostenibilidad (% de encuestados).



Fuente: IFC (2005). Sustainability survey of financial institutions

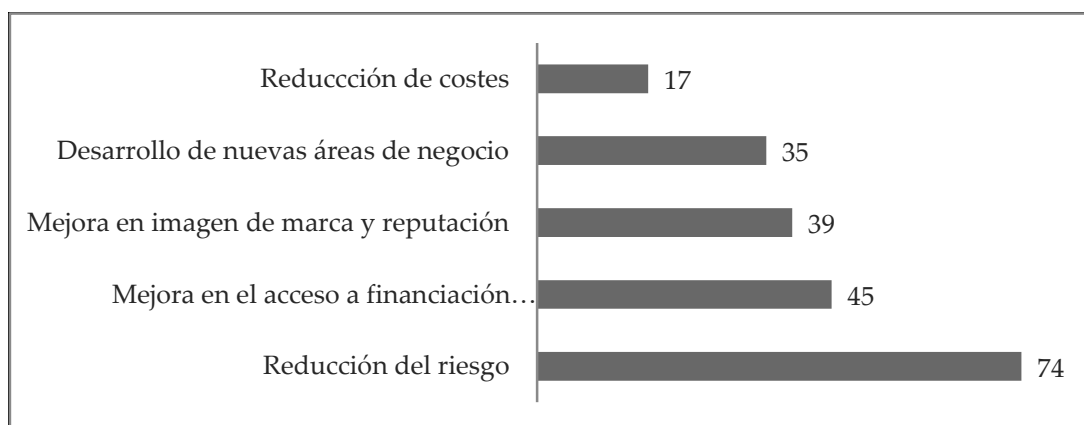
²¹ IFC (2005). Sustainability survey of financial institutions

Los resultados obtenidos por las entidades que han adoptado la sostenibilidad como criterio en la gestión bancaria fueron puestos de manifiesto por el mismo estudio. En ese momento, un 86% de los bancos comerciales encuestados experimentó resultados positivos como resultado de integrar prácticas sostenibles en la gestión de su negocio. Un 19% calificó dicho impacto como significativo. Ninguno de los participantes sufrió un impacto negativo como consecuencia de la aplicación de estas prácticas. En concreto, los participantes detallaron los siguientes beneficios que experimentaron al incluir la sostenibilidad como un criterio más en la gestión del negocio bancario, que se recogen en la figura 3.5.:

- Un 74% declaró una reducción en su nivel de riesgo como resultado de considerar factores relacionados con el impacto social y medioambiental de sus decisiones y/o compañías financiadas.
- El acceso a la financiación internacional mejoró según un 45% de los encuestados.
- Un 39% reconoció haber mejorado su imagen de marca y reputación
- 35% desarrolló nuevas líneas de negocio al incluir la sostenibilidad entre sus políticas de actuación.
- Un 17% de los encuestados se benefició de menores costes a raíz de implementar políticas sostenibles.

Es importante hacer notar que los referidos beneficios de las políticas sostenibles están en línea con los estudios empíricos citados en el apartado 2.4. de esta tesis doctoral.

Figura 3.5. - Beneficios derivados de la sostenibilidad en la gestión bancaria (% de encuestados)



Fuente: IFC (2005). Sustainability survey of financial institutions

En conclusión, hay cada vez más evidencia de las ventajas, cuantificables, que aporta la sostenibilidad a la intermediación. Ejemplos de las mismas son, como se ha visto:

- Mejores y mayores retornos a largo plazo, al financiar proyectos y negocios más sostenibles.
- Reducción del riesgo.
- Desarrollo de nuevas áreas de negocio a través de nuevos productos y servicios.
- Incremento de cuota de mercado en sectores relacionados con la sostenibilidad.
- Mejora en la reputación e imagen de marca.
- Mejor acceso a financiación de organizaciones financieras internacionales.
- Mayor valor añadido para los accionistas, por la demanda de las acciones por parte de los fondos socialmente responsables.

3.3.1 Contribución a la sostenibilidad desde el sector financiero: Inclusión financiera y educación financiera.

Los beneficios de las estrategias de RSC para la banca son numerosos como se ha puesto de manifiesto en el apartado anterior. Las estrategias concretas de RSC que emplean las diferentes entidades varían entre sí y, más interesante, varían dentro de la misma entidad. Es decir, un determinado banco fomentará diferentes acciones de RSC en los distintos países en los que está presente. Es importante recordar que la RSC tiene efectos positivos en términos de reconocimiento de marca y predisposición de los consumidores, y por tanto, las entidades deben adaptar dichas políticas de RSC a las necesidades locales, ya que los intereses y prioridades de los clientes varían según la localización geográfica. En este sentido, el “Libro Verde sobre la Responsabilidad Social Corporativa del sector financiero” (2008) identifica aspectos relevantes y diferenciales en la contribución del sector financiero a la sostenibilidad, como son, entre otros, la lucha contra el blanqueo de capitales, la transparencia en el gobierno de las entidades financieras, los impactos derivados de la financiación de grandes proyectos, la inclusión financiera y la educación financiera.²²

En el caso de los bancos con presencia en países en desarrollo es especialmente relevante adaptar las estrategias de RSC a la situación local, donde suele predominar la pobreza, la

²² Responsables Consulting (2008). Libro verde sobre la Responsabilidad Social Corporativa en el sector financiero: una aproximación a la sostenibilidad desde las entidades financieras. Confederación Española de Cajas de Ahorros.

corrupción y la desigualdad. En este contexto, las acciones de RSC son fundamentales a la hora de forjar la reputación de una entidad. Para ello, instituciones internacionales como el Banco Mundial y el FMI procuran fomentar la adopción de los *Equator Principles* por parte de las empresas financieras. En este sentido, Dorasamy (2013) afirma que las estrategias de banca sostenible promueven el éxito de la organización y el desarrollo sostenible de la economía, generando por tanto resultados positivos desde el punto de vista microeconómico y macroeconómico.

Por tanto, las entidades con presencia internacional adaptarán localmente sus estrategias de RSC. En los países desarrollados, el foco consiste en determinar el efecto de las actividades crediticias sobre el medio ambiente, tratando de dirigir la financiación hacia empresas relacionadas con actividades no contaminantes. Además, se incluyen otros aspectos extra financieros a la hora de determinar la asignación de los recursos financieros y en el análisis de riesgos operacionales. Por otra parte, existe un creciente interés relacionado con los fondos de inversión Socialmente Responsables, que se tratarán más adelante en esta tesis doctoral. La gestión y comercialización de estos fondos, principalmente en países desarrollados, es una muestra más del compromiso de las entidades de crédito hacia la sostenibilidad. Los beneficios de dicha estrategia son mutuos, ya que con estos fondos se promueve la asignación de fondos hacia actividades sostenibles mientras que las entidades comercializadoras o gestoras se benefician del aumento de la demanda en este segmento.

En contraste con todo lo anterior, los bancos promueven estrategias de RSC muy diferentes en sus operaciones en países emergentes o en desarrollo. En estos casos la prioridad es combatir la exclusión financiera adaptando productos y canales de distribución para los clientes “no bancarizados”. Otro eje alrededor del cual las entidades adaptan sus políticas de RSC es la educación financiera, para lo cual se diseñan diferentes programas que promueven la cultura financiera, de forma que las personas puedan acceder a los productos bancarios con un conocimiento previo de los mismos. Ejemplos de lo anterior son la Fundación de Microfinanzas de BBVA, que promueve la inclusión financiera como fórmula para escapar de la pobreza. En relación con la alfabetización financiera, destaca la labor de Banco Santander con su plataforma educativa Universia.

3.3.1.1 Inclusión financiera

El objetivo del Banco Mundial para 2020 es conseguir la inclusión financiera universal. El Banco Mundial define inclusión financiera como la proporción de individuos y empresas que utilizan

servicios financieros. La inclusión financiera está incluida también en los Objetivos del Milenio de Naciones Unidas, en concreto en el objetivo uno “Erradicar la Pobreza Extrema y el Hambre”. Se trata de un reto importante puesto que permite reducir los niveles de pobreza y desigualdad, a la vez que se consiguen mayores tasas de desarrollo económico. Esto es así porque se considera que la exclusión financiera está vinculada a la exclusión social (Carbó, Gardener & Molyneux, 2007), y es frecuentemente causa de situaciones de sobreendeudamiento (las familias recurren a financiadores privados de más fácil acceso pero con sobrecoste), lo que genera pobreza.

De acuerdo a los últimos datos disponibles (Demirgüç-Kunt, World Bank, 2015), el 50% de la población mundial adulta está “no bancarizada”. En los países en desarrollo dicho porcentaje pasa al 59%, siendo solo un 11% en los países desarrollados. La tabla 3.5. muestra los datos del Banco Mundial en 2015 relacionados con la inclusión financiera. En concreto, compara los datos a nivel mundial con los de España, como muestra de país catalogado por la OCDE como “elevados ingresos”, y con los de Latinoamérica debido a que es en esta región donde los dos bancos españoles principales, BBVA y Santander, han centrado su expansión internacional. Como es de esperar, la inclusión financiera se correlaciona con el nivel de crecimiento económico medido por el PNB per cápita, siendo total en los países con mayores ingresos. También se observa una correlación positiva con elevados niveles de educación y empleo, y con otros factores que dependen directamente de los bancos como son la proximidad de las oficinas bancarias y los requisitos de documentación, entre otros, como indica el informe de la Comisión Europea “*Financial services provision and prevention of financial exclusion*”, (2008).

Tabla 3.5. - Inclusión financiera, comparación regional

	Latinoamérica y Caribe	Mundo	España (elevados ingresos, OCDE)
Población en edad 15+ (millones)	428,2	5231,2	39,5
PNB per cápita (\$)	9542	10683	29940
Cuentas corrientes (%edad 15+)			
Total adultos	51,1	60,7	97,6
Total adultos, 2011	39,3	50,6	93,3
Acceso a cuenta corriente en institución Financiera (%edad 15+)			
Titulares de tarjeta de débito	40,4	40,1	82,6
Titulares de tarjeta de débito, 2011	28,9	30,5	62,2
Uso de cuenta en el año anterior (%edad 15+)			
Utilizó una cuenta corriente para percibir salario	18	17,7	41,9
Utilizó una cuenta corriente para percibir transferencias del Gobierno	9	8,2	20,7
Utilizó una cuenta corriente para domiciliar recibos	6,3	16,7	62,8
Otros pagos digitales en el año anterior (%edad 15+)			
Utilizó tarjeta de débito para realizar pagos	27,7	23,2	73,9
Utilizó tarjeta de crédito para realizar pagos	18	15,1	45
Utilizó internet para pagar facturas o realizar compras	6,9	16,6	57,4
Ahorros en el año anterior (%edad 15+)			
Ahorró en institución financiera	13,5	27,4	48,1
Ahorró en institución financiera, 2011	9,6	22,6	35
Ahorró por medio de club de ahorro o persona ajena a la familia	7,9	—	—
Ahorró	40,6	56,5	67,2
Ahorró para la jubilación	10,6	23,9	26,8
Ahorró para una granja o negocio	10,6	13,8	14
Ahorró para fines educativos	17,2	22,3	26,7
Crédito en el año anterior (%edad 15+)			
Pidió prestado a institución financiera	11,3	10,7	48,1
Pidió prestado a institución financiera, 2011	7,9	9,1	35
Pidió prestado a familia o amigos	13,5	26,2	—
Pidió prestado a prestamista privado	4,7	4,6	67,2
Pidió prestado	32,7	42,4	26,8
Pidió prestado para una granja o negocio	6,1	7,1	14
Pidió prestado para fines educativos	8,3	7,7	26,7
Hipoteca viva en institución financiera	9,6	10,4	

Fuente: World Bank (2015). The little data book on financial inclusion

En cualquier caso, es importante resaltar que la inclusión financiera no se limita únicamente a la titularidad de cuentas corrientes, puesto que también incluye el acceso al crédito e incluso a servicios de aseguramiento. Está comprobado empíricamente que las personas que pasan de “no bancarizados” a “bancarizados” aumentan sus ahorros y también sus inversiones productivas, y por tanto, reducen sus niveles de pobreza, como demostraron Dupas y Robinson (2012) en un estudio realizado en Kenya.

Con el objetivo de promover la inclusión financiera los bancos pueden desarrollar productos *ad-hoc* para este tipo de población en riesgo de exclusión, además de adaptar los canales de distribución para conseguir la inclusión geográfica o territorial en aquellas áreas donde no hay presencia de oficinas, por ejemplo, adoptando el modelo de bancos corresponsales o acuerdos con otras entidades. Se trata de una oportunidad de mejorar las condiciones sociales de un amplio colectivo a la vez que permite a la banca aumentar su base de clientes.

3.3.1.2 Promover la educación financiera

La inclusión financiera es un objetivo prioritario tanto para los bancos privados como para los gobiernos, como se ha puesto de manifiesto en el apartado anterior. Sin embargo, tras la reciente crisis financiera, se ha demostrado que es necesario aumentar los niveles de “bancarización” de forma responsable, con la certeza de que los clientes entienden los productos y servicios financieros básicos. Así, la educación financiera se convierte también en un objetivo fundamental reconocido por instituciones a nivel mundial como la OCDE, el Banco Mundial y el G-20, entre otros. Según la OCDE, la educación financiera se define como “el proceso por el cual los consumidores/inversionistas financieros mejoran su comprensión de los productos financieros, los conceptos y los riesgos, y, a través de información, instrucción y/o el asesoramiento objetivo, desarrollan las habilidades y confianza para ser más conscientes de los riesgos y oportunidades financieras, tomar decisiones informadas, saber a dónde ir para obtener ayuda y ejercer cualquier acción eficaz para mejorar su bienestar económico” (OECD, 2005a)²³.

Atkinson y Messy (2012) midieron el grado de cultura financiera en diferentes países, concluyendo que existe una falta generalizada de conocimientos financieros entre un importante grupo de la población adulta.

²³ OECD (2005a). Improving financial literacy: analysis of issues and policies. OECD Publishing.

La educación financiera mejora las decisiones financieras que toman las personas, adaptándolas a sus circunstancias. Algunas entidades trabajan de forma activa en mejorar la divulgación financiera para que ciertos colectivos puedan superar la importante barrera que constituye la falta de educación financiera. Por ejemplo, se desarrollan programas relacionados con la gestión de la economía personal, o encaminados a promover hábitos de ahorro mediante elaboración de publicaciones o espacios web entre otros. En España destaca el Plan de Educación Financiera 2013-2017²⁴, promovido por el Banco de España y la CNMV, que continúa el Plan del mismo nombre del quinquenio anterior.

3.3.2 Reconocimiento internacional a entidades Socialmente Responsables

A la luz de los buenos resultados obtenidos por las entidades financieras sostenibles, un número cada vez mayor de entidades financieras a nivel internacional se han comprometido, voluntariamente, a respetar una serie de principios que garanticen la sostenibilidad de sus operaciones, como se detalló en el capítulo dos. Entre ellos destacan los UNPRI, Principios para la Inversión Socialmente Responsable de Naciones Unidas, que han sido desarrollados en el capítulo anterior.

Por otra parte, parece tan prometedor el futuro de la entidades de crédito que sigan el camino de la sostenibilidad, que el prestigioso diario económico *Financial Times* ha lanzado desde el año 2005, los premios *FT Sustainable Banking Awards*, en 2011 pasaron a ser los premios *FT Sustainable Finance Awards* y en 2014, para empresas financieras y no financieras se han presentado por primera vez los premios *FT Transformational Awards*.

Se trata de premios anuales, de carácter global, concedidos conjuntamente por *Financial Times* e *IFC (International Finance Corporation)*. En el caso de los financieros, pretenden ser un reconocimiento hacia los bancos que han demostrado liderazgo e innovación integrando objetivos sociales y medioambientales en su operativa diaria, sin olvidar su principal objetivo, a saber, maximizar el beneficio para maximizar la rentabilidad de las acciones. Es decir, se trata de bancos que ven en la sostenibilidad una oportunidad y no una carga. Son entidades que encuentran formas innovadoras de financiar proyectos o crean productos con importantes beneficios sociales y medioambientales. Miden sus resultados no solo en términos financieros

²⁴ Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España (2013). Plan de Educación Financiera 2013-2017. Documento conjunto junio 2013.

sino también sostenibles, sin perder de vista sus objetivos de beneficios, para crear valor a sus accionistas.

Los premios incluyen varias categorías, que suelen cambiar en cada edición. En el año 2013 son las siguientes: *Sustainable Bank of the Year*, *Sustainable Investor of the Year*, *Sustainable Investment of the Year*, *Technology in Sustainable Finance*, *Achievement in Inclusive Business*, *Achievement in Impact Investing and Excellence in Sustainable Finance*. La primera categoría está abierta solo para bancos, sin embargo, a las demás pueden optar todas las instituciones financieras. De hecho, como se ha detallado más arriba, hasta 2010 los premios se denominaban *FT Sustainable Banking Awards*, pero en la actualidad pretenden llegar a un número mucho mayor de entidades, por lo que se denominan *FT Sustainable Finance Awards*. En la edición 2013, 264 entidades de 62 países solicitaron entrar en la lista que examina el jurado. De estas 264 entidades 164 correspondían a instituciones financieras. Esta cifra es récord, lo que evidencia la importancia creciente de la sostenibilidad en el sector financiero y el esfuerzo que hacen estas instituciones para hacer de la sostenibilidad una parte fundamental de su negocio.

Capítulo Cuatro

Productos financieros sostenibles

4 CAPÍTULO CUATRO. Productos financieros sostenibles

Un banquero es un hombre que presta a otro hombre el dinero de un tercero.

Edward Guy de Rothschild

4.1 Descripción

La integración de las políticas de responsabilidad social corporativa en las entidades de crédito se puede, y debe, llevar a cabo desde dos frentes. En primer lugar, una aplicación interna de los criterios de RSC en todos los procedimientos, como parte de su estrategia. En segundo lugar, una integración externa de las políticas de RSC, desde el punto de vista de las características de los productos que ofrece, incorporando consideraciones medioambientales y sociales en el diseño de los mismos.

Las razones por las que las entidades de crédito deciden comercializar productos financieros sostenibles pueden ser muy variadas y de diversa índole. En primer lugar, un banco puede ofrecer estos productos para los clientes socialmente responsables que ya hemos descrito, que esperan de su inversión una rentabilidad económica a la vez que social y medioambiental. Esta política puede tener interesantes resultados desde el punto de vista de aumento de cuota de mercado y mejora en los resultados y la reputación del propio banco. Y en segundo lugar, la entidad puede decidir ofrecer estos productos simplemente porque la sociedad los demanda cada vez más y porque surgen nuevos mercados a financiar, por ejemplo equipamientos de purificación de aguas o de energía limpia.

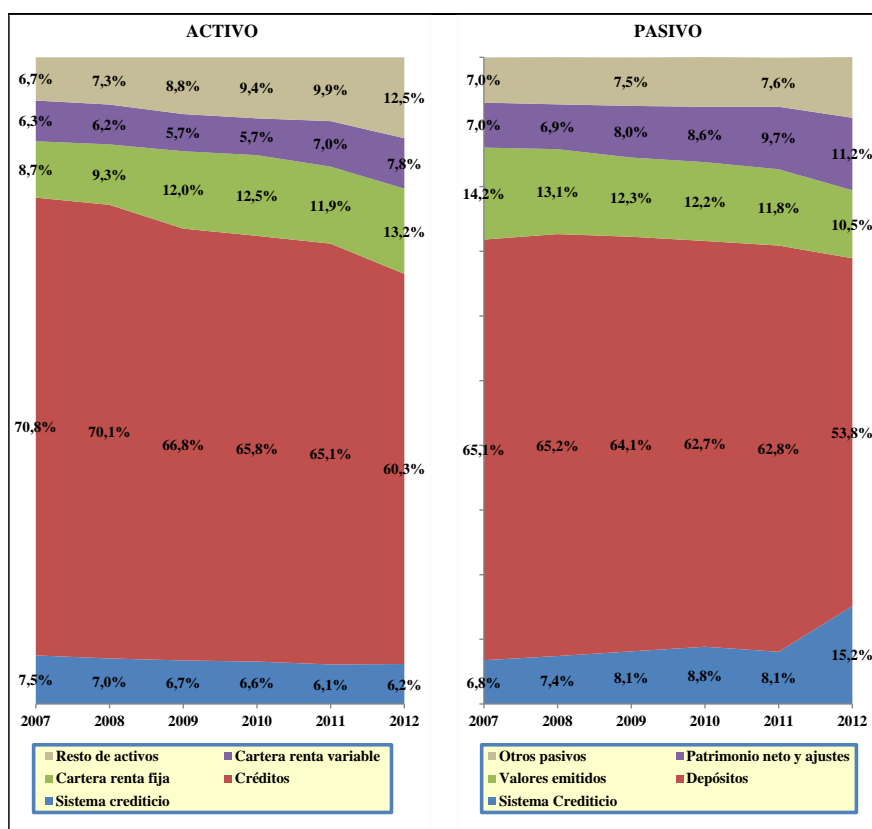
Antes de pasar a describir los productos financieros sostenibles de activo y de pasivo, es necesario delimitar brevemente los tipos de productos bancarios. De acuerdo al balance simplificado de un banco, podemos encontrar operaciones de pasivo o pasivas y operaciones de activo o activas. Como es lógico, las primeras se encuentran en el pasivo del balance y las segundas en el activo. En términos de análisis, el pasivo y fondos propios representan la financiación-de donde proceden los recursos-, y el activo refleja la inversión o el destino de dichos recursos. Las operaciones pasivas permiten a la entidad captar fondos, para posteriormente transformarlos y prestarlos o invertirlos, convirtiéndolos en operaciones activas.

Recordemos que una de las principales funciones de la banca es la transformación de activos en volúmenes y plazos, como se explicó en el capítulo uno.

La principal operación de pasivo son los depósitos de clientes, vía cuentas corrientes o imposiciones a plazo fijo. Suponen un pasivo para el banco ya que se compromete a devolver esos fondos en el plazo y forma pactados. En el caso de una cuenta corriente, por ejemplo, los fondos son disponibles en todo momento. Además, las entidades pueden captar recursos financieros a través de otras operaciones pasivas como el préstamo en interbancario o préstamos del Banco Central, que es prestamista de última instancia. Respecto a las operaciones activas, se trata de patrimonio o bien préstamos de recursos a clientes que constituyen derechos de cobro para la entidad. La principal operación activa son los préstamos y créditos. De ahí que estas entidades se denominen “de crédito”, puesto que su actividad fundamental, como se describió en el primer capítulo, consiste en captar fondos del público para después prestarlos. Sin embargo, las entidades, al objeto de diversificar su riesgo, incluyen otras operaciones en el activo de su balance, como son las inversiones en instrumentos de deuda pública o inversiones en acciones con vocación de permanencia en el capital (cartera industrial).

López Pascual y Sebastián (2015) destacan, como se observa en la figura 4.1., la caída del peso de la cartera crediticia en el total del balance, que pasa de un 70% en 2007 a un 60% en 2012, lo cual fue compensado por una mayor proporción del resto de activos, en especial los de renta fija. Respecto a la composición del pasivo, destaca la caída en el peso de los depósitos respecto al total de balance, que retroceden desde un 65% en 2007 a un 53% en 2012, debido a la desaceleración económica y las menores rentas de las familias. Paralelamente, la crisis de deuda soberana y el encarecimiento de la financiación en interbancario (como se expuso anteriormente, con el consiguiente alza del Euribor) llevaron a una mayor proporción de financiación de última instancia, proveniente del Banco Central, así como ampliaciones de capital.

Figura 4.1. - Composición porcentual del balance de las entidades de crédito (2007-2012)



Fuente: López Pascual y Sebastián (2015)

Los bancos sostenibles, como todos los bancos, cuentan con operaciones activas y pasivas. Sin embargo, su oferta es diferencial con respecto a las entidades tradicionales. En este capítulo trataremos sobre la innovación financiera, y examinaremos los llamados productos financieros sostenibles y las razones que apoyan su comercialización.

4.2 Productos financieros sostenibles de pasivo

Estos productos están experimentando una creciente demanda debido al cada vez mayor interés social en temas relacionados con la sostenibilidad del medioambiente y la lucha contra la exclusión social entre otros. Recordemos la pirámide de Maslow (1943) expuesta anteriormente, y el hecho de que las necesidades básicas ya están cubiertas en el mundo desarrollado, por lo que los individuos desean satisfacer necesidades relacionadas con el más alto nivel. Sin embargo, estos productos todavía pueden desarrollarse en mucha mayor medida.

Es verdad que a primera vista un producto sostenible relacionado con una cuenta corriente no es obvio, pero existen oportunidades interesantes. En primer lugar, cabe destacar las iniciativas en productos de pago, como por ejemplo las tarjetas que destinan un determinado porcentaje de los pagos a fines sociales o medioambientales. Este tipo de productos no suponen coste alguno para los clientes, pero sí para el banco. Sin embargo, aportan beneficios en términos de mejora de la imagen de la entidad y operaciones de venta cruzada de otros productos.

Las operaciones pasivas sostenibles relacionadas con cuentas corrientes y depósitos suelen conceder la posibilidad de donar los intereses, que no son muy elevados, a organizaciones relevantes de los sectores social, cultural y medioambiental, dedicadas a la promoción de los derechos humanos, la atención social, la cooperación al desarrollo, la ayuda humanitaria, la conservación de la naturaleza o la cultura. Además, las entidades sostenibles garantizan que los fondos en estos depósitos se invertirán en proyectos afines a su ideario ético.

4.3 Productos financieros sostenibles de activo

En el apartado anterior hemos examinado los productos sostenibles que pueden ofrecer los bancos para obtener fondos del público. En esta sección trataremos de la demanda de los clientes para obtener fondos destinados a proyectos sostenibles. Solamente algunas excepciones, como Triodos Bank y otros, se comprometen a utilizar los fondos de clientes exclusivamente para financiar actividades que son sostenibles. Al igual que se hizo anteriormente, describiremos los productos típicos de activo. En el caso de las hipotecas, lo más novedoso respecto a la banca tradicional es que el tipo de interés está vinculado a la certificación energética de la vivienda, de forma que las viviendas más sostenibles obtienen mejor tipo de interés. Esta certificación es obligatoria desde 2013 para todas las viviendas que se vendan o alquilen en España. Con ello, los bancos sostenibles promueven la elección de viviendas cada vez más eficientes energéticamente. Además del ahorro en la cuota, una certificación energética superior repercute en un menor consumo energético y menos emisiones de CO₂ al medio ambiente. Otra operación de activo recurrente son los préstamos a empresas, donde la banca sostenible suele favorecer a medianas y pequeñas empresas que aportan un valor añadido de carácter social o medioambiental en su actividad y que son rentables económicamente.

Además de los productos anteriores, el creciente interés por el desarrollo sostenible está abriendo muchos nuevos mercados que es necesario financiar, lo que supone nuevas

oportunidades de negocio para las entidades financieras. Por ejemplo, la energía limpia es un segmento que está creciendo mucho en los últimos años, lo que supone amplias necesidades de financiación para nuevos proyectos en las áreas de energía solar, eólica, hidro, fusión nuclear y biomasa. En muchos casos estos proyectos requieren un volumen de financiación tan elevado que se opta por la fórmula de *leasing*. Como es sabido, un contrato de *leasing* por el que una parte (la empresa) utiliza activos que pertenecen a la otra parte (el banco financiador) durante un período de tiempo determinado y a cambio del pago de una renta. De esta manera, las compañías evitan los elevados costes de capital para poner en marcha un proyecto y van financiando los activos fijos a medida que el proyecto va generando flujos. Desde el punto de vista de la entidad financiadora, en principio asume un menor riesgo ya que detenta la propiedad del activos (por ejemplo, si financia energía solar, el “huerto” solar es propiedad del banco). Sin embargo, no hay que excluir aquí los clásicos riesgos que afectan a los bancos, derivados del azar moral y selección adversa.

4.3.1 Otros productos de banca sostenible: Microcréditos

En el polo opuesto de lo anterior, existen otros proyectos cuyas necesidades de capital son mínimas. El producto de activo que los bancos pueden ofrecer aquí son los llamados microcréditos. Se trata de un tema que excede el ámbito de estudio de la presente tesis doctoral, no obstante, vamos a resaltar las principales características y consecuencias de este producto.

Las entidades de crédito involucradas en actividades de microfinanzas ofrecen préstamos con un reducido principal para clientes con umbrales mínimos de renta que desean empezar o expandir un determinado negocio, de manera que se incentiva el espíritu emprendedor, ofreciendo una vía de escape de la pobreza. El tipo de interés suele ser generalmente de mercado, no se trata por tanto de donaciones, y el vencimiento es normalmente corto. El Banco Grameen, pionero en microcréditos, utiliza un sistema basado en facilitar crédito a un grupo de personas que responden solidariamente (*grameen* significa comunidad en bengalí). En contra de lo que cabría pensar, la tasa de morosidad suele ser reducida, ya que el índice de devolución de los préstamos es del 98,35%²⁵. Los microcréditos se justifican por la existencia del llamado sector informal, que engloba pequeños negocios dedicados a la artesanía, venta de productos agrícolas y similares. Al inicio del año 2000, según la OCDE, entre un 30-70% de la población

²⁵ En septiembre de 2013, la morosidad de los créditos de la banca española alcanzó el 12,68%, según datos del Banco de España, que pueden consultarse en <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a0403.pdf>.

económicamente activa en países en vías de desarrollo estaba ocupada en el sector informal (Lacalle, 2002).

Generalmente los intermediarios tradicionales no conceden financiación a este tipo de clientes debido a la ausencia de garantías y reconocimiento legal de las empresas, la inestabilidad de las mismas, los elevados costes administrativos que supone gestionar un gran volumen de créditos de importe reducido y la falta de cultura de los potenciales prestatarios, que les impide presentar la documentación exigida. Como resultado, este sector informal obtiene fondos a través de financiadores informales, cuyos costes son elevados, originando situaciones de sobreendeudamiento y mayor pobreza. La actividad de microfinanzas es por tanto una forma de mejorar las condiciones sociales de este colectivo, constituyendo una oportunidad para salir de la pobreza a la vez que un nuevo segmento de negocio para la banca. Además, las entidades de microfinanzas también actúan por el lado del pasivo, ya que los habitantes de zonas rurales no tienen donde depositar su dinero, y son los bancos de microfinanzas los que ofrecen productos de depósito alentando así la capacidad de ahorro de la población y planificando sus decisiones en el largo plazo.

4.4 Fondos de inversión socialmente responsables

4.4.1 Sostenibilidad y gestión de activos. Descripción y evolución reciente

Se entiende por Fondo de Inversión o Institución de Inversión Colectiva (IIC, en adelante) aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos²⁶. Este patrimonio es gestionado por un operador profesional conocido como Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva, SGIIC. La gestión se realiza de acuerdo a unos principios generales, y políticas de inversión, establecidos previamente en el reglamento o los estatutos del fondo, y se materializa en activos financieros custodiados en las Entidades Depositarias (López Pascual y Camino, 1995). Tradicionalmente, el objetivo de estos fondos ha sido maximizar la rentabilidad financiera de sus partícipes, además de ofrecer las ventajas de liquidez, diversificación patrimonial, gestión profesional y transparencia, lo que explica el crecimiento de este producto en las últimas décadas.

Como ya hemos señalado, para un creciente grupo de ahorradores e inversores, la rentabilidad financiera como única herramienta en la toma de decisiones no es suficiente. Se exige cada vez más y en mayor medida un análisis mucho más amplio del retorno de una inversión, no sólo basado en aspectos financieros, sino también en otros criterios como es el medio ambiente, la salud, la justicia social y demás. En este sentido, los fondos sensibles a estas demandas sociales elaboran una política de inversión socialmente responsable o ideario ético, que recoge los criterios éticos, sociales y medioambientales que definen dicho fondo. En base a esta política se determina el universo de inversión o de valores aptos para dicho fondo.

Debido al creciente número de inversores interesados en este tema de inversión, nos encontramos ante un nuevo mercado, el de los fondos de inversión sostenibles o Instituciones de Inversión Colectiva, IIC, sostenibles. Existen varias denominaciones para el mismo producto: en algunos mercados todos los productos relacionados con ética o medio ambiente se etiquetan como “verdes”, en otros se habla de inversión socialmente responsable o simplemente inversión responsable. En Estados Unidos se denominan productos de Responsabilidad Social Corporativa. Para obviar las diferencias en terminología, utilizaremos en esta sección la denominación de fondos de inversión socialmente responsables (ISR de ahora en adelante),

²⁶ Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, art.1.

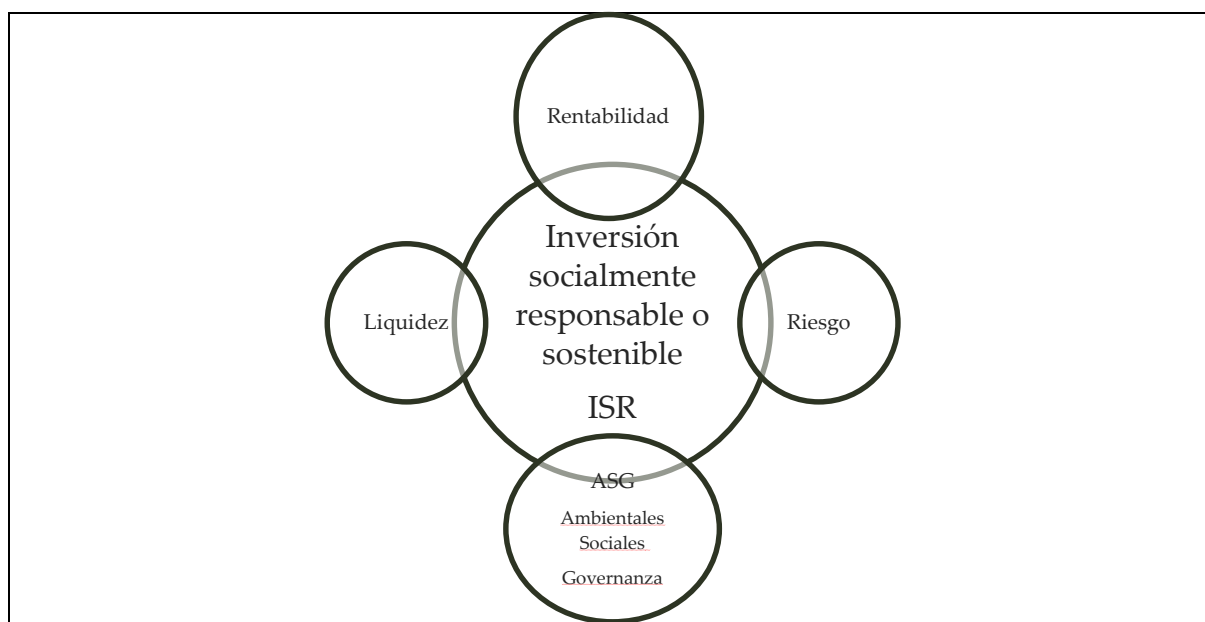
como término genérico que agrupa procesos de inversión que combinan objetivos financieros con objetivos medioambientales, éticos y sociales.

El primer fondo de inversión de este tipo es *Pax World Fund*²⁷, creado en Estados Unidos en 1971 por L. Tyson y J. Corbett. Su objetivo era conseguir que los partícipes pudieran invertir de acuerdo a sus consideraciones éticas y valores, y por tanto, se excluían del fondo, por ejemplo, empresas relacionadas con la industria de armamento o el apartheid. Adicionalmente, intentaron hacer cumplir a las empresas criterios específicos de responsabilidad social y ambiental. Por tanto, en estas primeras etapas de desarrollo de la ISR, estos fondos se gestionaban, en general, de acuerdo a criterios de preselección negativos, relacionados a menudo con valores morales o religiosos. También es un fondo pionero en esta materia el *Stewardship Fund* en el Reino Unido, constituido en 1984. En España, el primer fondo de inversión comercializado en esta categoría fue el Ahorro Corporación Arco Iris, lanzado en 1997.

Todavía a día de hoy el concepto es novedoso, puesto que añade un factor más a considerar cuando se lleva a cabo una inversión. Tradicionalmente analizamos las alternativas de inversión por sus cualidades y expectativas de rentabilidad, liquidez y riesgo. Sin embargo, siguiendo las investigaciones pioneras de Sen (1970), es necesario considerar, adicionalmente, numerosas motivaciones sociales, morales y ecológicas en la toma de decisiones financieras. En esta línea, el concepto de inversión responsable añade un cuarto factor a analizar basado en aspectos extra-financieros, que son los llamados criterios ASG, Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo. Estos criterios no financieros constituyen el contenido de las políticas de RSC de las empresas, como se ha justificado en capítulos anteriores. La denominación anglosajona es ESG, que obedece a *Environmental, Social and Governance*. Dichos criterios se encuentran recogidos en la figura 4.2.

²⁷ Pax World Investments, www.paxworld.com.

Figura 4.2. – Las cuatro dimensiones de una inversión



Fuente: Elaboración propia

Por tanto, la ISR no es otra cosa que el reflejo de una tendencia social, que, tras los excesos de la globalización, exige que el crecimiento empresarial promueva valores adicionales a los económicos. Es decir, la ISR es el reflejo de las exigencias que la sociedad impone a las empresas en materia de RSC. En términos de la AECA, 2004, la ISR se puede definir como la expresión más extendida del apoyo de los mercados financieros a las buenas prácticas en materia de RSE (RSC).

De hecho, se considera que la ISR es un elemento potenciador de las políticas de RSC, ya que impulsa a las empresas a incorporar en su gestión criterios sostenibles, para así formar parte del universo de inversión de los fondos de responsabilidad social. En efecto, los inversores seleccionan activos financieros de acuerdo a criterios económicos y de índole social, medioambiental y demás. Más allá del cortoplacismo que se les suele atribuir, los inversores institucionales valoran cada vez en mayor medida las prácticas extra-financieras de las compañías y la calidad de las relaciones que mantienen con sus grupos de interés. No lo hacen exclusivamente por motivaciones altruistas, si no para tener la seguridad de que las compañías están gestionando de forma responsable cuestiones que pueden tener un impacto sobre la salud del negocio en el largo plazo. Por esta razón, las compañías perciben una demanda por parte de los inversores para adoptar políticas de RSC y las fomentan. Además, la relación ISR - RSC es

bidireccional, ya que los inversores, fundamentalmente institucionales, constituirán uno de los grupos de interés o *stakeholders* más importantes de la empresa.

Este interés de los inversores hacia la ISR se debe en parte al hastío social tras los escándalos en empresas privadas y públicas relacionados con la falta de ética y de transparencia. La ISR es un medio de restaurar la confianza en el sistema y proporcionar al gestor una herramienta de control de riesgos que le permita seleccionar mejor sus inversiones (Balaguer y Albareda, 2007). Además, un estudio realizado por el Instituto Internacional para el desarrollo sostenible (2001) sobre 300 gestores de fondos y analistas financieros europeos reveló, ya entonces, un alto apoyo hacia políticas de inversión socialmente responsables. Un 86% de los encuestados opinó que el incluir entre los factores de riesgo aspectos sociales y medioambientales tendría un impacto positivo en el valor de mercado de las compañías a largo plazo. Además, un 33% ya ofrecía a sus clientes productos de inversión socialmente responsables, y un 15% planeaba introducirlos pronto. Sin embargo, estos productos se ofrecían generalmente a un grupo previamente seleccionado de clientes. Solo un 15% los ofrecen al público en general. A igualdad de rendimientos, un 77% elegiría un fondo socialmente responsable, a pesar de que los resultados en el corto plazo podrían ser peores²⁸.

En España este tipo de producto es relativamente nuevo²⁹. La Circular de la Comisión Ética de INVERCO, de 15 de noviembre de 1999, estableció los requisitos para que un fondo pudiera catalogarse ético, y clasificó los fondos de inversión éticos entre fondos propiamente éticos, fondos solidarios y fondos sectoriales. Desde entonces, han aparecido en el mercado numerosos fondos de esta categoría. La referida normativa ha sido actualizada recientemente con la Circular sobre la aplicación de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo

²⁸ International Institute for sustainable development, www.iisd.org/business/banking/sus_survey.aspx, (Junio 2012)

²⁹ En otros países este tipo de producto lleva mucho más tiempo en el mercado. Por ejemplo Holanda ha sido pionera frente a sus socios europeos en el desarrollo de una legislación que favorece la inversión en proyectos ecológico-sostenibles. En 1995 el Gobierno Holandés aprobó la Directiva de Proyectos Ecológicos en la que se introducían ventajas fiscales para aquellos inversores que optaran por proyectos de energías renovables, agricultura ecológica y construcción de viviendas sostenibles. Con el fin de garantizar la transparencia y legitimidad de la inversión ecológico-sostenible, la inversión ha de realizarse a través de entidades bancarias o intermediarios financieros que comercializan instrumentos de inversión ecológicos adecuadamente acreditados, bajo la supervisión del Ministerio de Finanzas Holandés. A principios del 2001, el Gobierno Holandés aprobaba la Directiva de proyectos sociales y éticos ampliando las ventajas fiscales existentes para las inversiones ecológicas y haciéndolas extensibles al conjunto de inversiones socialmente responsables.

(ASG) en la política de inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva, de INVERCO (abril de 2014).

Los fondos de inversión socialmente responsables, o fondos éticos, son aquellos que definen, en su folleto de gestión, los criterios sobre los que se basa la selección de empresas en las que realizarán sus inversiones, siguiendo un análisis excluyente y un análisis en términos positivos. Estos fondos determinan, desde un punto de vista de criterios negativos, qué comportamientos excluyen a las empresas del universo de inversión, generalmente porque contradicen el ideario de inversión socialmente responsable del inversor (caso de la industria armamentística, pornografía, tabaco, alcohol, energía nuclear, entre otras). Desde el punto de vista positivo, las estrategias de inversión socialmente responsable establecen cuáles son las prácticas empresariales necesarias para llevar a efecto dichas inversiones (especial dedicación al medio ambiente, fomento de la contratación estable, obra social y transparencia). Estos criterios pueden admitir graduaciones. Por ejemplo, seleccionar o no empresas cuya facturación o beneficio provenga en un porcentaje determinado de una actividad determinada o que puedan representar un peligro potencial aunque no constatado. La Circular de Inverco explicita que sólo las IIC que cumplan los requisitos de la misma podrán denominarse ISR, ASG o equivalentes.

Por otro lado, SiRi, *Sustainable Investment Research International Group*, (2005) apunta tres características esenciales para que un fondo de inversión pueda ser calificado como de inversión socialmente responsable: que establezcan criterios éticos, sociales o medioambientales en la selección de sus inversiones, que sean publicitados como tales y que se encuentren disponibles para los particulares.

A principios de 2015 se comercializan en el mercado financiero español setenta y seis IIC socialmente responsables (incluye Fondos de inversión, pensiones y Sicavs), doce de ellas gestionadas por instituciones gestoras domiciliadas en España y el resto, por instituciones gestoras extranjeras. Estos datos no han presentado grandes variaciones en los últimos cinco años en cuanto a número de fondos ofrecidos, pero sí han crecido en términos de patrimonio gestionado bajo este tipo de inversión, como se detalla en el último punto de este capítulo, donde se puede consultar la evolución, en España y en Europa de este segmento de fondos, tanto en patrimonio como en fondos comercializados y cuota de mercado frente a fondos tradicionales.

En la categoría de fondos de inversión, se incluyen a pie de página algunos de los fondos de Inversión Socialmente Responsable³⁰ comercializados actualmente en España, y sus respectivos patrimonios. Cabe destacar que las principales sociedades gestoras en España tienen fondos en esta categoría, como apuesta de futuro de este tipo de inversión. En el último punto de este capítulo se desarrolla en profundidad el alcance y evolución de los fondos ISR en España y en Europa.

Es importante no confundir los fondos de inversión solidarios con los fondos ISR descritos anteriormente. Los primeros ceden un pequeño porcentaje de las comisiones de gestión del fondo a entidades no gubernamentales, sin exigir, en líneas generales, el cumplimiento de los criterios de selección citados en el punto anterior. Por tanto, los fondos solidarios son fondos tradicionales de inversión que ceden una parte de su rendimiento a fines sociales (ONG), y que suelen obedecer a una estrategia de marketing.

Tampoco se debe confundir ninguna de las clases de IIC arriba expuestas con fondos de inversión sectoriales que inviertan en actividades relacionadas con el medio ambiente, el reciclaje o la energía limpia. Existen varios ejemplos de fondos comercializados en España que pertenecen a esta categoría, como *Bankinter energías renovables garantizado*, *FI o Eurovalor recursos naturales*, entre otros. Además hay que tener en cuenta las consideraciones previas introducidas por la citada Circular de INVERCO (abril de 2014), que señala que “cada inversor/gestora tiene sus propios criterios sociales, medioambientales y/o de gobierno corporativo, por lo tanto, cada IIC que utilice la denominación anterior (ISR), tendrá su propio ideario de inversión socialmente responsable, que no tiene porqué ser coincidente con el resto de las Instituciones de Inversión Colectiva”. Finalmente, advierte que “no deben confundirse las instituciones de inversión colectiva que apliquen criterios de ASG con las instituciones de inversión colectiva solidarias, ya que en estas últimas, la IIC, o en su defecto la Gestora, cede una parte de la comisión de gestión a determinadas entidades benéficas o no gubernamentales. Sin embargo, las IIC que apliquen criterios ASG deben aplicar en sus políticas de inversión determinados

30 Algunos de los Fondos de Inversión Socialmente Responsable registrados en la CNMV a enero de 2015

Sabadell inversión ética y solidaria. Patrimonio: 37 millones de €

BBVA Bolsa desarrollo sostenible, FI Patrimonio: 36 millones de €

Bankinter sostenibilidad FI. Patrimonio: 8,9 millones de €

Compromiso Fondo ético, FI (BNP) Patrimonio: 8,9 millones de €

Santander Responsabilidad Conservador, FI acciones. Patrimonio: 2,4 millones de €

criterios establecidos en el folleto informativo para la selección de las inversiones. No obstante, sí puede haber IIC que apliquen criterios ASG y, que simultáneamente sea solidaria, al combinar ambos aspectos”.

Estos fondos de inversión han evolucionado mucho en los últimos años, pasando por tres fases diferenciadas a la hora de determinar qué inversiones son sostenibles. En una primera fase, los criterios de pertenencia al fondo se basan simplemente en excluir compañías relacionadas con determinadas actividades (por ejemplo, no invertían en negocios armamentístico, energía nuclear o tabaquerías). En una segunda fase se empezaron a aplicar criterios positivos como la necesidad de que las compañías incluidas en los fondos tuvieran en marcha políticas de respecto al medioambiente, etc. Una vez en la tercera fase, se aplican criterios tanto positivos como negativos y además se elige al *best-in-class* del sector, es decir se comparan y eligen las mejores compañías susceptibles de formar parte del fondo. También se incluyen aquí los fondos temáticos sostenibles, siendo los más populares hasta ahora los que invierten en energías limpias y renovables (por ejemplo, solar, térmica, eólica) y también en compañías relacionadas con el ciclo del agua.

En efecto, la gama de productos de Inversión Socialmente Responsable es tan amplia como la de los fondos tradicionales, abarcando desde fondos monetarios hasta renta variable global temática, pasando por fondos de crédito o microfinanzas, ya que es un estilo de gestión que se puede aplicar a todos los activos financieros, si bien hasta la fecha los fondos que se han desarrollado en mayor medida son los de renta variable. Azqueta (2002) realiza una clasificación de los fondos ISR disponibles, de acuerdo a cuatro distintos grupos de criterios:

- Relativos a las relaciones socio laborales y con la comunidad:
 - Política socio laboral
 - Condiciones de trabajo
 - Mujeres y situación socio laboral
 - Discapacitados y situación socio laboral
- Relativos al medio ambiente:
 - Política ambiental
 - Emisiones y residuos
 - Reciclaje y reutilización
- Campo de actuación:
 - Defensa y armamento
 - Tabaco
 - Alcohol

- Juego
- Pornografía
- Energía nuclear
- Otros:
 - Transparencia informativa
 - Experimentación con animales
 - Derechos humanos

Los fondos de inversión socialmente responsable (ISR) representan, en cualquier caso, la sensibilidad de los partícipes, y es importante señalar la gran diferencia que puede existir entre los criterios utilizados en países como Estados Unidos y Canadá o en España, el Reino Unido o Europa. En el primer caso los criterios más importantes son los de pornografía, tabaco y alcohol, mientras que en los países europeos los más demandados socialmente son los derechos humanos, el medio ambiente y la discriminación laboral. La controversia suele aparecer no en el momento de determinar los criterios de pertenencia a un determinado fondo de inversión, sino la manera en que dichos criterios se miden y ponderan (por ejemplo si deben pesar más los criterios medioambientales que los sociales).

En general, casi todas las gestoras de fondos poseen su propio departamento de análisis y se nutren de los servicios de las sociedades de valores, que también analizan las compañías y emiten recomendaciones de inversión como resultado de su análisis. Sin embargo, en lo relativo al estudio de la vertiente sostenible de las empresas cotizadas, en la mayoría de los casos las gestoras de fondos utilizan servicios de compañías de *rating* sobre sostenibilidad, también llamados *ESG (Environmental, Social and Governance) providers*, o agencias de análisis de sostenibilidad. Estas agencias evalúan la responsabilidad social de las empresas, mediante metodologías de investigación propias basadas en el análisis de Gobierno Corporativo, de los impactos medioambientales, y de otros aspectos relacionados con la responsabilidad social corporativa. Esta información se publica en las memorias de sostenibilidad, o se puede obtener por encuestas a las empresas, entre otras fuentes. A raíz de estas investigaciones se determina en qué posición se encuentra la empresa en términos de sostenibilidad. Estos análisis se comercializan, por ejemplo, a instituciones gestoras de fondos de inversión, y otros inversores institucionales.

Estas empresas se han desarrollado ampliamente en las últimas décadas, ejemplos son: *KLD Research & Analytics Inc.*, *Eco-Rating International*, *Ethical Investment Research and Information*

Service (EIRIS), Sustainable Asset Management (SAM), Sustainable Investment Research International (SiRi), Investor Responsibility Research Center (IRRC), etc.

La figura 4.3. muestra el proceso que siguen las gestoras para determinar qué compañías cumplen estos criterios. En su mayoría se consigue a través de proveedores de análisis específico en esta área, aunque también se utiliza el análisis derivado de los equipos de analistas internos. De una manera o de otra, según el Informe de Seres y KPMG³¹, el 45% de los cien mayores inversores institucionales del mundo incorpora ya en su análisis de inversión criterios ambientales, sociales y de gobierno.

Figura 4.3. - Recursos internos y externos utilizados por los gestores de fondos



Fuente: European Sustainable Investment Forum (Eurosif), European SRI Survey 2010

Sin embargo, medir los efectos extra financieros de una inversión sigue siendo difícil. Para analizar la información derivada de los criterios ESG, es necesario que éstos sean cuantificables. Muchas compañías publican datos detallados de su “huella sostenible” de forma voluntaria. En este aspecto, no hay ninguna regulación estándar, si bien existen principios de adopción

³¹ KPMG y Fundación Sociedad y Empresa Responsable, SERES (2014). Manual para consejeros.

voluntaria, como los GRI detallados anteriormente, que permiten hacer comparable la información sobre responsabilidad social de forma transparente y objetiva.

4.4.2 Índices bursátiles de sostenibilidad

En los últimos años se han realizado diversos estudios que analizan la rentabilidad relativa de estos fondos ISR en relación a los fondos tradicionales como pone de manifiesto el meta-análisis de Rathner (2013). Para medir en términos relativos la evolución del creciente grupo de fondos de inversión sostenibles, se han ido creando en los últimos años diferentes índices bursátiles sostenibles.

Un índice bursátil representa el comportamiento medio de un mercado, y se obtiene mediante cálculos estadísticos. Para ello, se escogen empresas cotizadas en dicho mercado y se determina la ponderación de cada una de ellas, todo de acuerdo a criterios previamente establecidos. Cada índice emplea unos criterios o metodología diferente, que dependen de la entidad que lo gestiona. Las funciones de un índice bursátil son fundamentalmente dos: en primer lugar, tienen un valor informativo puesto que indica la evolución bursátil de un determinado mercado, área geográfica o sector; en segundo lugar, y más relevante que la función anterior, sirven para juzgar el resultado de la gestión de una cartera, es decir, sirven de *benchmark* para comparar la rentabilidad de dicha cartera con la de su índice de referencia.

Los cambios de composición en los índices bursátiles producen cambios en la evolución de las acciones. La inclusión es siempre un aspecto a valorar positivamente, y además, las gestoras de IIC recomponen sus carteras al cambiar el *benchmark*, comprando las acciones incluidas y vendiendo las excluidas.

La creación y desarrollo de índices sostenibles es una prueba de la favorable evolución de la ISR y de su creciente demanda, ya que permiten juzgar la rentabilidad de las inversiones en fondos ISR. Los índices de sostenibilidad tienen una función adicional a las de los índices tradicionales analizados más arriba. En efecto, constituyen una herramienta de gran utilidad para comprobar la eficiencia y el grado de compromiso de una firma con las políticas de RSC, ya que, mediante la aplicación de un conjunto de criterios de selección y evaluación por terceras partes, solo incluyen a las empresas con mejor comportamiento social y medioambiental.

El primer índice de estas características fue creado en 1990 en Estados Unidos, bajo la denominación de *US Domini 400 Social Index (DSI 400)*. El *DSI 400* se elabora sobre la

composición del S&P 500, excluyendo las compañías relacionadas con apuestas, tabaco, defensa, energía nuclear. De las empresas restantes, se eligen solo las que cumplen determinados criterios de respeto al medioambiente o relaciones con sus empleados, entre otros. Al final del proceso quedan unas doscientas cincuenta compañías, la mitad que en el S&P 500. Posteriormente se añaden ciento cincuenta empresas que no forman parte del S&P 500 pero cumplen los criterios positivos y negativos anteriores. Como es habitual en la composición de cualquier índice bursátil, la lista se actualiza periódicamente. Por tanto, ambos índices están relacionados pero no son exactamente comparables ya que sus universos aptos para la selección de valores son diferentes.

En el Reino Unido, otro gran país pionero en este campo, el creciente interés por los temas ambientales ha favorecido también el desarrollo de la ISR. Como muestra de la creciente importancia de estos fondos, la Bolsa de Londres puso en circulación en 2001 el índice *FTSE4Good* (juego de palabras que significa índice para bien), dirigido a las empresas activas en RSC. Sus creadores destacan que este índice es útil para identificar a las empresas socialmente responsables y para que estas mismas evalúen su grado de cumplimiento y su progreso en este ámbito. Los estándares obligatorios para formar parte de este índice son tres: trabajar por una sostenibilidad medioambiental, desarrollar relaciones positivas con las partes interesadas y defender y apoyar los derechos humanos. Desde el año 2008 existe en España una variante del índice anterior, denominada *FTSE4GoodIbex*, que utiliza los mismos criterios de valoración y composición que se aplican a la familia de índices *FTSE4Good*.

Otro índice ético y social es el *Calvert Social Index*, lanzado en el año 2000, y compuesto por 468 compañías norteamericanas. El *Calvert Social Index* analiza las prácticas éticas de las 1.000 mayores empresas de Estados Unidos incluidas en el *Dow Jones Total Market Index*, para posteriormente incluir aquellas que cumplen en mayor medida los requisitos establecidos por *Calvert Group* en cuestiones medioambientales, de empleo, sociales, y demás. La información que revela es interesante, puesto que muchas de estas compañías exportan sus productos a todo el mundo y los consumidores se localizan en todo el planeta. Este índice evalúa cuatro cuestiones: los productos, para garantizar que son seguros, útiles y beneficiosos; el esfuerzo de la empresa por reducir su impacto en el medio ambiente y cumplir las leyes en este sentido; las relaciones laborales en la empresa y el trato justo a los empleados; y la integridad de la compañía a partir de la relación que mantiene con la comunidad y con personas más vulnerables como los inmigrantes o en riesgo de exclusión social. Los análisis se realizan una vez al año, en septiembre.

Existen múltiples índices bursátiles sostenibles, menos relevantes que los analizados anteriormente. Ejemplos de los mismos son:

- *Ethibel Sustainable Index*, elige compañías que previamente hayan pasado los filtros de sostenibilidad establecidos por la compañía gestora del índice. El *Ethibel Sustainability Excellence Europe Index* incluye 200 compañías.
- AuSSI, índice sostenible de empresas australianas, elaborado por la consultora SAM y Dow Jones entre otros.
- S&P ESG India, índice bursátil en el que sólo podrán cotizar empresas indias con un buen comportamiento medioambiental, social y de gobierno, gestionado por *Standard and Poor's* y *KLD Research&Analytics* entre otros.
- *Taida Environmental Index*. Se trata del primer índice socialmente responsable lanzado en China y está compuesto por 40 empresas de diez sectores distintos que respetan el medio ambiente.

Al igual que ocurre con los índices bursátiles tradicionales, los índices sostenibles también se están utilizando como subyacentes de productos estructurados y ETFs. En efecto, el amplio desarrollo de estos índices permite que se ofrezcan, cada vez más, *Exchange Traded Funds*, ETFs, o fondos cotizados relacionados con este tema. Así, el inversor que desee realizar una inversión socialmente responsable puede hacerlo vía fondos de inversión y también vía ETF's, entre otros productos.

En definitiva, para determinar las empresas que formarán parte de estos índices, todos ellos utilizan numerosos criterios, que incluyen los aspectos sociales, medioambientales y económicos. Se tienen en cuenta aspectos comunes a todas las empresas y específicos para cada sector. Al aplicar estos criterios, se valora cada empresa, obteniéndose así una clasificación de sostenibilidad por sectores. En conclusión, estos *benchmark* son el reflejo de la importancia que tienen las políticas de RSC en los mercados financieros, y suponen una forma de valorar y seguir la aplicación de dichas políticas.

4.4.3 Los índices Dow Jones Sustainability (DJSI)

Además de los índices anteriores, existe un grupo de índices a nivel mundial cada vez más relevantes como *benchmark* de fondos ISR y como forma de valorar y medir las políticas de RSC de las empresas. Se trata del *Dow Jones Sustainability Group Index (DJSI)*, creado en Septiembre de 1999.

En esta tesis doctoral vamos a analizar su funcionamiento y composición puesto que el modelo econométrico que se desarrolla en capítulos posteriores toma como base parte de las compañías incluidas en este índice, en concreto, las entidades de crédito que según *Dow Jones* son sostenibles.

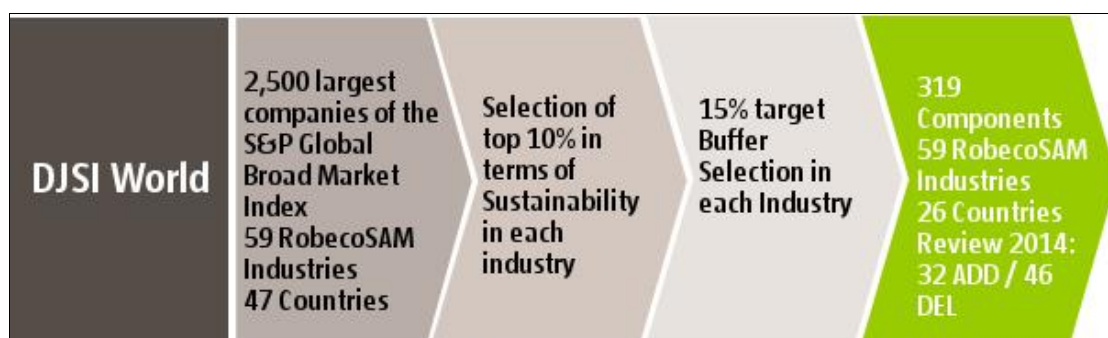
En cuanto a la composición de los índices DJSI, se trata siempre de empresas que a su vez formen parte de los índices globales *Dow Jones*. En el caso del *Dow Jones Sustainability Index World*, se toma una muestra de 2500 empresas y solo se incluyen trescientas diecinueve de acuerdo a los criterios de sostenibilidad que aplica la gestora del índice. Estas compañías se consideran las empresas sostenibles más grandes del mundo. Los cinco principios que se valoran son: innovación, gobernabilidad, rentabilidad de los accionistas, liderazgo e interacción con los diversos *stakeholders*.

En la actualidad, 16 países han creado sus propias variantes, con índices regionales como el *Dow Jones Sustainability Index Europe*, que se revisan con carácter anual. En la pasada edición, formaron parte de este índice europeo un total de ciento cincuenta y cuatro, de las cuales veinte eran españolas.

Las figuras 4.4. y 4.5. muestran el alcance de estos índices, en cuanto a número de industrias, sectores y compañías representados, para *DJSI World* y *DJSI Europe* respectivamente.

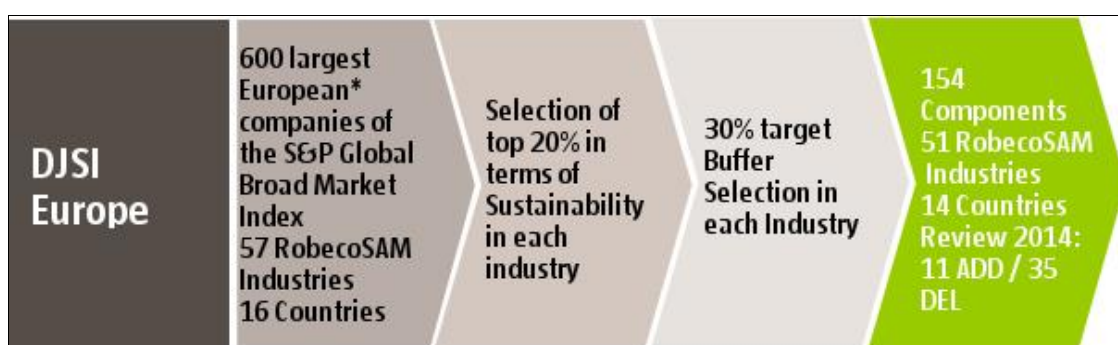
Para formar parte de este índice, hay que cumplir unos requisitos económicos, sociales y de relación con el entorno. Las empresas han de aportar unos datos concretos e informes de sostenibilidad para demostrar que cumplen con lo requerido. Entre otros factores, se analizan la gestión del riesgo o la eco-eficiencia. En cada revisión se debe pasar un examen. No cumplir las condiciones es motivo de expulsión del índice.

Figura 4.4. - El índice DJSI World, alcance



Fuente: DJSI, enero 2015

Figura 4.5. - El índice DJSI Europe, alcance



Fuente: DJSI, enero 2015

Respecto a la composición sectorial y geográfica, las tablas 4.1. y 4.2. muestran los porcentajes por país y sectores de los índices *DJSI World* y *DJSI Europe*, respectivamente.

Tabla 4.1. – Distribución geográfica y sectorial del índice *DJSI World*, en %, a 31.12.2014

Composición por país	DJSI World	Composición por sector	DJSI World
Estados Unidos	30,4	Financials	23,07
Reino Unido	11,8	Health Care	16,81
Suiza	10,7	Technology	14,12
Alemania	8	Consumer Goods	12,86
Francia	6,3	Industrials	11,92
Australia	5,6	Basic Materials	6,74
Canadá	4,6	Oil & Gas	5,67
España	3,6	Consumer Services	5,41
Japón	3,3	Utilities	2,18
Otros	15,7	Telecommunications	1,23

Fuente: Dow Jones Indexes

Nota: La denominación sectorial se presenta deliberadamente en inglés por los problemas que pueden surgir al asignar determinadas compañías a un sector, una vez traducida la denominación del mismo.

Tabla 4.2. – Distribución geográfica y sectorial del índice DJSI Europe, en %, a 31.12.2014

Composición por país	DJSI Europe	Composición por Sector	DJSI Europe
Reino Unido	28,84	Financials	24,68
Suiza	19,58	Consumer Goods	20,57
Alemania	16,69	Health Care	13,81
Francia	9,78	Industrials	12,31
España	8,71	Basic Materials	6,89
Holanda	5,94	Oil & Gas	6,65
Italia	5,33	Consumer Services	6,08
Dinamarca	2,46	Telecommunications	3,78
Suecia	1,37	Technology	2,96
Finlandia	0,44	Utilities	2,26
Noruega	0,39		
Portugal	0,37		
Bélgica	0,09		

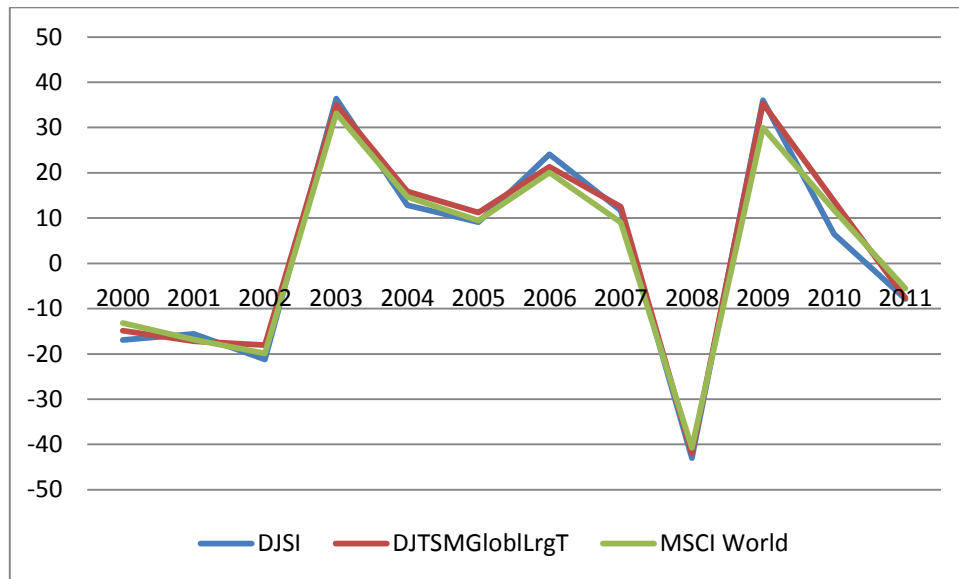
Fuente: *Dow Jones Indexes*

Nota: La denominación sectorial se presenta deliberadamente en inglés por los problemas que pueden surgir al asignar determinadas compañías a un sector, una vez traducida la denominación del mismo.

Es importante resaltar que, de acuerdo a las tablas anteriores, tanto en el *DJSI World* como en el *DJSI Europe*, el sector de más peso es el financiero. En el modelo econométrico que se desarrolla en los capítulos siguientes queremos probar la relación entre las políticas de responsabilidad social corporativa y el retorno financiero y/o económico de las entidades de crédito. Para ello, la pertenencia al índice *DJSI Europe* se ha tomado como proxy de la variable RSC, tal y como se explicará detalladamente en el capítulo dedicado al modelo.

En cuanto a la evolución de estos índices, cabe destacar que la rentabilidad acumulada desde su creación hasta el 30 de abril de 2012 es de 25,3% frente a 31,38% el *MSCI World*, ambos en USD. La figura 4.6. compara la evolución de los índices *Dow Jones Sustainability Index World (DJSI World)*, *Dow Jones Global Large Cap Total Stock Market Index (DJTSMGloblLrgT)* y *Morgan Stanley Capital Index World (MSCI World)*, todos en USD. Las características que determinan el desempeño de estos índices fueron estudiadas por Schröder (2007).

Figura 4.6. – Evolución de los índices Dow Jones Sustainability Index (DJSI), Dow Jones Global Large Cap Total Stock Market Index (DJTSMGloblLrgT) y Morgan Stanley Capital Index World (MSCI World), todos en USD



Fuente: Dow Jones Indexes

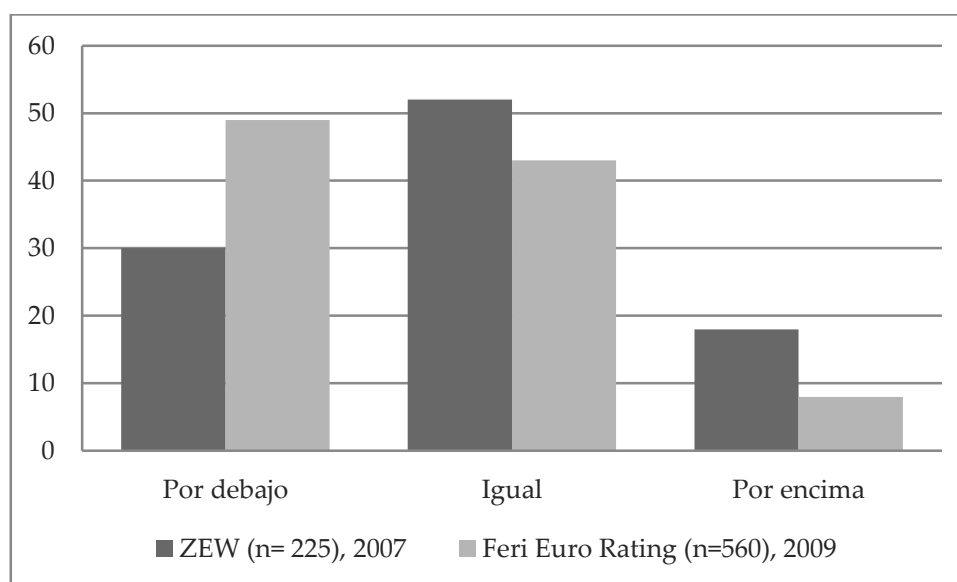
De acuerdo a la información anterior, en diferentes períodos del tiempo los índices *Dow Jones Sustainability* tuvieron una mejor evolución que los índices generales de mercado, lo cual avala la importancia que los inversores conceden a las estrategias de RSC expuestas anteriormente. En efecto, Lo y Sheu (2007) apuntan que las compañías incluidas en los índices DJSI son reconocidas como líderes en sostenibilidad en sus respectivos sectores, y se benefician de la creciente demanda de los inversores hacia este tema de inversión. Por tanto, las empresas en general, y los bancos en particular, buscan que sus estrategias de RSC sean reconocidas mediante la inclusión en alguno de estos índices, puesto que ello conlleva mejoras en imagen (derivadas del reconocimiento externo hacia dichas políticas) y un aumento en la demanda de sus acciones.

4.4.4 Rentabilidad de los fondos ISR frente a los tradicionales

En el apartado anterior hemos visto cómo la rentabilidad de los índices sostenibles es en ciertos períodos temporales superior a la de los índices tradicionales. Ahora se trata de determinar si la rentabilidad de los fondos que invierten en compañías sostenibles supera la rentabilidad de los

fondos convencionales. En una primera aproximación podría deducirse que el retorno de los fondos ISR será necesariamente inferior al de los tradicionales debido a las limitaciones que sufren en el universo de valores aptos para invertir. En efecto, de acuerdo a la Teoría de Carteras, Markowitz (1952), las inversiones construidas sobre universos amplios tienen una mayor rentabilidad ajustada por riesgo que aquellas cuyo universo está restringido a un sector o nicho de mercado. De hecho, en general, las expectativas sobre la rentabilidad de las inversiones socialmente responsables son menores que las tradicionales, como muestra la figura 4.7. Sin embargo, no existe evidencia empírica de lo anterior.

Figura 4.7. – Retornos esperados de Fondos de Inversión Responsable frente a Fondos tradicionales (% de respuestas)



Fuente: Schmidt (2010).

En contra del razonamiento anterior, existe evidencia empírica que demuestra una mejor evolución de los fondos sostenibles frente a los tradicionales. Por ejemplo, los informe de Naciones Unidas, resultado del grupo de trabajo entre UNEP FI y la consultora Mercer32 (2007 y 2009), revisaron treinta y seis estudios sobre la relación entre sostenibilidad empresarial y evolución bursátil, de los cuales un 61% demostraba una vinculación positiva. La razón es que

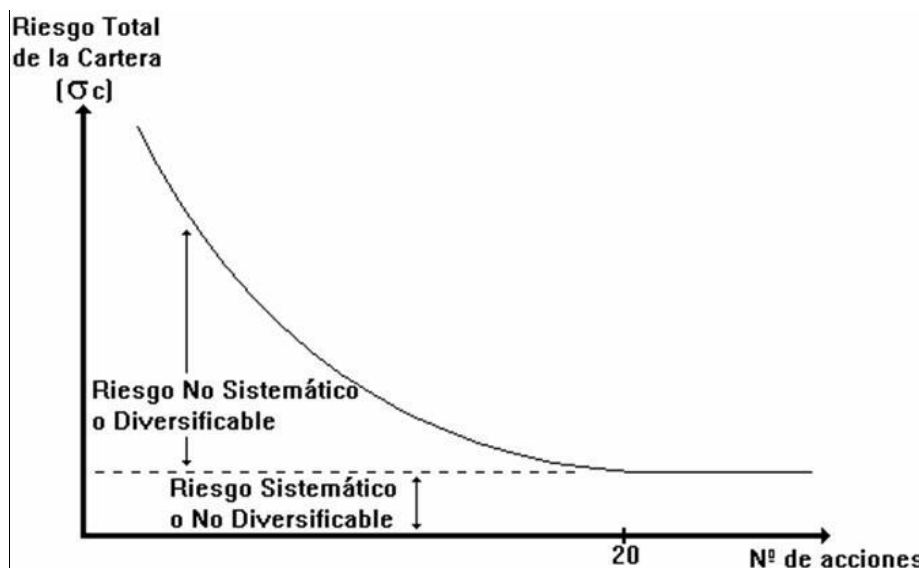
32 *Demystifying Responsible Investment Performance, 2007 y Shedding Light on Responsible Investment: Approaches, Returns and Impacts, 2009*

al gestionar una compañía por criterios sostenibles se suelen obtener mejores rendimientos financieros, ya que se trata de políticas que conllevan decisiones activas y continuadas de reducción de costes (por ejemplo ahorro de energía o reducción de residuos), lo que deriva en una mejora de márgenes, *ceteris paribus*. Adicionalmente, en estos casos, los riesgos sociales y medioambientales están generalmente controlados, con lo que la reputación de estas compañías mejora sensiblemente y los riesgos de litigio e imagen disminuyen. Es decir, la estrategia empresarial que incluye criterios de RSC debe llevar a una mejora en retornos económicos, y por tanto bursátiles. Dichos retornos se derivan, bien de una reducción de costes, bien de una mayor demanda de acuerdo a las preferencias de los consumidores, que favorecen el consumo de bienes y servicios socialmente responsables. La literatura académica ha debatido mucho sobre la correlación entre el desempeño del fondo y la inclusión en la gestión del mismo de criterios extra financieros. El trabajo más reciente es el meta-análisis de Revelli y Viviani (2015) que analiza 85 estudios, concluyendo que las estrategias ISR tienen un efecto heterogéneo en la evolución de los fondos, y su aplicación no supone una debilidad pero tampoco una fortaleza frente a los fondos convencionales.

Por supuesto, se trata de fondos de inversión sostenibles invertidos en renta variable o fija convencional, excluyendo aquí inversiones directas en proyectos sociales o donaciones. Además, la metodología utilizada para determinar si la ISR es más rentable que la inversión tradicional es variada. Hay estudios que analizan el retorno de los fondos ISR frente a los tradicionales, otros comparan los índices bursátiles sostenibles frente a los índices comunes como se hizo en el apartado anterior, y por último, es posible demostrar una vinculación positiva entre políticas de Responsabilidad Social Corporativa y desempeño financiero, como se hace en el modelo presentado en esta tesis doctoral.

Para analizar el riesgo de las inversiones socialmente responsables, de nuevo acudiremos a la Teoría de Carteras de Markowitz (1952), según la cual el riesgo total de cartera se puede reducir diversificando el capital invertido. El riesgo total de una inversión está compuesto por riesgo sistémico o sistemático, el cual no es diversificable, y riesgo no sistemático o específico que se puede reducir o incluso eliminar con una correcta diversificación. La figura 4.8. muestra los tipos de riesgo de una inversión.

Figura 4.8. - Tipos de riesgos de una inversión



Fuente: Markowitz (1952)

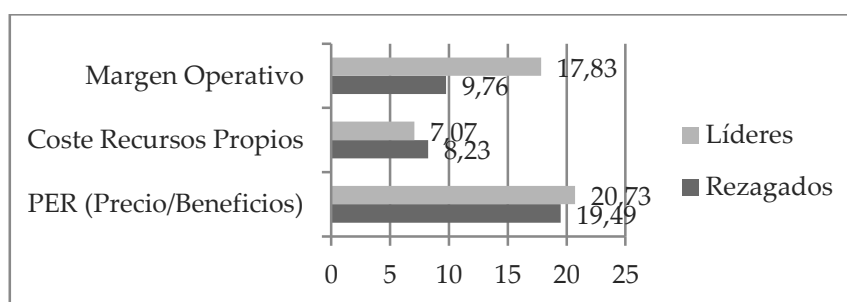
Como se ha comentado más arriba, los fondos sostenibles se gestionan aplicando criterios positivos para invertir en determinados sectores, o negativos, excluyendo ciertas actividades. Siguiendo la Teoría de Carteras esta práctica puede llevar a asignaciones ineficientes de activos, puesto que se pueden excluir oportunidades de inversión que aumentarían la diversificación. Por tanto, los fondos sostenibles podrían presentar un mayor grado de riesgo no sistemático en comparación con los fondos tradicionales. Esto es así en especial en los fondos temáticos, por ejemplo energía solar, en los que el inversor está completamente expuesto a las fluctuaciones de mercado de este sector. Sin embargo, esto no sucede únicamente en los fondos sostenibles sino que se presenta en cualquier otro fondo tradicional dedicado a temas específicos, por ejemplo, renta variable española, o fondos de compañías de pequeña capitalización, cuyos universos de inversión también se encuentran restringidos por los propios estatutos del fondo.

Es decir, el motivo por el que los activos ISR siguen creciendo en patrimonio obedece al convencimiento de que al integrar en la decisión de inversión criterios adicionales a los financieros, como son los aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo, los rendimientos financieros deben ser mayores. La razón subyace en que aquellas compañías que aplican políticas de responsabilidad social corporativa son empresas sostenibles a largo plazo, y por tanto, mejores inversiones. Análogamente, las compañías excluidas de los universos de ISR realizan prácticas no sostenibles que podrían reducir su rentabilidad y desempeño futuro. Por

tanto, los defensores de la inversión socialmente responsable argumentan que la pérdida de eficiencia debido a la reducción en el universo de inversión está más que compensada por la mejor calidad de las compañías en las que se invierte.

En este sentido, la figura 4.9. recoge los resultados del Informe de Forética (2014)³³, que concluye que las empresas españolas líderes en sostenibilidad generan mayores márgenes comerciales, tienen menor coste del capital y son mejor valoradas por inversores y analistas, como muestra la figura 4.9. Tras un análisis combinado de dieciséis indicadores clave de desempeño financiero a largo plazo, las compañías más sostenibles batieron a sus respectivos sectores el 64% de las veces. Adicionalmente, dichas empresas superan al resto de empresas locales en el 70% de los indicadores.

Figura 4.9. – Líderes y rezagados en sostenibilidad



Fuente: Forética (2014)

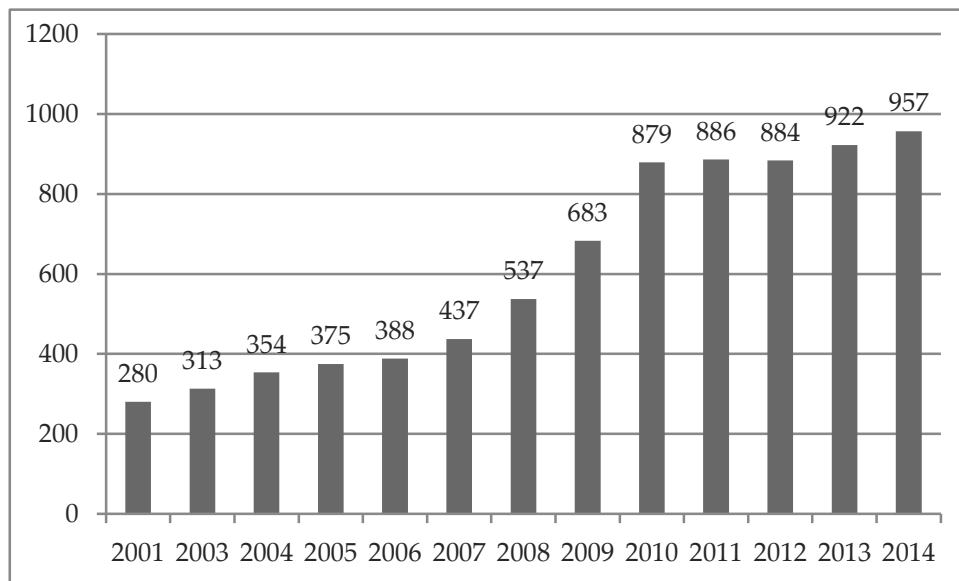
4.4.5 Evolución del mercado de inversión socialmente responsable en Europa

Con los últimos datos disponibles publicados en junio de 2014 por la consultora Vigeo, concluimos que este segmento ha crecido de forma espectacular en los últimos años, a pesar de las turbulencias económicas. En efecto, los activos totales bajo gestión ISR en Europa ascienden a 127.000 millones de euros, lo que supone un crecimiento anual del 18%, repartidos en 957 fondos de inversión socialmente responsables (922 en 2013)³⁴, como reflejan las figuras 4.10 y 4.11 respectivamente. Esta tendencia confirma la fortaleza de los fondos responsables que, han seguido creciendo, gracias a entradas netas de patrimonio, aumento en el número de partícipes y revalorizaciones de sus activos.

³³ Forética (2014). RSE y Marca España. Empresas sostenibles, país competitivo.

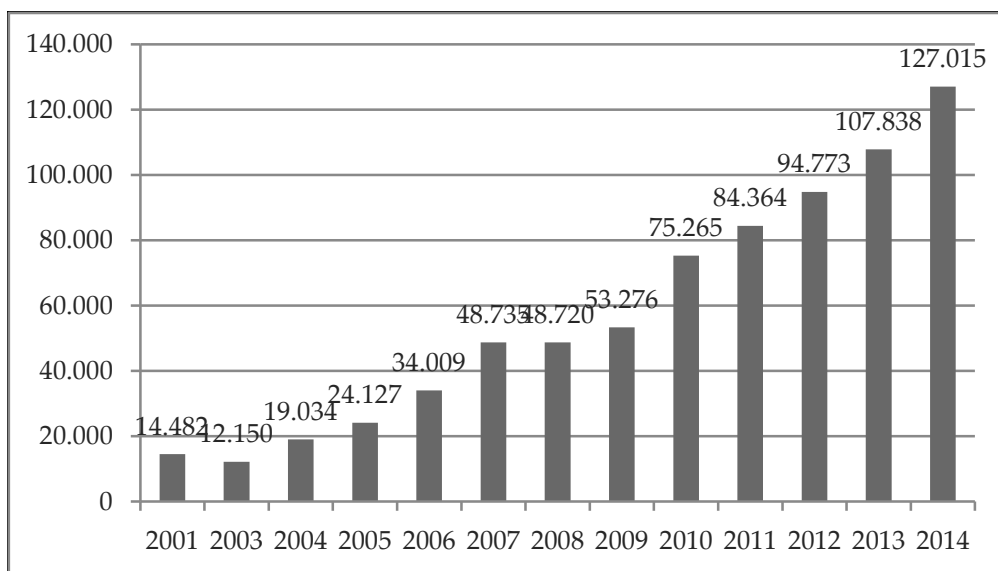
³⁴ Vigeo (2014). Green, social and ethical funds in Europe. The retail market.

Figura 4.10. - Evolución del número de fondos responsables domiciliados en Europa



Fuente: Vigeo Italia, (datos a 30 de Junio 2014)

Figura 4.11. - Evolución del patrimonio bajo gestión de los fondos responsables domiciliados en Europa (en bn de euros)

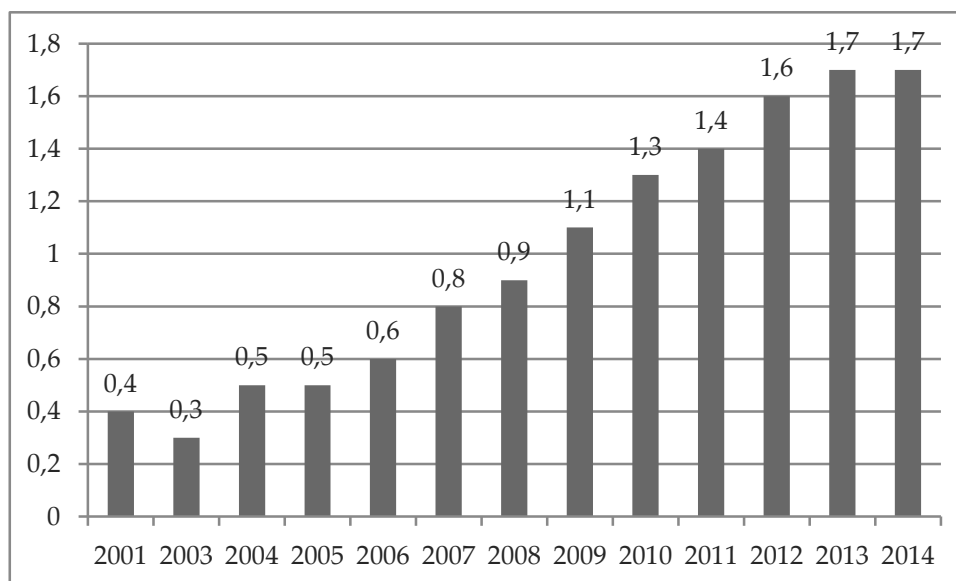


Fuente: Vigeo Italia, (datos a 30 de Junio 2014)

Esta categoría, además de experimentar crecimientos netos tanto en número de fondos comercializados como en patrimonio, va ganando cuota de mercado en relación a la totalidad

de fondos de inversión. En efecto, la cuota de mercado de los activos gestionados de forma socialmente responsable frente al total mercado ha pasado de ser inferior al 1% en 2008 hasta el 1,7% en junio de 2014. La figura 4.12. muestra la evolución de dicha cuota de mercado en relación a los fondos UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) en Europa.

Figura 4.12. – Cuota de mercado de los fondos socialmente responsables frente al total de UCITS (en %)

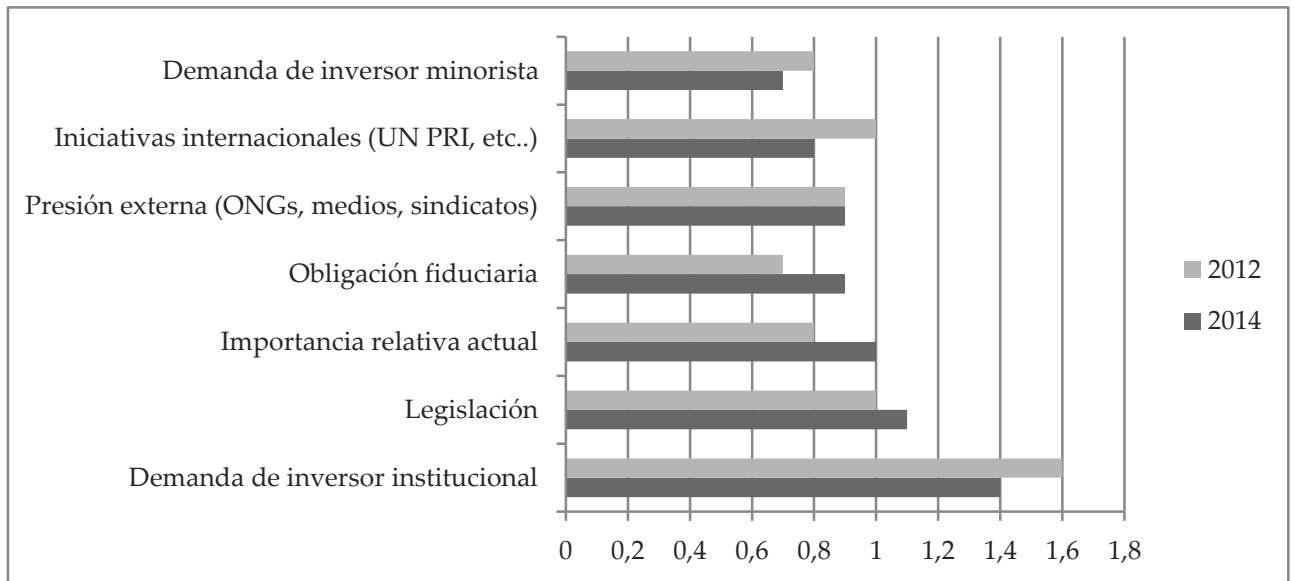


Fuente: Vigeo Italia, (datos a 30 de Junio 2014)

En conclusión, en los últimos años se ha producido un aumento en la demanda de este tipo de activo financiero. La institución Eurosif, en su informe sobre ISR de 2014 (Eurosif, SRI Study, 2014) publica las razones que pueden impulsar la demanda de estos productos, y la evolución de las mismas en los últimos años. Éstas se encuentran recogidas en la figura 4.13. En ella se puede apreciar que el motivo de peso se encuentra en la demanda de inversores institucionales, ya que éstos ostentan el 93% del total de estos activos bajo gestión, siendo los más activos los fondos de pensiones seguidos de las compañías aseguradoras³⁵. Sin embargo, también en los últimos años crece la demanda de productos ISR derivada de su creciente importancia además de la nueva regulación, que entre otros, impulsa la preferencia de los inversores hacia este tipo de productos.

³⁵ European Sustainable Investment Forum , Eurosif (2014). European SRI Study.

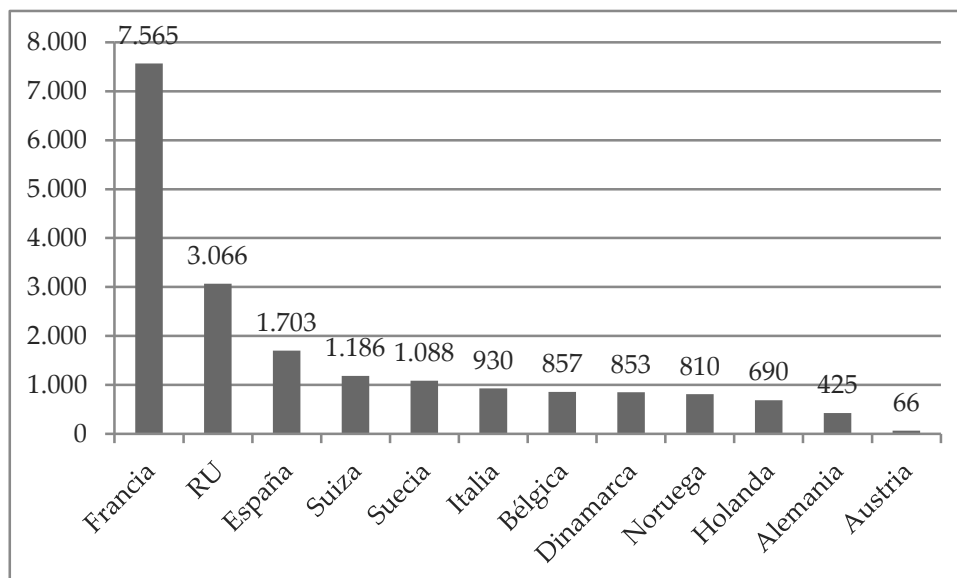
Figura 4.13. – Factores que determinan la demanda de fondos socialmente responsables



Fuente: Eurosif (2014)

Si desglosamos el patrimonio gestionado en ISR en Europa por países, obtenemos la importancia relativa de esta categoría de fondos por área geográfica. La figura 4.14. muestra el crecimiento de los activos bajo gestión por países, entre los años 2013 y 2014.

Figura 4.14. – Incremento anual de los activos bajo gestión en fondos socialmente responsables, por países. Período 2013-2014, (en mn de euros)



Fuente: Vigeo Italia, (datos a 30 de Junio 2014)

Como se observa en la figura anterior 4.14., en España la situación de la ISR dista de forma significativa de la que existe en otros países europeos como Francia o Reino Unido. En efecto, el capital invertido en ISR en España es similar al de Suiza, y muy inferior al invertido en otros países. Sin embargo, la tendencia en este sentido es positiva ya que, como muestra la figura, España es el tercer país que más crece en patrimonio dedicado a ISR en el período considerado. De hecho, en nuestro país cada vez más inversores institucionales, sobre todo fondos de pensiones que han adoptado alguno de los seis principios UNPRI para la ISR (detallados en el capítulo dos). Además, Eurosif (2010) estima que una cuarta parte de las gestoras tienen ya comités éticos, y contratar proveedores de análisis específico es cada vez más común.³⁶

Frente a ello, el mercado minorista crece mínimamente, aunque cabe destacar el interés hacia estos productos de los clientes de elevada capacidad económica, llamados *High Net Worth Individuals*, que encuentran en este tema de inversión una forma de diversificar su patrimonio y también de protegerse de los efectos de la reciente crisis financiera, debido a los requisitos de transparencia que se observan en esta área. Eurosif estima que a finales de 2009 el 11% de las carteras de estos clientes estaba compuesto por inversiones sostenibles. Sin embargo, la razón última de la poca penetración de este tema de inversión en las carteras de los inversores minoristas es el canal de distribución. Es decir, la red de oficinas bancarias y asesores patrimoniales varios, que no han sido entrenados para promocionar y vender estos productos.

Queda mucho camino por recorrer hasta que España alcance niveles europeos en lo que a la Inversión Socialmente Responsable se refiere. Por ahora da la sensación de encontrarnos en un círculo vicioso, ya que las entidades no crean fondos éticos porque no los demandan los inversores y éstos no solicitan este tipo de fondos por que los desconocen. La relativa debilidad de la demanda en España en relación a la demanda de otros países europeos puede deberse aspectos varios como la falta de compromiso por parte de los posibles inversores institucionales (ONGs, fundaciones, iglesia, colectivos religiosos, fundaciones, fondos de pensiones); escasa cultura de la ISR entre los inversores individuales en el mercado minorista; incipiente implicación gobierno y organismos reguladores en políticas públicas de apoyo a la ISR; incipiente implicación de los sindicatos en la integración de la ISR en los fondos de pensiones (administraciones públicas, empresas); reducidos incentivos en las instituciones gestoras: formación de profesionales, comercialización y marketing. Todo ellos lleva a una reducida,

³⁶ European Sustainable Investment Forum, Eurosif (2010). European SRI Study.

aunque creciente, oferta de productos en este ámbito. Como hemos indicado, las perspectivas son halagüeñas y se espera un continuado crecimiento de los activos bajo gestión en España en esta categoría.

Capítulo Cinco

Análisis de la viabilidad financiera de la banca sostenible

5 CAPÍTULO CINCO. Análisis de la viabilidad financiera de la banca sostenible

5.1 Introducción

En el presente trabajo hemos puesto de manifiesto que la gestión sostenible persigue crear valor a largo plazo, y supone una oportunidad para las entidades de crédito de generar nuevos ingresos por la innovación y diferenciación, entre otros aspectos. Además, permite controlar riesgos como los impactos medioambientales de los proyectos financiados o posibles riesgos reputacionales que tanto dañan la imagen de las empresas.

Desde principios de este siglo han surgido numerosos estudios vinculando la RSC y la evolución financiera, pero pocos de ellos están dedicados exclusivamente al sector bancario. Hace unos años, la RSC no estaba en la lista de prioridades ya que la actividad bancaria es, en principio, neutra desde el punto de vista social y medioambiental. Hoy en día, tras una de las crisis económicas más profundas de la historia moderna, que fue iniciada por los problemas del sector financiero, los bancos perciben la RSC como un medio idóneo para restaurar su imagen y credibilidad. En la actualidad, la RSC para el sector financiero debe ser un mandato indispensable, y no una opción.

El objetivo de este estudio es el análisis de la relación entre estrategias de RSC y retornos en el sector financiero. Los resultados económicos deberían mejorar tras aplicar políticas de RSC, como consecuencia de una mejora de las ventas debido a nuevos clientes, atracción de talento, o debido a una reducción de costes y mejora en la gestión de riesgos. Adicionalmente, Carroll (1979), Brammer y Pavelin (2005), Minor y Morgan (2011), y Hur, Kim y Woo, (2014) justificaron que la RSC tiene un impacto sobre la reputación.

Los estudios disponibles sobre la relación entre RSC y retornos dedicados al sector financiero son reducidos y enfocan la cuestión desde un punto de vista diferente. Nuestro análisis empírico sugiere que los bancos involucrados en políticas de RSC se benefician de una mejora en términos de ROAA. Adicionalmente, hemos tomado en consideración los efectos de la desaceleración económica iniciada en 2008, que modificó la estructura de la industria, para estudiar la vinculación entre RSC y retornos. El resultado es que las políticas sostenibles durante el período 2008-2013 no contribuyeron a una mejora en el ROAA de los bancos.

Las aportaciones de este modelo y contribución a la literatura existente son fundamentalmente tres. En primer lugar, se centra en el sector bancario, frente a la mayoría de los estudios que analizan el mercado en general. Además, mide el desempeño económico utilizando ratios

contables (ROAA) y no la evolución en el precio de las acciones, y, finalmente, determina el efecto de las políticas de RSC a lo largo de las diferentes fases del ciclo.

5.2 RSC y desempeño económico

5.2.1 Análisis de la literatura existente

El principal problema con respecto a la idoneidad de las políticas de RSC radica en la medida de sus beneficios, y cómo conducen a mejorar los rendimientos económicos. De hecho, la razón última por la que las empresas consideran la RSC como estratégica son los beneficios económicos que debería proporcionar. La literatura existente ha señalado múltiples vías por las cuales la RSC puede conducir hacia un mejor desempeño. Porter y Kramer (2006) sostienen que la RSC lleva aparejada una serie de ventajas competitivas. Sen y Bhattacharya (2001) destacan que, bajo ciertas condiciones, la RSC provoca reacciones positivas del consumidor, creando una nueva forma de diferenciarse de la competencia y ganar cuota de mercado entre aquellos individuos que valoran las cuestiones ambientales y sociales al tomar una decisión de compra. Lii y Lee (2012) concluyeron que ciertas actividades de RSC afectan la percepción del cliente hacia la empresa y mejoran la imagen de marca. Además, en caso de crisis producto-daño, Klein y Dawar (2004) demostraron que los consumidores favorecen aquellas empresas comprometidas con políticas de RSC. La Responsabilidad Social Corporativa también tiene beneficios en términos de empleo, reclutamiento y retención de talento, como demostraron Turban y Greening (1996) y más recientemente Glavas y Kelley (2014). Asimismo, las estrategias de RSC permiten el acceso a mejores condiciones de financiación según Cheng, Ioannou y Serafeim (2014). Más específicamente, Jiraporn et al (2014) demostró que las políticas de RSC tienen una influencia en la mejora de las calificaciones crediticias de la firma. Además, es una herramienta para mejorar la gestión y reducir los riesgos, ya que tiene un efecto "asegurador" (Godfrey, Merrill y Hansen, 2009). Como Margolis et al (2009, p.23) señalan, "la mala gestión, en caso de ser descubierta, tiene un efecto más pronunciado en el rendimiento financiero que la buena gestión (...) Las empresas por lo tanto, serán penalizadas al tomar decisiones incorrectas, por lo que puede tener sentido minimizar la posibilidad de incurrir en errores costosos." Por tanto, la RSC debe constituir una estrategia de crecimiento para los próximos años.

Los estudios empíricos en este ámbito han adoptado criterios heterogéneos para medir la sostenibilidad y el rendimiento económico y financiero (es decir diferentes enfoques de la RSC, y también diferentes ratios contables o financieros para medir el desempeño financiero, así como diferente horizonte temporal al considerar RSC y retornos). A pesar de ello, la mayoría de los estudios parecen confirmar un vínculo positivo entre la RSC y el resultado económico. Para analizar la relación entre la RSC y resultados, Raza et al (2012) publicaron un meta-análisis de la literatura en este área desde 1972 hasta el 2012. Otra meta-estudio de Orlitzky, Schmidt y Rynes (2003) muestra una asociación positiva entre RSC y retornos. La misma conclusión fue alcanzada por Van Beurden y Gossling (2008) en su estudio de la literatura, indicando que "la buena ética es un buen negocio". Una revisión más extensa de literatura es la realizada por Margolis et al (2007, 2009). Analizaron 251 estudios, encontrando una pequeña, pero positiva, relación entre RSC y retornos. De hecho, los estudios que muestran una relación positiva entre RSC y retornos son compatibles con el concepto de "hacerlo bien para hacer el bien" (Godfrey, 2005; Porter y Kramer, 2011). Esto se basa en la idea de que teniendo en cuenta las necesidades de un amplio grupo de partes interesadas, incluyendo no sólo los clientes, empleados y accionistas sino un grupo más amplio como comunidad, gobierno, ONGs, medios de comunicación, crea valor para el accionista debido a mejores resultados económicos o a una reducción de los riesgos.

Eccles et al (2012) evidenció que las empresas altamente sostenibles superan significativamente a sus competidores que aplican leves o nulas políticas de sostenibilidad. Este estudio sugiere que las empresas pueden adoptar políticas de RSC sin sacrificar la rentabilidad económica, y, además, demuestra que el desarrollo de una cultura empresarial sostenible puede ser una fuente de ventaja competitiva en el largo plazo.

La literatura sobre este asunto también ha demostrado (Van der Laan et al, 2008) que hay un efecto asimétrico en la relación RSC y desempeño. Los impactos negativos derivados de la ausencia o formulación incorrecta de las políticas de RSC tienen un efecto mucho mayor en los resultados (negativamente) que los efectos positivos de la RSC, que influyen de manera mucho más reducida a los resultados. Además, hay autores que concluyen que la relación entre la RSC y el desempeño no es lineal sino que tiene una forma de U invertida (Barnett y Salomon, 2006). En este caso, existe un nivel óptimo de RSC y cualquier desviación respecto a ese punto lleva aparejado una reducción en los resultados económicos.

A raíz de los argumentos anteriores, sugerimos que existe un vínculo positivo entre la RSC y desempeño de un banco. Sin embargo, la mayoría de la literatura existente deliberadamente

excluye el sector financiero, afirmando que su modelo de negocio es diferente. Como consecuencia, hay pocos estudios que investigan la relación entre la RSC y el desempeño en el sector bancario, como es el caso de Simpson y Kohers (2002), Soana (2011), Carnevale y Mazzuca (2014). Scholtens (2009) desarrolló un marco analítico para evaluar la conducta de responsabilidad social de los bancos internacionales. Chih et al (2010) también hizo una contribución interesante centrándose en los factores determinantes de la RSC dentro de la industria bancaria. San José (2011), propuso un nuevo indicador para diferenciar los bancos éticos del resto de bancos. Soana (2011) investigó las correlaciones entre RSC y ratios bancarios económicos y contables. Por su parte, Carnevale y Mazzuca (2014) sostienen que los bancos que proporcionan memorias de sostenibilidad obtienen una mejor evolución en el precio de sus acciones.

5.2.2 Sostenibilidad, Benchmarking y bancos

Según el programa UNEP de Naciones Unidas, la inversión responsable explícitamente reconoce la relevancia de los factores ambiental, social y de gobernabilidad, (comúnmente denominados ESG por sus siglas *Environmental, Social and Governance*) como una parte fundamental a la hora de determinar los componentes y el rendimiento de una inversión en el medio y largo plazo. Los fondos de Inversión Socialmente Responsables (ISR) se gestionan incluyendo en las decisiones criterios extra-financieros. Esta es una de las áreas de más rápido crecimiento en la industria de gestión de activos, ya que los mercados descuentan que las políticas de RSC pueden crear valor a largo plazo, y por tanto, constituyen una buena estrategia de inversión. Mackey, Mackey y Barney (2007) sostienen que una mejora en las prácticas socialmente responsables de una compañía aumenta el potencial alcista de sus acciones, debido, entre otras razones, al aumento de la demanda de este tipo de activos. De hecho, el interés de los inversores hacia la categoría de activos ISR muestra la creciente importancia de las políticas de RSC en el ámbito financiero. Por tanto, la ISR puede ser considerada como una prueba del apoyo que confieren los mercados financieros a las estrategias de RSC.

Como resultado de la creciente demanda de los inversores, en los últimos años se han creado índices bursátiles relacionados con este tema de inversión, que incluyen por tanto empresas gestionadas según los criterios de RSC. *Dow Jones Sustainable Index* es un ejemplo de estos índices, que recoge la evolución de las empresas que cumplen con los estándares financieros y de ESG previamente definidos.

Desde el punto de vista de las compañías, la inclusión en estos índices es difícil, y se subordina a la evaluación de las políticas de RSC por un calificador externo a la empresa, en este caso, la gestora de índices *Dow Jones*. Las empresas incluidas en estos índices son reconocidas como líderes de sostenibilidad en sus respectivos sectores y se benefician de la creciente demanda de productos relacionados con la sostenibilidad (Lo y Sheu, 2007). El apetito inversor hacia este tipo de productos sostenibles puede conducir, *ceteris paribus*, a un mejor desempeño de las acciones frente a la evolución de los precios de empresas no sostenibles.

La literatura existente respecto a banca sostenible y resultados no es extensa ya que la adopción de iniciativas de gestión sostenible por parte del sector financiero es relativamente reciente. La razón principal obedece a que las actividades bancarias tradicionales son, en principio, neutrales con respecto al medio ambiente, ya que se trata de la producción de servicios no contaminantes. Recordemos que el negocio bancario tradicional se basa en la intermediación entre unidades económicas deficitarias (faltas de recursos) y excedentarias (unidades ahorradoras o con superávit de recursos). Es decir, los bancos toman depósitos del público, vía cuentas corrientes e imposiciones a plazo fundamentalmente, para posteriormente transformarlos en préstamos. La banca constituye un sector muy relevante en las economías modernas ya que influye en el grado de desarrollo económico de un país (Cull, Demirgüç-Kunt y Lin, 2013), debido, entre otros motivos, a que el acceso a financiación conduce a la creación de empresas y con ello, a un mayor crecimiento económico. La labor de intermediación que desarrollan los bancos explica que este sector determine, en mayor medida, la composición sectorial del PIB, ya que deciden cómo distribuir los recursos financieros. Consecuentemente, el concepto de banca sostenible puede ser examinado desde una doble perspectiva: interna y externa. En el primer caso nos referimos a los factores económicos, sociales y de buen gobierno que deben ser implementados en la gestión diaria de cualquier empresa. En el segundo caso, se trata de un concepto más amplio que incluye el impacto social y ambiental de los bancos al asignar recursos financieros. Los Principios del Ecuador o *Equator Principles*, 2003, son un conjunto de principios y normas para promover la financiación hacia actividades socialmente responsables y respetuosas con el medio ambiente. Los bancos que voluntariamente los suscriben, se comprometen a integrar criterios sociales y medioambientales en sus decisiones de financiación y evaluación de riesgos. Wright (2012) cuantifica el impacto de los Principios del Ecuador sobre las prácticas en materia social, medioambiental y de gobierno de los bancos internacionales. En la misma línea, Zeidan et al, (2015), presentaron una herramienta que permite mejorar las prácticas de concesión de préstamos por parte de las instituciones financieras, basada en aspectos ambientales y sociales. Adicionalmente, los principios GRI

(Global Reporting Initiative) de la ONU incluyen normas específicas de publicación de memorias de sostenibilidad, denominadas SPI-Finance 2002 (Social Performance Indicators). Por otra parte, tras la reciente desaceleración económica, la imagen y reputación de estas entidades se ha deteriorado drásticamente. La opinión pública en general considera que los bancos han sido la principal causa de la crisis, y por el contrario, lejos de pagar por ello, han recibido ayudas. La idea que subyace en general es que los bancos estaban mal gestionados e infravaloraron sus riesgos, causando la crisis económica que hemos padecido, y, a pesar de ello, recibieron inyecciones de capital masivas. Entretanto, la economía real empezó a resentirse debido a la desaceleración del crédito y, como resultado, el desempleo creció rápidamente hasta las elevadas tasas que estamos padeciendo hoy. Por todo lo expuesto, hay un claro problema de imagen y reputación en el sector, que ha empujado a los bancos a adoptar políticas de RSC para rehabilitar su imagen, en el corto plazo, y para mejorar los resultados en el medio plazo. Se hace necesaria una mejora en la reputación de estas entidades, y la RSC puede ser una de las herramientas para conseguirlo. Hoy en día, prácticamente todo el sector presenta informes sobre cuestiones no financieras, como se demuestra por el creciente número de bancos que publican informes de sostenibilidad. Esta situación contrasta profundamente con el *statu quo* de hace unos años, cuando RSC no estaba en la agenda para la mayoría de los bancos.

5.3 Hipótesis y datos

5.3.1 Hipótesis

Esta tesis doctoral pretende comprobar empíricamente que las entidades bancarias con políticas reconocidas de responsabilidad social corporativa obtienen mejores retornos. Es decir, que los bancos con RSC mejoran sus retornos. Por tanto, proponemos la siguiente hipótesis sobre RSC y rendimiento:

Hipótesis 1. Las actividades de RSC tienen un efecto positivo sobre el desempeño de los bancos.

Adicionalmente, nuestro objetivo es investigar los efectos de la recesión económica sobre la relación entre RSC y retornos económicos. Al principio de la crisis, algunos académicos debatieron respecto al impacto que el nuevo contexto macroeconómico provocaría sobre la inversión en RSC (por ejemplo, Fernández-Feijóo, 2009). Algunos consideraron que, al atravesar importantes dificultades económicas, las empresas tenderían a reducir costes redundantes para preservar la rentabilidad, incluyendo el recorte de presupuesto para actividades relacionadas con la RSC, por considerarse superflua. Paralelamente, otros autores pronosticaron que las empresas estratégicamente comprometidas con la gestión socialmente responsable mantendrían

el gasto en este área, a pesar de las dificultades relacionadas con el entorno económico. Específicamente en el sector financiero no hay estudios previos sobre el efecto de la RSC en los retornos durante las depresiones económicas, con la excepción de Carnevale y Mazzuca (2014), quienes sí estudiaron, para los bancos europeos, el impacto de la RSC en el desempeño en entornos de crisis, hasta el segundo trimestre de 2011. La posibilidad de que las políticas de RSC permitan preservar el valor de mercado de la empresa en períodos de crisis fue analizada por Ducassy (2013), sobre empresas francesas cotizadas desde 2007 hasta mediados de 2009. En nuestro caso, consideramos que debe tenerse en cuenta la influencia de la crisis cuando se vincula RSC y desempeño económico, especialmente en relación con el sector bancario que tan duramente ha sido golpeado por la recesión económica. De acuerdo a estas consideraciones, proponemos dos hipótesis alternativas sobre la influencia de la crisis económica en la relación entre RSC y retornos:

Hipótesis 2.A. En un período de recesión económica, las actividades de RSC tienen un efecto positivo sobre el desempeño del banco.

Hipótesis 2.B. En un período de recesión económica, las actividades de RSC tienen un efecto negativo sobre el desempeño del banco.

5.3.2 Muestra

Nuestro universo es el sector bancario europeo cotizado. Los motivos por los que sólo incluimos entidades cotizadas son dos: en primer lugar porque las entidades cotizadas proveen una mayor cantidad de datos y, en segundo lugar y más importante, porque la mayoría de las empresas del sector están cotizadas. Dentro de la industria financiera hemos analizado los bancos comerciales y de inversión, dejando aparte aseguradoras, Reit, conglomerados, bolsas de valores y otras instituciones que formalmente están comprendidas dentro de la clasificación de sector financiero, pero que consideramos no relevantes a los efectos de esta tesis doctoral.

La muestra consta de 18 bancos europeos observados durante 11 años (2003-2013, ambos incluidos). Las muestras de datos de este estudio se han tratado como conjuntos de datos en panel ya que tienen una doble dimensionalidad. Se trata de unidades individuales (bancos) cuyos datos combinan series longitudinales temporales (años) con unidades de sección cruzada o corte transversal (Crisis/No crisis; RSC/No RSC).

El uso de datos en panel permite reducir el riesgo de obtener estimaciones sesgadas y ayuda a identificar y medir efectos no detectables con datos puros de corte transversal o de series

temporales. Por otro lado, debido a que todas las unidades transversales se observan el mismo número de veces se trata de un panel de datos completo o equilibrado, resultando un total de 198 observaciones.

En este caso se trata de un modelo estático de datos en panel, ya que todas las variables consideradas en los modelos pertenecen a los mismos períodos temporales. Se estimará un modelo de regresión de componentes de error de dos factores (transversal y tiempo). En este modelo se considera que cada entidad bancaria va a sufrir los efectos transversal (Crisis/No crisis; RSC/No RSC) y temporal (Año).

Es importante señalar que los bancos europeos incluidos en la muestra son las 18 mayores instituciones del sector que han formado parte de los DJSI durante al menos un período en la última década. Estas empresas están diversificadas geográficamente, todas ellas están sometidas a la normativa bancaria de Basilea y, muy recientemente, todas comparten un supervisor común tras la Unión Bancaria en la UE (octubre de 2014). Los bancos que componen nuestro universo representan una muestra uniforme que permite extrapolar las conclusiones de este estudio al resto de bancos europeos cotizados. La tabla 5.1. compara las entidades de nuestro análisis en términos de tamaño, resultados operativos, evolución de valor de mercado, valoración, riesgo, calidad de los activos y grado de eficacia. El valor de mercado combinado de toda la muestra en 2013 es 885.200mn€, con unos activos totales de 19.800bn€ en el mismo año. El ROAA baja desde un 0,59% de media en 2007 (antes de la crisis) hasta un 0,02% de media en el 2013 (después de la crisis).

Nuestro estudio abarca once años, correspondientes al período 2003-2013. Esta elección no es al azar, sino que pretende capturar los efectos de la crisis financiera y de los períodos de expansión sobre la relación RSC y desempeño económico. Estudios anteriores sobre dicha relación aplicada al sector bancario no incluyen datos relacionados con el ciclo completo. Por ejemplo, Carnevale y Mazzuca (2014) tienen un modelo de regresión que acaba al final de 2T11. En nuestro caso, consideramos todas las variables hasta final del año 2013. La muestra incluye también datos de 2008 a 2013, período marcado por la caída sin precedentes del PIB en Europa. Estas condiciones macroeconómicas extremas podrían causar un cambio en la contribución global de la RSC al desempeño de los bancos.

Tabla 5.1. - Principales indicadores de rendimiento para nuestra muestra de bancos europeos

Bancos	Tamaño	Desempeño		Valoración de mercado	Retornos		Resultados operativos	Calidad de activos	Riesgo	Eficiencia
	Capitalización bursátil '13 (% del sector)*	Activos totales '13 (% del sector)*	Evolución de la acción 2012-2013 %	P/BV '13	ROAA '07 (pre-crisis)	ROAA '13 (post-crisis)	Margen de intermediación '12-'13 (%)	NPL/Activos totales '13 (%)	Pago de dividendo '03-'13**	Costes/ingresos '13
Banco Santander	8,33	5,75	17,12	1,0x	0,9%	0,4%	-13,97	3,73%	D	50%
Barclays	5,95	8,14	32,97	0,8x	0,4%	0,0%	-2,84	0,84%	D	71%
BBVA	5,85	3,00	36,52	1,2x	1,3%	0,1%	-3,37	4,37%	D	52%
BNP Paribas	7,96	9,28	33,32	0,8x	0,5%	0,2%	-5,28	2,52%	D	67%
Commerzbank	1,51	2,83	59,48	0,5x	0,3%	0,0%	-5,23	2,83%		73%
Credit Agricole	2,63	7,93	53,16	0,5x	0,3%	0,2%	-6,12	0,99%		70%
Credit Suisse	4,01	3,67	45,73	1,0x	0,6%	0,2%	12,03	0,21%	D	82%
Deutsche Bank	3,99	8,31	15,42	0,6x	0,4%	0,0%	-6,65	0,63%	D	89%
HSBC	16,94	10,00	1,74	1,1x	0,9%	0,6%	-9,74	1,88%	D	60%
ING	4,41	5,57	41,62	0,8x	0,7%	0,2%	0,79	1,47%	D	57%
Intesa	3,30	3,23	37,96	0,7x	0,6%	(0,7%)	-13,76	9,19%		51%
Lloyds Banking Group	7,65	5,25	62,83	1,4x	0,9%	(0,1%)	2,68	3,17%		53%
Nordea Bank	4,48	3,25	35,23	1,3x	0,8%	0,5%	-3,95	1,04%	D	51%
Royal Bank of Scotland	5,19	6,37	2,78	0,7x	0,6%	(0,7%)	-8,37	3,19%		64%
Societe Generale	3,81	6,26	52,49	0,6x	0,1%	0,1%	-7,42	2,05%		72%
Standard Chartered	4,48	2,52	-15,19	1,2x	0,9%	0,7%	-3,05	1,32%	D	54%
UBS	5,99	4,25	16,98	1,3x	(0,2%)	0,3%	-4,94	0,19%		88%
Unicredit	3,52	4,36	45,17	0,7x	0,6%	(1,5%)	-9,07	10,11%		62%
	100,00	100,00			(media): 0,595%	0,027%				

* Como si nuestro universo fuera 100% del sector. ** D denota los bancos que nunca eliminaron el pago de dividendos durante el período 2003-2013. P/BV indica ratio precio sobre valor en libros; ROAA indica retorno sobre activos totales medios; NPL indica créditos dudosos y/o morosos.

5.4 Medidas

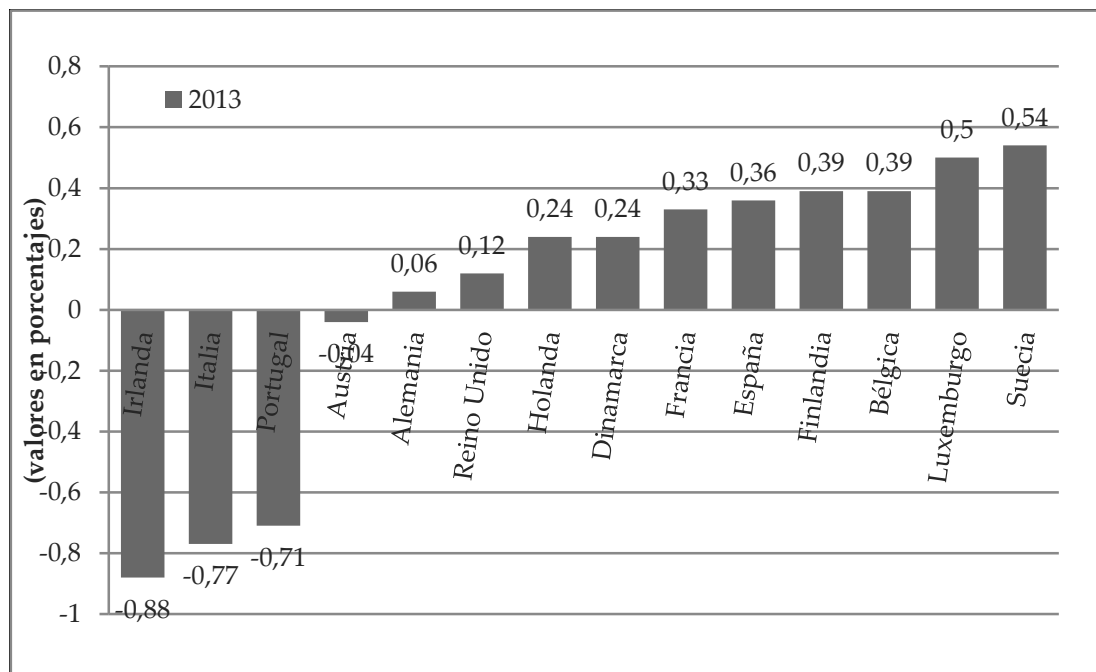
5.4.1 Variable dependiente

Tradicionalmente las medidas de rentabilidad de una entidad bancaria han sido el ROA (la rentabilidad sobre activos) y el ROE (la rentabilidad sobre los recursos propios), como apuntan López Pascual y Sebastián (2015). En ambos casos, es preferible relacionar el beneficio neto con el valor medio del activo y de los recursos propios, respectivamente, para evitar comparar un resultado de un período con un dato relativo a un determinado momento. Los estudios previos adoptan diferentes criterios en la medida del desempeño financiero, ya sea en base a retorno sobre activos (ROA) o retorno sobre capital (ROE), o bien Q de Tobin como indicador del valor de la empresa y por lo tanto de sus retornos, o, finalmente, algunos análisis equiparan desempeño a la variación en el valor de mercado de la firma. Según Raza et al (2012), el 63% de la literatura existente concluyó que RSC y desempeño están positivamente relacionados, sin embargo, este porcentaje varía dependiendo de la forma de medida de los retornos. De hecho, el 88% de los estudios que midieron el desempeño a partir del ROE o ROA obtuvo un resultado positivo, mientras que utilizando la evolución del valor en bolsa este resultado cae a 28%. Finalmente, no hay evidencia suficiente sobre los resultados que se obtienen utilizando otras medidas como valor de mercado sobre valor en libros o Q de Tobin, ya que el número de estudios publicados es limitado. En nuestro caso, hemos analizado rendimiento medido por ROAA.

Según los hallazgos de Simpson y Kohers (2002), el retorno sobre la media de los activos (ROAA) es un medio adecuado para determinar la rentabilidad de los bancos. El rendimiento sobre activos mide la capacidad del equipo gestor de conseguir financiación, fundamentalmente vía depósitos, a un coste razonable, y transformar dichos fondos en inversiones y préstamos rentables. Para la mayoría de los bancos, los préstamos constituyen el grueso de los activos totales, y los intereses sobre préstamos explican una elevada proporción de sus ingresos (Simpson y Kohers, 2002). No utilizamos ROE porque, como Simpson y Kohers destacan, en el sector bancario el ROE muestra la misma información financiera que el ROA (Simpson y Kohers, 2002). En consecuencia, para determinar la relación entre la RSC y el rendimiento económico, analizaremos el ROAA como variable dependiente. Este indicador se ha empleado con anterioridad por Barnett y Salomon (2012), Soana (2011), Van der Laan (2008), Simpson y Kohers (2002), entre otros.

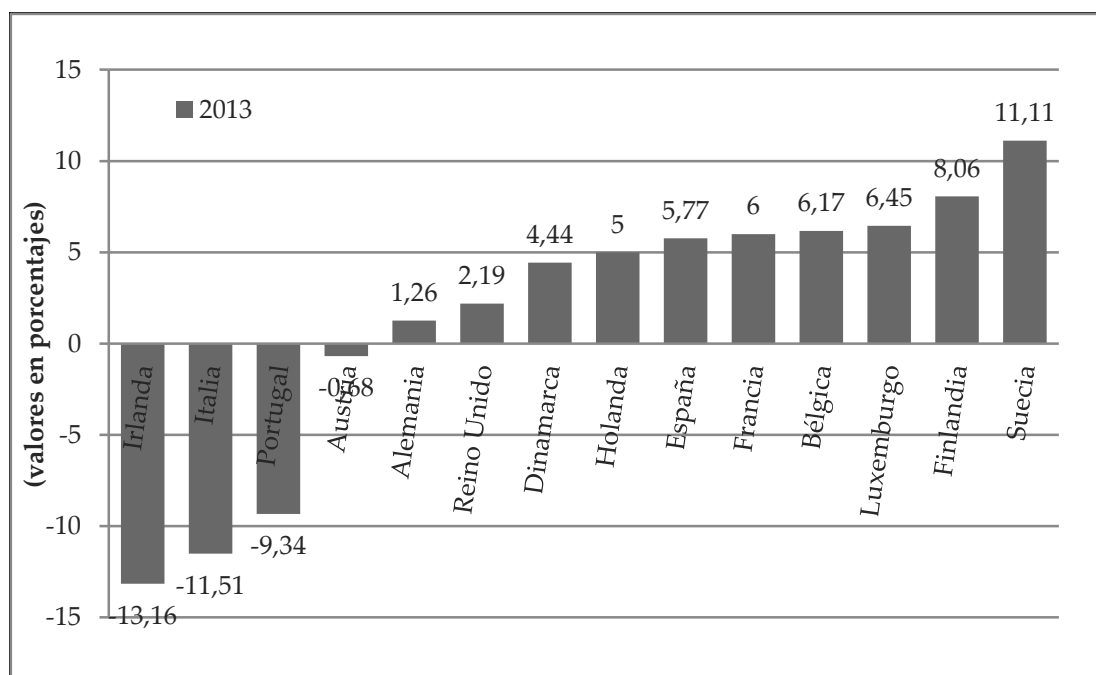
En la figura 5.1. y 5.2. se detalla el desglose por países del ROA y ROE respectivamente de las principales entidades europeas, referido al año 2013 que es el último que incluimos en nuestro análisis.

Figura 5.1. - ROA entidades de crédito Europeas en 2013, por países



Fuente: López Pascual y Sebastián (2015)

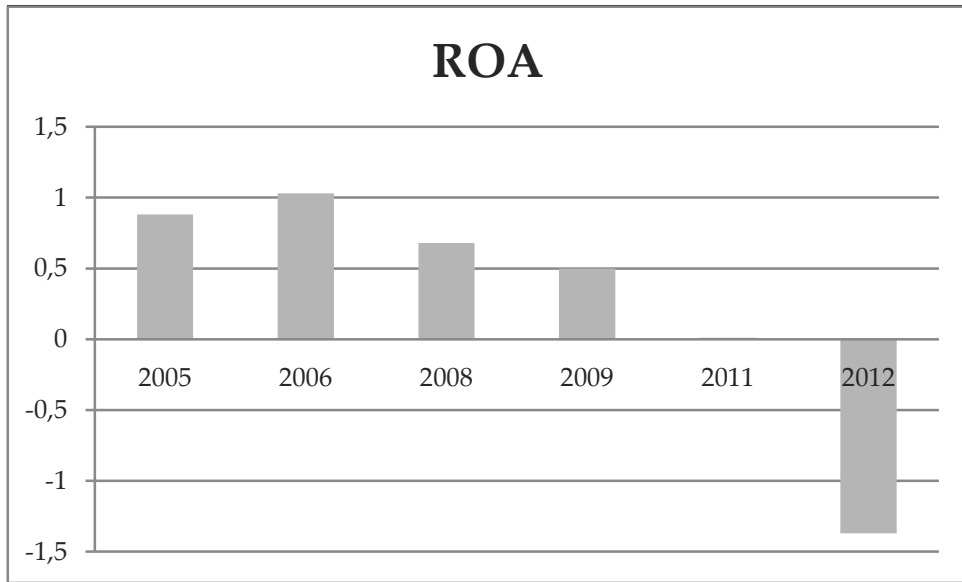
Figura 5.2. - ROE entidades de crédito Europeas en 2013, por países



Fuente: López Pascual y Sebastián (2015)

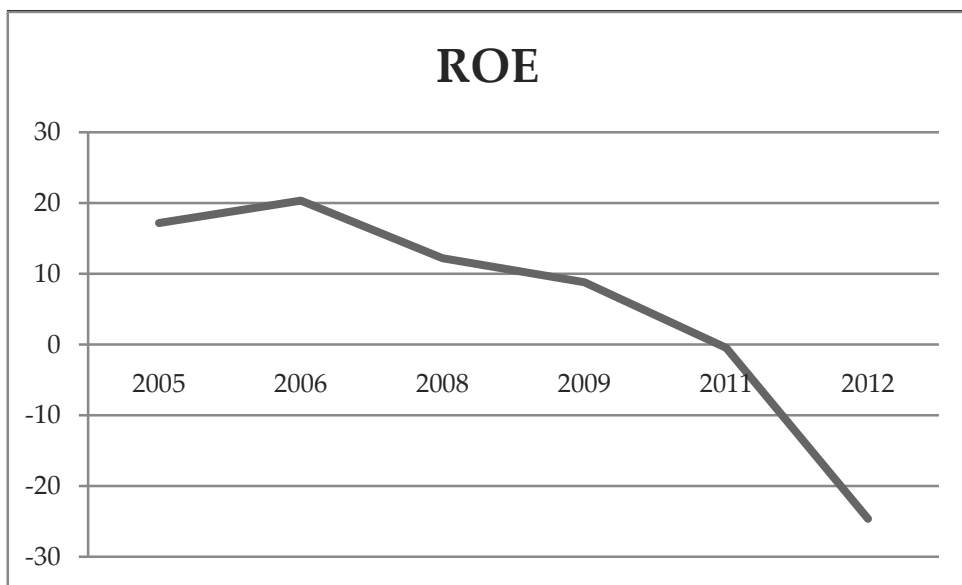
Respecto a la evolución reciente de ROA y ROE de las entidades de crédito, las figuras 5.3. y 5.4. muestran, respectivamente, el descenso que han sufrido ambas magnitudes a raíz de la crisis financiera iniciada en 2008.

Figura 5.3. - Evolución histórica ROA entidades Europeas



Fuente: López Pascual y Sebastián (2015)

Figura 5.4. - Evolución histórica ROE entidades Europeas



Fuente: López Pascual y Sebastián (2015)

5.4.2 Variables independientes

Considerando la situación del sector financiero tal y como se describió anteriormente, se hace evidente el riesgo de políticas de RSC "cosméticas" en contraposición a políticas de verdadero compromiso con los aspectos sociales, medioambientales y de gobierno. Por lo tanto, a los efectos de este estudio, no se considera banco sostenible aquel que presenta informes de sostenibilidad (puesto que a día de hoy la mayoría de ellos lo hace), sino que delegamos en una empresa externa la valoración de las políticas de sostenibilidad de cada entidad. Los índices de sostenibilidad *Dow Jones* califican el grado de sostenibilidad de cada firma mediante un análisis de sus políticas sostenibles, configurando así los índices de sostenibilidad *Dow Jones* (DJSI). Las compañías incluidas en estos índices se consideran una referencia en cuanto a las mejores prácticas sostenibles en todos los sectores.

Los índices de sostenibilidad *Dow Jones* recogen la evolución de las acciones de empresas líderes mundiales en aspectos económicos, ambientales y sociales. En particular, los miembros del índice *DJSI Europe* son empresas europeas incluidas en el índice *Dow Jones Stoxx 600* que cuentan con las puntuaciones más altas en la valoración de RSC. La reputación de los índices DJSI es ampliamente reconocida por la industria, de forma que numerosos inversores institucionales adoptan estos índices como referencia de rentabilidad para carteras de inversión en compañías sostenibles. Adicionalmente, DJSI es líder en cuanto a índices bursátiles sostenibles, como denota, por ejemplo, los activos bajo gestión de las ETFs que replican dichos índices.

Para determinar la pertenencia al índice, DJSI elige a las mejores compañías de cada sector de acuerdo a diferentes criterios publicados anualmente por RobecoSAM que es la compañía que gestiona sus índices sostenibles. Por tanto, para formar parte o permanecer en el índice, las empresas tienen que intensificar continuamente sus iniciativas en materia de sostenibilidad.

Consideramos banco sostenible aquel que pertenece al DJSI en el año de referencia. Por tanto, nuestra variable de interés es la RSC, tomando como proxy la pertenencia anual al *DJSI Europe*. Como no disponemos de una escala o grado de sostenibilidad, esta variable se considera dicotómica, con valor 1 si el banco pertenece al grupo de bancos sostenibles en ese año, y cero en caso contrario. En suma, hemos elegido como proxy a la RSC la pertenencia al DJSI; sin embargo, como no existe una definición única de RSC, es posible cuantificar esta variable de acuerdo a otros indicadores. Otros estudios que vinculan la RSC con los retornos se basan en diversos recursos y criterios para determinar qué empresas son sostenibles. Por ejemplo,

algunos autores consideran sostenibles aquellas empresas que presentan memorias de sostenibilidad, o, más aún, aquellas que elaboran las memorias de sostenibilidad de acuerdo a las directrices de los principios internacionales GRI. Esta metodología tenía sentido en el pasado, cuando no estaba muy extendida la elaboración de informes de RSC, sin embargo, en la actualidad es un criterio difícil de justificar ante la existencia de un número creciente de empresas que elaboran sus informe de sostenibilidad según GRI. Además, una reciente directiva de la UE obliga a las " entidades de interés público " con más de 500 empleados a publicar un Informe sobre prácticas sostenibles a partir del año 2018.

Otros criterios ampliamente utilizados en este tipo de estudios son el uso de clasificaciones por parte de consultores externos tales como los índices de reputación proporcionados por KLD indicadores sostenibles, que se utilizan para determinar los componentes y composición de *MSCI KLD 400 Social Index* y *FTSE KLD Europa Asia Pacífico Sustainability Index* (Barnett y Salomon, 2012; Godfrey et al, 2009; Van der Laan et al, 2008). La clasificación de la revista Fortune (Griffin y Mahon, 1997) es otra medida de RSC proporcionada por terceros, así como el ranking 100 mejores ciudadanos publicado por la revista CR (Sabbaghi y Xu, 2013) o el Índice de reputación corporativa calculado por la Revista Forbes. No compartimos estos criterios ya que es importante diferenciar reputación de RSC. Aunque ambos aspectos están interconectados, reputación depende de la percepción pública mientras que la RSC depende de la voluntad de la compañía.

Algunos autores definen la sostenibilidad por la inclusión en índices éticos tales como Índices sostenible *Ethibel* (Soana, 2011). Creemos que, aunque estos índices son interesantes, los DJSI son más rigurosos y relevantes en la industria, y en consecuencia, clasificamos nuestro universo de compañías en bancos con sostenibilidad elevada y reducida de acuerdo a sus criterios. Por último, existen estudios que cuantifican el grado de RSC según el contenido de los informes anuales, o los resultados de encuestas y cuestionarios. Frente a dicha metodología, consideramos que los datos proporcionados por una agencia calificadora suponen una forma menos subjetiva de medir la RSC.

De hecho, la metodología de RobecoSAM se basa en la aplicación de criterios para evaluar las oportunidades y los riesgos derivados de las dimensiones económicas, ambientales y sociales de cada una de las empresas elegibles. La guía DJSI 2014 presenta el conjunto de políticas que deben adoptar las empresas para convertirse en miembros del DJSI y por lo tanto, para ser incluidas en nuestro grupo de bancos con sostenibilidad elevada.

La bondad de los DJSI como proxy de la RSC, fue resaltada por Artiach et al (2010), debido a la metodología *best-in-class* que emplea. Un elevado número de estudios sobre la vinculación RSC y desempeño financiero utiliza la pertenencia al DJSI como método para determinar la sostenibilidad de las compañías (Lourenço et al, 2012; Eccles et al, 2012; Chih, et al, 2010; Consolandi et al, 2009; Lo y Sheu, 2007; López et al, 2007). Otros estudios basados en los índices DJSI sobre la relación entre RSC y retornos agruparon la muestra de empresas distinguiendo entre baja y alta sostenibilidad. Siguiendo esa misma línea, vamos a centrar nuestro estudio en el sector bancario, que representa más del 20% de la capitalización del mercado europeo.

Es importante destacar que la composición del DJSI se revisa anualmente, y, como tal, hemos incluido en nuestro modelo el efecto de los cambios en la composición del índice a lo largo del tiempo. En la última publicación de los integrantes del índice *DJSI Europe*, es notable la ausencia de bancos franceses y alemanes y la del banco HSBC, uno de los mayores en el sector. Al considerar los cambios en la composición del índice, nuestro grupo de alta sostenibilidad puede tener diferente composición en cada periodo. Como resultado, la variable RSC es dicotómica y puede modificarse para cada banco anualmente, dependiendo de la composición del índice. Sin embargo, también es interesante señalar que en el sector bancario los componentes han sido bastante estables durante los últimos años.

Además, nuestro objetivo es determinar la relación entre RSC y desempeño económico durante el período de crisis financiera. Consideramos período 2003-2007 como pre-crisis y el periodo 2008-2013 como crisis. Para probar el efecto de la RSC sobre los resultados en el caso de que la empresa esté comprometida con las políticas de RSC incluso durante los períodos de crisis, se incluye un término de interacción entre la variable RSC y una variable dicotómica de año crisis o pre-crisis. Dicha variable equivale a 1 o 0 dependiendo del año de observación, es decir, cero en períodos pre-crisis (2003-2007) y uno en periodos de crisis (2008-2013). Multiplicamos ese número por la variable *dummy* RSC, y el resultado es el término de interacción. Esta nueva variable mide el efecto que la RSC produce en los resultados del banco dependiendo de la fase del ciclo económico (crisis o no) en el año considerado.

5.4.3 Variables de control

Las variables de control afectan a la variable dependiente ROAA, y por tanto deben considerarse, pero no representan el centro de interés de nuestro estudio. Hemos incluidos las variables de control típicamente utilizadas en este tipo de modelos. McWilliams y Siegel (2001)

enumeran una serie de variables de control con el objetivo de determinar un nivel óptimo de RSC. Andersen y Dejoy (2011) propusieron una serie de variables de control para examinar el vínculo entre RSC y desempeño financiero.

El riesgo es un factor importante para controlar, que medimos como proxy al pago de dividendo. Lo y Sheu (2007) introdujeron en su modelo una variable de control basada en la distribución de dividendos. Dentro del sector bancario europeo varias instituciones han cancelado el pago de dividendos en los últimos años, a medida que aumentaba el riesgo de negocio y su situación financiera empeoraba. En efecto, durante el período considerado (2003-2013), 45% de los bancos en nuestra universo no distribuyó dividendos durante uno o más años, como muestra la tabla 1. En este escenario, es probable que el ROAA se vea afectado, por lo que aplicamos una variable dicotómica que es igual a uno si el banco paga dividendo en el año considerado. Esperamos una relación positiva entre la distribución de dividendos y el rendimiento.

Es evidente que las grandes empresas pueden tener mayores recursos dedicados a las actividades de RSC, pero también pueden tener la tentación de obviar sus responsabilidades, actuando bajo la filosofía de demasiado grande para quebrar. Wu (2006) publicó un meta-análisis vinculando RSC, retornos y tamaño de la empresa, encontrando una relación pequeña pero positiva en cuanto a tamaño. La mayoría de los estudios revisados incluyen activos totales o logaritmo natural de los activos totales como variable de control para medir el tamaño (Waddock y Graves, 1997; Simpson y Kohers, 2002; Lo y Sheu, 2007; Eccles et al 2012; Carnevale y Mazzuca, 2014). Existen algunas excepciones que consideran el número de empleados como medida de tamaño. Este es el caso de Ducassy (2013), Barnett y Salomon (2012), Scholtens (2009) y Van der Laan (2008). En nuestro modelo medimos el tamaño por el logaritmo de los activos totales.

Los factores macroeconómicos son relevantes a la hora de determinar el ROAA los bancos. Hay numerosos análisis sobre indicadores macroeconómicos que producen mejoras en el rendimiento de los bancos. Por ejemplo, Jamal et al (2012) sostuvo que el crecimiento anual del PIB real y la tasa de inflación son los principales determinantes de la rentabilidad de los bancos. Dada la exposición cíclica del sector bancario y la relevancia del crecimiento del PIB en el desempeño de los bancos, incluimos la tasa de crecimiento del PIB real por país como variable de control. El crecimiento económico, medido por el PIB real, tiene un efecto positivo sobre los activos y pasivos de los bancos. Permite captar un mayor volumen de fondos de clientes, que son transformados en préstamos de mayor calidad y menor riesgo, medido por una reducción

en la tasa de morosidad derivada de la mejora del entorno económico. En resumen, la tasa de crecimiento real del PIB nos permite explicar mejor la evolución de la variable dependiente (ROAA) y también atender a las diferentes nacionalidades de los bancos de nuestra muestra. La información sobre el PIB real, en tasa de crecimiento anual, ha sido obtenida del *FMI World Economic Outlook*.

Desde el punto de vista macroeconómico, la inflación constituye también una variable importante al tratar de explicar la composición del ROAA. Si los bancos son capaces de anticipar correctamente la tasa de inflación, se producirán ajustes en los tipos de interés, lo que puede conducir a mayores ganancias. Jamal et al (2012) también considera las tasas de inflación como determinante de los retornos de los bancos. Chih (2010) analiza diversas variables macroeconómicas en su modelo, incluida la tasa de inflación, así como el índice de precios industriales y el índice de confianza del consumidor.

La tabla 5.2. presenta un resumen y descripción de las variables dependiente, independientes y de control.

Tabla 5.2. - Resumen de variables y definiciones para las ecuaciones de regresión

<i>Variable dependiente</i>	
ROAA	Retorno sobre activos medios. Retorno en el año t dividido por los activos totales promedio
<i>Variables independientes</i>	
RSC	Variable <i>dummy</i> , 1 si la empresa pertenece a DJSI y 0 en caso contrario.
Término de interacción	RSC * AÑO DUMMY (Año <i>Dummy</i> = 1 para el período 2008-2013, = 0 en caso contrario)
<i>Variables de control</i>	
TAMAÑO	Activos totales ln
RIESGO	Pago de dividendos. Variable <i>dummy</i> = 1 si distribuye dividendo en el año en curso, = 0 lo contrario.
PIB	PIB real, crecimiento anual, país específico
INFLACIÓN	Tasa de inflación, media anual

Los datos relativos a los bancos de la muestra provienen de *Factset*. La información sobre el pago de dividendos se obtuvo de los informes anuales de las compañías. La tasa de variación anual del PIB real proviene del FMI, *World Economic Outlook*, mientras que la inflación media anual es proporcionada por el BCE (IPCA Índice de Precios al Consumidor Armonizado).

5.5 Metodología

Nuestro objetivo es investigar la relación entre la RSC y los retornos económicos dentro del sector financiero europeo. Para ello, hemos considerado un conjunto equilibrado de datos de panel correspondientes a 18 bancos europeos durante el período 2003-2013. Hemos construido un modelo de regresión, efectos fijos, según la siguiente ecuación lineal:

$$\begin{aligned}
 ROAA_{it} = & \beta_1 + \beta_2 RSC_i \\
 & + \beta_3 PIB_{it} + \beta_4 Inflación_{it} + \beta_5 Activos\ totales\ ln_{it} + \beta_6 Dividendo_{it} \\
 & + \beta_7 RSC_{it} \times \text{Año crisis} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Donde $ROAA_{it}$ es la variable dependiente retorno sobre activos medios, que mide el desempeño económico del banco en el período t . RSC_i es una variable binaria, que es igual a 1 si el banco pertenece al grupo de alta sostenibilidad en el período t , y 0 en caso contrario. Las variables de control son el PIB real en tasa de crecimiento anual, la inflación media para el año t , los activos totales en escala logarítmica y la variable dicotómica dividendo, valorada en cero si el banco no distribuyó dividendo en el año t , y en uno en caso contrario. Finalmente, el término interacción mide el efecto sobre ROAA de ser sostenible durante los períodos de crisis y se calcula mediante la interacción de la variable *dummy* RSC_i y una variable binaria adicional que tenga represente los períodos previos a la crisis o crisis (es decir, 1 si crisis y cero lo contrario). β son los parámetros que van a ser estimados por el modelo de efectos fijos, y ε_{it} es el término de error, que se asume es una variable aleatoria independiente e idénticamente distribuido.

Los componentes de este modelo pueden variar a lo largo del tiempo y entre los diferentes bancos. Es decir, variabilidad *within*, que es la variación en el tiempo para un determinado banco, y variabilidad *between*, que considera la variación entre los distintos bancos. En nuestro caso, la elección de grupos concretos de entidades bancarias y años, para formar parte de la muestra hace que las variables se traten como de efectos fijos. Esto significa que consideramos únicamente la variabilidad *within*, es decir, la variación en el tiempo de cada banco, pero que existe una única distribución para toda la muestra.

5.6 Resultados del modelo

5.6.1 Análisis univariante y estadística descriptiva

En primer lugar, se procede a determinar la normalidad de los datos, que se analiza por la prueba de Kolmogorov-Smirnov para una muestra. El resultado debe ser consistente con un p valor $>0,05$ en cada variable, solo en el caso de las variables continuas, no las dicotómicas ni las interacciones que vienen de variables normales. La normalidad de las variables determina que los gráficos de histogramas de frecuencia tengan una distribución normal tipo campana de Gauss.

Posteriormente, se realiza un análisis de correlaciones entre las variables utilizando la correlación de Pearson, que es válida para variables de distribución normal. En este caso se mide el grado de relación entre dos variables. Como es sabido, a diferencia de la covarianza, la correlación de Pearson es independiente de la escala de medida. Los niveles correspondientes deben situarse entre -1 y 1 , que determinan los extremos, en cuyo caso habrá relación directa positiva o negativa. Si $r=0$ no hay relación lineal, aunque esto no significa necesariamente que las variables sean independientes. Si los valores de significación son mayores a $0,05$ no se acepta la hipótesis de correlación entre estas variables. En nuestro caso todas las variables son significativas.

La tabla 5.3. muestra las correlaciones entre las variables. El ROAA está correlacionado positivamente con la RSC, por lo que sugiere una relación directa entre rendimientos medidos por ROAA y bancos activamente comprometidos con las políticas de RSC, medida por la pertenencia al DJSI. Más interesante es la correlación negativa entre ROAA y tamaño, medido por el logaritmo de los activos totales, lo que sugiere que las instituciones más grandes tienen rendimientos más bajos. Inflación y ROAA también están negativamente correlacionados, probablemente debido a la incapacidad de los bancos para anticipar las tendencias futuras de inflación e introducir estas estimaciones en sus precios. Abreu y Mendes (2002) también encontraron una relación negativa entre inflación y rentabilidad en los bancos europeos. Obviamente, el crecimiento del PIB real y el ROAA se correlacionan positivamente, ya que la banca es un negocio cíclico. Asimismo, la variable dicotómica dividendo está directamente vinculada a ROAA, ya que toma valor uno cuando el banco paga dividendos, lo que significa que la rentabilidad es lo suficientemente elevada como para poder distribuir las ganancias, y a la inversa cuando la variable dividendo es cero. Sin embargo, el análisis de correlación no tiene

en cuenta la interacción entre las variables independientes y las de control, lo que justifica un análisis multivariante.

Tabla 5.3. - Correlaciones entre variables explicativas y ROAA

	RSC	PIB	Inflación	ROAA	Dividendo	Tamaño	RSC crisis
RSC	1	,014	-,003	,005	,191**	,344**	,529**
PIB	,014	1	,472**	,353**	,141*	-,130	-,415**
Inflación	-,003	,472**	1	-,005	,007	-,010	-,102
ROA	,005	,353**	-,005	1	,434**	-,418**	-,392**
Dividendo	,191**	,141*	,007	,434**	1	-,115	-,061
Tamaño	,344**	-,130	-,010	-,418**	-,115	1	,315**
RSC crisis	,529**	-,415**	-,102	-,392**	-,061	,315**	1

Nota: Esta tabla presenta los resultados de correlación de Pearson entre las variables incluidas en el modelo. La variable de interés RSC presenta una correlación positiva con el ROAA, indicando que existe una vinculación positiva entre ambas en el ámbito de los bancos europeos. También es interesante la correlación negativa entre ROAA y el término de interacción, que determina que los bancos que llevaron a cabo estrategias sostenibles durante los años de crisis no se beneficiaron de mejores resultados como consecuencia de ello. Correlación de Pearson (2-tailed): * y ** indican significación al 5% y 1%, respectivamente.

En cuanto a la significación de la constante, en nuestro modelo es 0. Entonces se acepta la hipótesis nula que consiste en $H_0: \beta_0=0$, lo cual determina que “no es conveniente incluir un término constante”. En este caso se escoge un modelo anidado. El modelo anidado tiene en cuenta los efectos o características individuales de cada empresa recogidas en el intercepto α . Según como sea α , puede ser de efectos fijos (solo variabilidad *within*, es decir, α es un valor constante para cada empresa pero existe una única distribución para toda la muestra) o aleatorios (*within* y *between*). Posteriormente se realiza el Test de Hausman y si se rechaza la hipótesis nula, como es nuestro caso, se elige efectos fijos, reconociéndose la correlación entre las variables explicativas y los efectos individuales.

5.6.2 Modelo base multivariante

Como se ha indicado, el efecto que la RSC tiene en ROAA ha sido estimado por el método de efectos fijos (véase tabla 5.4.), que sólo considera la variabilidad *within*, que es la variación en el tiempo para un determinado banco, y no la variabilidad *between*, que considera la variación entre los distintos bancos.

Es necesario medir la posible existencia de multicolinealidad, que consiste en la correlación entre tres o más variables explicativas. Si así fuera, se reduce el valor explicativo de las variables individuales porque están correlacionadas con otras variables incluidas en el modelo. Se ha realizado un diagnóstico de colinealidad, con un resultado positivo que indica ausencia de multicolinealidad.

El modelo permite obtener coeficientes beta estadísticamente significativos para todas las variables consideradas. Nuestra variable clave es la RSC, que tiene un parámetro asociado positivo y estadísticamente significativo. Se confirma así nuestra Hipótesis 1 sobre una relación positiva entre retornos y RSC en el sector bancario.

Respecto a la bondad del ajuste, utilizaremos el estadístico R-cuadrado y R-cuadrado ajustado. Los valores de cada uno de ellos son, respectivamente, 46,9% y 45,3%. Por tanto, según este último, la variable ROA queda explicada en un 45,3% por las variables explicativas según este modelo lineal. Dicho nivel de R-cuadrado ajustado es satisfactorio ya que nuestro análisis no pretende explicar los determinantes del ROAA, sino el grado en que la RSC contribuye al ROAA de los bancos europeos.

Para comprobar la solidez de nuestros resultados repetimos nuestra estimación excluyendo la variable de interés RSC, verificando que el modelo es estable. En efecto, la tabla 5.4. recoge el modelo completo (modelo 1) y el mismo modelo excluyendo de la estimación la variable de interés RSC (modelo 2).

Tabla 5.4. - Resultados de la regresión

	Modelo 1		Modelo 2	
	Coefficientes	Desviación típica	Coefficientes	Desviación típica
Constante	,036 (0,006)*		,036 (,006)*	
PIB	,000 (0,0001)*	2,27	,001 (,000)*	2,27
Inflación	-,001 (0,0003)**	0,74	-,001 (,000)*	0,74
Dividendo	,004 (0,0007)*	0,34	,005 (,001)*	0,34
Tamaño	-,006 (0,001)*	0,27	-,006 (,001)*	0,27
RSC	,002 (0,0006)*	0,48		
RSC crisis	-,003 (0,0007)*	0,48		
No. de observaciones	198		198	
R-cuadrado	0,469		0,413	
R-cuadrado ajustado	0,453		0,401	
F test	28,16		33,95	

Nota: Esta tabla presenta un resumen de los resultados de la regresión lineal realizada a partir de datos de panel de 18 bancos europeos. La variable dependiente es ROAA, *Return on Average Assets*, definida como el retorno en el año t dividido por la media de los activos en los períodos t y t-1. La variable dependiente más importante es la RSC, se trata de una variable dicotómica igual a 1 si la entidad está incluida en el índice *DJSI Europe* en el período considerado, y 0 en caso contrario. Las variables de control son la inflación anual media (porcentual), crecimiento anual del PIB real (porcentual) y la variable dicotómica dividendo, que es 1 si la entidad ha distribuido dividendo en el período y 0 en caso contrario. El control por tamaño se realiza incluyendo la variable logarítmica activos totales. Finalmente se incluye un término de interacción que mide el efecto de las políticas sostenibles sobre el ROAA durante los años de crisis económica (2008-2013). Errores estándar entre paréntesis. * y ** denota significación en los niveles de 1% y 5%, respectivamente.

Además de los resultados anteriores, este modelo permite determinar si la crisis financiera tuvo un impacto sobre el efecto de la RSC en los retornos de los mencionados bancos europeos. Los efectos de la crisis económica sobre la influencia de la RSC en ROAA se miden por el término de interacción, que representa los bancos comprometidos con políticas de RSC durante el período de crisis, es decir entre 2008 y 2013. Como se muestra en la tabla 5, el coeficiente negativo -0.03 indica que los bancos que apostaron por estrategias de RSC durante los años de crisis no fueron recompensados con una mejor evolución en términos de ROAA. Lo anterior confirma nuestra hipótesis 2B. Esto puede explicarse por la profundidad de la crisis económica considerada, con

efectos negativos sin precedentes sobre los retornos de los bancos. Nuestros resultados están en consonancia con los de Carnevale y Mazzuca (2014). Su estudio se centra también en los bancos europeos, aunque su período analizado se reduce hasta el segundo trimestre de 2011.

5.6.3 Modelo de ventanas recursivas

Con el objetivo de conseguir una mejor aproximación de los efectos de la crisis financiera sobre la relación entre la RSC y el desempeño en el sector bancario europeo, hemos construido un modelo de ventanas recursivas (del inglés *rolling windows*). Este tipo de análisis se aplica a menudo para determinar los posibles cambios de los parámetros a lo largo del tiempo. Los coeficientes de regresión deberían ser constantes en el período considerado, pero podría no ser el caso si las condiciones macroeconómicas cambian considerablemente. En ese escenario, las estimaciones del modelo de ventanas recursivas permiten capturar las variaciones de los parámetros durante diferentes periodos de tiempo. El horizonte temporal que estamos considerando incluye varios años donde el escenario macroeconómico cambió drásticamente, afectando negativamente a nuestro sector más que a otros. Esto podría tener una implicación en cuanto a la relación de RSC - ROAA en el tiempo, como sugiere el término interacción de nuestro modelo base. Para analizar este aspecto, estimaremos nuestro modelo en diferentes períodos de tiempo y monitorizaremos los cambios en el parámetro asociado a la variable de interés, es decir, la RSC. El resumen de los resultados del modelo de ventanas recursivas se especifica en la tabla 5.5. El modelo, lejos de ser estable a lo largo de los diferentes períodos de tiempo, evoluciona según vamos incorporando datos afectados por la crisis económica y financiera. En los períodos previos a la crisis el parámetro asociado a la RSC es positivo y estadísticamente significativo, como lo es la correlación de Pearson, pero, al avanzar hacia años de crisis, este parámetro se convierte en negativo, al igual que el factor de correlación. Los resultados corroboran nuestra conclusión anterior indicando que durante la recesión económica, los bancos no se benefician de las políticas de RSC como ocurre durante períodos de expansión, tal y como muestran los factores de correlación y parámetros asociados a la variable de RSC.

Tabla 5.5. - El efecto de la RSC en el ROAA de los bancos europeos a lo largo del tiempo. Modelo de ventanas recursivas

Período	2003-2008	2005-2009	2006-2010	2009-2013	2011-2013
	ROAA	ROAA	ROAA	ROAA	ROAA
<i>RSC</i>					
Correlación de Pearson	, 043	, 031	, 048	-, 084	-, 193
<i>Constante</i>	, 044 (0,008) *	, 063 (0,010) *	, 063 (0,010) *	, 017 (0,012)	, 007 (0,017)
<i>RSC</i>	, 003 (0,001) *	, 003 (0,001) *	, 002 (0,001) *	-, 001 (0,001)	-, 002 (0,001) ***
<i>Inflación</i>	, 001 (0,001)	-, 001 (0,000) *	-, 001 (0,000) **	-, 001 (0,001)	, 001 (0,001)
<i>PIB</i>	, 000 (0,000) ***	, 001 (0,000) *	, 001 (0,000) *	, 000 (0,000)	, 001 (0,000) ***
<i>Dividendo</i>	, 005 (0,002) *	, 003 (0,001) **	, 003 (0,001) *	, 004 (0,001) *	, 005 (0,001) *
<i>Tamaño</i>	-, 008 (0,001) *	-, 010 (0,002) *	-, 010 (0,002) *	-, 003 (0,002)	-, 002 (0,003)
<i>R2 ajustado</i>	0,482	0,48	0,44	0,178	0,211
<i>F test</i>	17,62	17,88	15,05	0,224	3,83
<i>No. Observaciones</i>	108	90	90	90	54

Nota: Esta tabla presenta un resumen de los resultados de la regresión lineal realizada a partir de datos de panel de 18 bancos europeos. Los datos se han observado referidos a diferentes períodos de tiempo (ventanas) al objeto de capturar mejor la evolución de la variable de interés RSC. Errores estándar entre paréntesis. *, ** y *** denotan significación en los niveles de 1%, 5% y 10% respectivamente.

5.7 Conclusiones del modelo

Los resultados anteriores permiten apuntar a que efectivamente hay una relación positiva entre las políticas de sostenibilidad de la banca europea y sus retornos económicos.

Los bancos intermedian entre unidades económicas que presentan déficit y superávit de recursos. Aparentemente su actividad no es dañina desde el punto de vista social o medioambiental. Sin embargo, debido a que los bancos financian actividades económicas que tienen un impacto social y ambiental, indirectamente, tienen una responsabilidad relacionada con estos aspectos.

Desde esta perspectiva, las entidades financieras emergen como uno de los sectores donde la RSC es clave para favorecer actividades socialmente responsables, preservando las rentabilidades financieras. Un enfoque socialmente responsable por parte de este sector tendría un efecto multiplicador en la economía, así como una mejora en la reputación de estas entidades, sin olvidar el objetivo de maximizar los beneficios.

Por ello, proponemos un modelo que vincule las estrategias socialmente responsables con sus rendimientos económicos, bajo la hipótesis que los bancos sostenibles obtienen mejores retornos que sus homólogos no sostenibles. Para ello, hemos planteado un modelo de datos de panel equilibrado, con una muestra de dieciocho entidades de crédito europeas durante 11 años, correspondientes al período 2003-2013. La variable dependiente o a explicar es precisamente el desempeño económico medido por el ROAA. Dicha variable se ha considerado en otros estudios que vinculan sostenibilidad y retornos, como son los de Barnett y Salomon (2012), Soana (2011), Van der Laan et al (2008), Simpson y Kohers (2002), o Aupperle y Carroll (1985). La variable independiente más importante, o de interés, es la Responsabilidad Social Corporativa medida por la pertenencia al índice *Dow Jones Sustainability Europe*. Este índice se ha utilizado muy frecuentemente como *proxy* a sostenibilidad en la literatura académica, por ejemplo en los trabajos de Lourenço et al (2012), Eccles et al (2012), Chih et al (2010), Consolandi et al (2009), Lo y Sheu (2007), López, García, y Rodríguez (2007).

Para explicar mejor la relación entre la variable dependiente y la independiente se incluyen variables de control como son el tamaño, medido por el logaritmo de los activos totales, el riesgo, medido por la distribución, o no, de dividendos durante el período considerado, y variables macroeconómicas que afectan a la rentabilidad de las entidades de crédito, en concreto la evolución del PIB del país de origen y la variación en la tasa de inflación.

En primer lugar se estudian los estadísticos descriptivos de cada una de las variables utilizadas y se explora la normalidad de los datos. Posteriormente se realiza un análisis univariante considerando la correlación entre variables. En concreto la variable de interés RSC presenta correlaciones positivas con la variable dependiente ROAA, lo que avala de forma preliminar nuestra hipótesis. Posteriormente se estiman los coeficientes mediante regresión lineal, obteniendo una beta positiva asociada a la variable RSC, lo cual confirma definitivamente la hipótesis presentada en esta tesis doctoral. La bondad del modelo, medida por el estadístico R-cuadrado ajustado, es satisfactoria al nivel de 45,3%.

Adicionalmente se ha querido determinar el efecto de la crisis económica sobre la relación RSC-Retorno económico en la banca europea. Para ello hemos incluido en el modelo anterior un término de interacción formado por las variables dicotómicas RSC y año de crisis. Esta variable presenta aquellas entidades aún durante la crisis llevaron a cabo políticas de RSC como resultado de su compromiso con dicha estrategia. Posteriormente, y con el mismo propósito, se lleva a cabo un modelo de ventanas recursivas o *rolling windows* que consiste en estimar el mismo modelo anterior pero considerando diferentes períodos temporales consecutivos (ventanas). Este método permite determinar que, durante el período de crisis 2008-2013, las políticas de RSC no condujeron a mejores resultados económicos, fundamentalmente debido al fuerte impacto negativo que dicha crisis tuvo sobre los resultados de las entidades financieras europeas.

En conclusión, este estudio constituye un avance en la comprensión del efecto de las políticas de RSC sobre los retornos de la industria financiera.

Muy específicamente en los bancos, nuestros resultados empíricos muestran que la RSC tiene una influencia positiva en los retornos. Además, consideramos el impacto de la recesión económica en dicha relación, mientras que los estudios previos en su mayoría se realizan antes de la crisis. Este hecho se traduce en un modelo más completo, que mide la relación de la RSC y los resultados de la banca a través del ciclo.

5.8 Limitaciones del modelo y futuras líneas de investigación

Al igual que ocurre en la mayoría de los modelos empíricos, existen limitaciones potenciales de este estudio como son los datos considerados y las medidas de ciertas variables. Somos

conscientes que, si la RSC se equiparara a otros criterios, el modelo podría arrojar resultados diferentes. Por ejemplo, en la literatura académica es frecuente utilizar los índices Dow Jones como se ha hecho en nuestro modelo, pero también hay autores que utilizan otros índices como KLD (Barnett y Salomon, 2012; Godfrey et al., 2009; Van der Laan et al., 2008), o los índices sostenibles Ethibel (Soana, 2011), así como la clasificación de la revista Fortune (Griffin y Mahon, 1997) o de la revista CR (Sabbaghi y Xu, 2013) o bien el Índice de reputación corporativa calculado por la Revista Forbes. Otros estudios cuantifican el grado de RSC según el contenido de los informes anuales, los resultados de encuestas o incluso el nivel de donaciones realizadas por la empresa. En este aspecto, la justificación de los índices DJSI como los más apropiados para medir la RSC ya se ha hecho, pero sí queremos hacer nota que la adopción de otros criterios para cuantificar el grado de sostenibilidad de una empresa modificaría los resultados que arroja el modelo.

Otra limitación que es común a esta tesis doctoral y a muchos otros estudios realizados en la materia es el período de observación de la RSC y el rendimiento económico. En este modelo se consideran ambas variables referidas al mismo período de tiempo. Sin embargo, podría tener sentido adoptar la hipótesis que la RSC precede a la rentabilidad económica, ya que es fuente de la misma, o incluso a la inversa, se podría considerar también que la rentabilidad económica precede a la RSC porque proporciona los fondos para financiar dichas estrategias.

A pesar de las limitaciones mencionadas, esta tesis doctoral muestra resultados sólidos debido a la fiabilidad del método utilizado y los datos en él incluidos.

Desde un punto de vista empresarial, nuestro modelo global sugiere la conveniencia de invertir en políticas de RSC en el sector bancario europeo, apoyando la idea que subyace a la RSC de "hacer el bien al hacer un beneficio". Las conclusiones referentes al resultado de la RSC en tiempos de crisis pueden conducir a diferentes consideraciones. En primer lugar, como muestra nuestro modelo, en esos años las políticas de RSC no mejoraron los resultados, probablemente porque el coste de las mismas absorbió los retornos. Sin embargo, es necesario medir el efecto de las mismas en períodos posteriores. En segundo lugar, se abre un debate respecto a la legitimidad de las políticas sostenibles de compañías incluidas en el índice, en el caso concreto del sector bancario cuya reputación se ha deteriorado en los años de crisis, reflejando el hecho de que quizás, a pesar de estar incluidos en un índice de sostenibilidad no están haciendo los esfuerzos necesarios en cuanto a sostenibilidad.

Somos conscientes de la necesidad de mayores esfuerzos en el estudio de este área, que exceden el propósito de esta tesis doctoral. Estamos convencidos que, futuras investigaciones que ya

estamos contemplando, deberían considerar el uso de medidas alternativas de sostenibilidad, como es la Rentabilidad Social de la Inversión (SROI).

La Inversión Socialmente Responsable es un área interesante donde nuestros resultados podrían ser útiles para llegar a conclusiones adicionales. La importancia de estos fondos es creciente, y se hace necesario un análisis relacionado con las sociedades gestoras de estos instrumentos, que seleccionan inversiones de acuerdo a los criterios ESG y sin embargo, podrían estar descuidando las prácticas sostenibles internamente.

Por otra parte, este modelo es extensible a otras áreas geográficas diferentes de la nuestra, como por ejemplo a los bancos cotizados en EEUU, permitiendo obtener importantes conclusiones respecto al efecto de la RSC sobre los resultados de los mismos.

En definitiva, creemos que hemos contribuido a aportar nuevas vías de análisis en materia de RSC en un ámbito no suficientemente estudiado como son los bancos.

Capítulo Seis

Conclusiones

6 CAPÍTULO SEIS. CONCLUSIONES

6.1 Conclusiones y futuras líneas de investigación

La presente tesis doctoral (Banca sostenible: un análisis sobre su viabilidad financiera) se ha estructurado en cinco capítulos en los que se ha analizado las razones que impulsan a los bancos a adoptar estrategias sostenibles y los resultados económicos de las mismas. A continuación se presentan las conclusiones resultado de nuestra investigación.

El **capítulo uno** presenta una descripción del sistema financiero como marco contextual en el que operan las instituciones financieras. Dentro de este grupo hemos delimitado las entidades de crédito como objeto de estudio de esta tesis doctoral. Hemos puesto de manifiesto la importancia de las mismas en el conjunto de la economía, midiendo su relevancia en términos de aportación al PIB, o de proporción entre activos totales con respecto al PIB o de desarrollo de negocio en función de número de oficinas por habitante y otros ratios de penetración, que evidencian el peso de este sector en el total de la actividad económica (López Pascual y Sebastián, 2015). Más allá de lo anterior, aportamos argumentos que avalan la influencia del sector financiero sobre el desarrollo económico, existiendo una vinculación positiva entre ambas magnitudes. Por otra parte, resaltamos una de las características fundamentales del sector que constituye, además, una diferencia frente a cualquier otra industria, esto es que las entidades de crédito, debido a su actividad habitual de captar depósitos del público y transformarlos en otros activos, son transmisoras de la política monetaria de un país. Por estas razones-su relevancia en el conjunto de la economía y su influencia en la política económica- se ha argumentado respecto a los recientes rescates a la banca que se han producido en muchos países europeos y en Estados Unidos, si bien llevan aparejado un componente de riesgo moral. Con respecto a las entidades de crédito hemos investigado también cuáles son las funciones que realizan en la economía y las razones de su existencia, concluyendo que, además de la tradicional función de transformar los activos canalizando el ahorro hacia la inversión, la gestión de riesgos es, en la actualidad, la razón de ser de las entidades de crédito, como indican Allen y Santomero (2001). Por este motivo, hemos analizado los riesgos que afectan a nuestro sector de interés, poniendo de manifiesto que el riesgo es inherente a la actividad bancaria, si bien es necesario gestionarlo adecuadamente. De todos los riesgos analizados, a los efectos de esta tesis doctoral nos interesa especialmente el riesgo reputacional, ya que las estrategias sostenibles pueden contribuir al control del mismo, como se argumenta en capítulos posteriores.

Adicionalmente, en este capítulo hemos querido delimitar los retos y desafíos a los que se enfrenta el sector en la actualidad, siendo el endurecimiento de la regulación bancaria uno de los más importantes. Por esta razón, la última parte del capítulo uno analiza la nueva normativa de Basilea III y la compara con la de Basilea II, resaltando que si bien dicha regulación contribuye a una banca menos cíclica y más estable a lo largo de las diferentes fases económicas, no es menos cierto que los nuevos requisitos que impone conllevan mayores necesidades de capital para las entidades de crédito.

En el **capítulo dos** hemos presentado las teorías actuales alrededor del concepto de desarrollo sostenible y Responsabilidad Social Corporativa (RSC). Hemos llevado a cabo una investigación *top-down*, es decir, partiendo del punto de vista macroeconómico hasta el microeconómico. Concluimos que a nivel general, la actividad económica ya no se puede medir únicamente por los resultados en términos de producción, como hace el PIB, sino que es necesario incluir otros criterios que determinen el éxito de nuestro modelo productivo. Es decir, el crecimiento económico por sí solo medido únicamente por la variación positiva del PIB no debe ser un indicador de desarrollo económico puesto que dicho crecimiento puede producir, simultáneamente, serias externalidades negativas que afecten a los recursos naturales o a los derechos humanos más básicos. Basándonos en los trabajos de Stiglitz y Sen (2009) justificamos la importancia de fijar los objetivos económicos de un país en el crecimiento del PIB pero también en otros indicadores adicionales que midan el impacto social y medioambiental de la actividad económica. Si esto es así desde el punto de vista macroeconómico, en el aspecto microeconómico no puede ser de otra manera (ya que la macroeconomía no es otra cosa que el conjunto de decisiones microeconómicas a nivel agregado). Por este motivo, partiendo de la teoría de la triple cuenta de resultados de Elkington (1997), concluimos que las empresas deben avanzar desde la perspectiva tradicional de objetivo único consistente en maximizar el beneficio (Friedman, 1970) hacia una estrategia que promueva, además de la rentabilidad económica, la rentabilidad social y medioambiental de sus operaciones (Freeman, 1984). A partir de estas consideraciones, definimos el concepto de Responsabilidad Social Corporativa, haciendo notar sus características principales, que incluyen la consideración por parte de la empresa de todos sus *stakeholders* o grupos de interés, y la integración de las estrategias sostenibles en el *core business* de la empresa, desde una aproximación transversal que incluya a todos los departamentos, superando el concepto de Responsabilidad Social como meras actividades filantrópicas. Consideramos que son de especial relevancia las razones que impulsan a las empresas a adoptar dichas estrategias sostenibles, y que analizamos en este capítulo, puesto que

al final todas ellas redundan en mayores beneficios económicos, a la vez que se realiza el bien social. Es decir, *“Doing good and doing well”*, como indica uno de los mejores meta-análisis sobre la vinculación entre responsabilidad social y desempeño económico, publicado por Margolis (2009). En efecto, el modelo empírico que se presenta en esta tesis doctoral justifica la influencia positiva que tienen las estrategias de Responsabilidad Social Corporativa sobre los resultados económicos de los bancos europeos, como se comentará en el capítulo cinco.

El **capítulo tres** retoma los conceptos desarrollados en los dos capítulos anteriores, mostrando la relación entre sostenibilidad (capítulo dos) y entidades de crédito (capítulo uno). Para ello, en primer lugar hemos investigado el efecto que tienen las estrategias sostenibles sobre las decisiones de compra y el comportamiento de los consumidores en general, y en particular referido a la industria de servicios financieros. Los estudios disponibles, analizados en esta tesis, evidencian que una proporción creciente de consumidores pondera la adopción de estrategias sostenibles por parte de las empresas en su decisión de compra. Se trata de un nicho de mercado en claro crecimiento, por lo que concluimos que las empresas que no se adapten a esta tendencia tendrán importantes problemas para sobrevivir en el futuro, de forma que consideramos que la sostenibilidad como parte fundamental en la gestión empresarial ha pasado de ser una estrategia inexistente o defensiva para muchas entidades a ser una estrategia necesaria para la supervivencia de la propia empresa. Todo lo anterior es de aplicación para el sector financiero, que también ha pasado por las fases de banca defensiva a banca sostenible (Jeucken, 2001). En este capítulo hemos querido concretar qué tipo de estrategias hacen que un banco sea sostenible, o dicho de otra manera, como pueden los bancos plasmar, a efectos prácticos, su compromiso con la sostenibilidad. En este sentido destacan muchas iniciativas, siendo las más importantes desde nuestro punto de vista la inclusión financiera y la educación financiera. Respecto a estas actividades, argumentamos que, en primer lugar, es significativo el hecho que se trate de estrategias sostenibles diferenciadas geográficamente, puesto que los bancos promueven ambos aspectos especialmente en sus operaciones en países emergentes. En el caso de Santander y BBVA, los bancos de referencia en España y también en Latinoamérica, los programas de inclusión y educación financiera son especialmente relevantes en sus operaciones en Latinoamérica, mientras que en España las actividades de RSC se centran en otros aspectos, como por ejemplo el respeto al medio ambiente a la hora de determinar la asignación del crédito. Además, concluimos que la inclusión y educación financiera promueven una mejora del bienestar social y reducción de los niveles de pobreza, a la vez que permite a las entidades captar nuevos clientes, hasta la fecha “no bancarizados”. Por tanto, de nuevo se

comprueba que las estrategias de RSC producen un beneficio “mutuo” en el caso de la banca, volviendo a la idea que resaltábamos anteriormente sobre “*Doing good and doing well*” (Margolis, 2009).

En el **capítulo cuatro** analizamos la estructura de balance de un banco y las principales operaciones activas y pasivas, justificando en primer lugar su evolución reciente, y concretando, posteriormente, los productos específicos de activo y de pasivo que ofrece la banca sostenible. En este capítulo se analizan los aspectos básicos de la actividad de microfinanzas, como uno de los productos sostenibles de mayor auge en los últimos tiempos, concluyendo que se trata de una oportunidad para las entidades al obtener nuevos clientes con una baja tasa de morosidad, a la vez que realizan una labor social puesto que los microcréditos permiten emprender actividades productivas, mejorando el nivel de vida de las personas. Por otra parte, reservamos una gran parte de este capítulo a los fondos de Inversión Socialmente Responsables (ISR), puesto que constituyen uno de los productos bancarios sostenibles de mayor crecimiento en los últimos años en Europa. Como es sabido, se trata de operaciones fuera de balance (que por tanto no pueden considerarse ni activas ni pasivas), pero suponen una importante fuente de ingresos para las entidades gestoras y comercializadoras de los mismos. Estos fondos seleccionan su cartera de acuerdo a criterios pre-establecidos que constaten la sostenibilidad de las operaciones de las empresas elegidas a la vez que su crecimiento en resultados. Concluimos nuevamente que, de esta manera, la sostenibilidad produce beneficios al conjunto de la sociedad y el medio ambiente, pero también influye positivamente en los retornos económicos de las firmas involucradas. En este sentido, Mackey, Mackey y Barney (2007) destacan que las empresas involucradas en políticas sostenibles aumentan el potencial alcista de sus acciones. Más allá de lo anterior, destacamos que el éxito de la ISR no es otra cosa que el apoyo que los mercados financieros conceden a las estrategias de RSC. A la par que se desarrollan los fondos ISR y van creciendo en número de partícipes, fondos comercializados y patrimonio, se desarrollan también otros productos financieros relacionados con los mismos, como son, fundamentalmente, los índices bursátiles de sostenibilidad. Tras analizar la amplia gama de *benchmarks* disponibles concluimos que los índices *Dow Jones Sustainability* se encuentran entre los más reputados de la industria, por lo que se han utilizado como *proxy* a sostenibilidad en la muestra de nuestro modelo empírico, al igual que hicieron anteriormente muchos otros trabajos como por ejemplo Lourenço et al (2012), Eccles et al (2012), Chih et al (2010), Consolandi et al (2009), Lo y Sheu (2007), López, García, y Rodríguez (2007).

El **capítulo cinco** presenta el modelo empírico realizado en esta tesis doctoral. La muestra incluye las dieciocho mayores entidades cotizadas en Europa en el sector bancario, durante un período de once años, entre 2003 y 2013. Es por ello que el modelo que aquí se presenta constituye una importante aportación a la literatura existente, ya que los estudios realizados específicamente sobre el sector bancario y la relación RSC-Rentabilidad económica son escasos, y por otra parte, el período objeto de estudio permite abarcar todos los años de crisis financiera y compararlos con los años precedentes, a diferencia de otros estudios que no contemplan los efectos de la crisis financiera. Dicha recesión económica fue especialmente dura en el caso del sector financiero, por lo que su inclusión en el modelo es de especial relevancia a la hora de estudiar el comportamiento de las entidades financieras en los últimos años.

El trabajo empírico que presentamos es un modelo econométrico de datos de panel que estima los coeficientes asociados a las variables de control y variables independientes seleccionadas, mostrando la influencia de las mismas sobre la variable dependiente. Dicha variable dependiente es el ROAA *Return on Average Assets*, que se ha seleccionado para determinar el desempeño económico de los bancos, como hicieron anteriormente los trabajos de Barnett y Salomon (2012), Soana (2011), Van der Laan et al (2008), Simpson y Kohers (2002), o Aupperle y Carroll (1985). La principal variable independiente es la Responsabilidad Social Corporativa, medida por la pertenencia al índice *Dow Jones Sustainability Europe* en el período considerado.

Los resultados del modelo avalan nuestra hipótesis principal, que indica que la RSC influye positivamente en los retornos económicos de los bancos europeos. Además, arrojan otras conclusiones interesantes como son los coeficientes de correlación asociados a la variable de interés.

Para determinar el impacto de la crisis económica sobre la relación RSC-desempeño económico, llevamos a cabo un segundo modelo denominado modelo de ventanas recursivas o *rolling windows*. Dicho modelo concluye que durante la desaceleración económica iniciada en 2008 las estrategias de RSC no contribuyeron a una mejora de los retornos, como era de esperar a la luz de los efectos devastadores, en muchos casos sin precedentes, que dicha crisis tuvo sobre los rendimientos de la banca europea en general.

En suma, esta tesis doctoral comienza con una delimitación de las entidades de crédito objeto de estudio y su importante función y relevancia en la economía. Además se acota el concepto de

sostenibilidad y Responsabilidad Social, para posteriormente justificar los beneficios que dichas estrategias pueden proporcionar a las entidades de crédito. Con el objetivo de especificar concretamente qué tipo de estrategias sostenibles pueden acometer los bancos se abordan aspectos como la actividad de microfinanzas o los programas de inclusión y educación financiera que realizan las entidades financieras en países emergentes, así como el amplio desarrollo de los fondos ISR, entre otros productos financieros sostenibles. Finalmente, se propone un modelo empírico que demuestra cómo las entidades de crédito sostenibles consiguen mayores retornos económicos, lo que avala la hipótesis principal de esta tesis doctoral. Por consiguiente, el resultado final es que los bancos europeos sostenibles mejoran sus resultados económicos al acometer políticas de Responsabilidad Social.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Abreu, M., & Mendes, V. (2001). Commercial bank interest margins and profitability: evidence for some EU countries. In Pan-European conference jointly organized by the IEFS-UK & University of Macedonia Economic & Social Sciences, Thessaloniki, Greece, May (pp. 17-20).

Ambec, S., & Lanoie, P. (2008). Does it pay to be green? A systematic overview. *Academy of Management Perspectives*, 22(4), 45-62.

Andersen, M. L., & Dejoy, J. S. (2011). Corporate social and financial performance: The role of size, industry, risk, R&D and advertising expenses as control variables. *Business and Society Review*, 116(2), 237-256.

Artiach, T., Lee, D., Nelson, D., & Walker, J. (2010). The determinants of corporate sustainability performance. *Accounting and Finance*, 50(1), 31-51.

Atkinson, A., & Messy, F. (2012). Measuring financial literacy (Working paper on Finance, Insurance and Private Pensions No. 15), OECD Publishing.

Aupperle, K., Carroll, A., & Hatfield, J. (1985). An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal*, 28(2), 446-463.

Azqueta, D. (2002). Introducción a la economía ambiental. McGraw-Hill. Madrid.

Balaguer, M.R., & Albareda, L. (2007). Análisis comparativo de la rentabilidad financiera de los fondos de inversión socialmente responsables en España. *Análisis financiero*, 105, 34-45.

Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304-1320.

Barnett, M., & Salomon, R. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304-1320.

Barrios, V. (2004). ¿Por qué existen los bancos?. *Boletín Económico de ICE*, 2799, 33-42.

Bencivenga, V. R. & Smith, B. D. (1991). Financial intermediation and endogenous growth. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 195-209.

Benston, G. & Smith, C. (1976). A transaction cost approach to the theory of financial intermediation, *Journal of Finance*, 31, 215-231.

Bergés, A. & Soria, P. (1992). Comportamiento bursátil de los bancos españoles. Editorial Civitas. Madrid.

Bergheim, S. (2006). Measures of well-being, Deutsche Bank Research.

Blum, J., & Hellwig, M. (1995). The macroeconomic implications of capital adequacy requirements for banks. *European Economic Review*, 39, 739-749. Hellwig, M. (1987). Some recent developments in the theory of competition in markets with adverse selection. *European Economic Review*, 31(1-2), 319-325.

Boarini, R., Johansson, A., & Mira, M. (2006). Alternative measures of well-being (OECD Social, employment and migration working papers, No.33). OCDE.

Bouma, J., Jeucken, M., & Klinkers, L. (Eds.). (2001). Sustainable banking: the greening of finance. Greenleaf Pub. London.

Bowen, H. (1953). Social responsibilities of businessman. Harper and Brothers. New York.

Brammer, S., & Pavelin, S. (2005). Corporate reputation and an insurance motivation for corporate social investment. *Journal of Corporate Citizenship*, 20, 39-51.

Carbó, S., Gardener, E., & Molyneux, P. (2007). Financial exclusion in Europe. *Public Money & Management*, 27(1), 21-27.

Carbó, S., & Rodríguez, F. (2005). Operaciones fuera de balance y economías de escala en el sector bancario español. *Investigaciones Económicas*, 29(2), 389-430.

Carnevale, C., & Mazzuca, M. (2014). Sustainability report and bank valuation: evidence from European stock markets. *Business Ethics: A European Review*, 23(1), 69-90.

Carrero Bosch, I., Martínez, D., & Durán, D. (2010). La relación del consumidor con las etiquetas sociales y medioambientales. Universidad Pontificia de Comillas, ICADE. Madrid.

Carrigan, M., & Attalla, A. (2001). The myth of the ethical consumer-do ethics matter in purchase behaviour?. *Journal of Consumer marketing*, 18(7), 560-578.

Carroll, A. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-48.

Carroll, A. (1999). Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. *Business & Society*, 38(3), 268-295.

Chatzidakis, A., Hibbert, S., & Smith, A. (2007). Why people don't take their concerns about fair trade to the supermarket: The role of neutralisation. *Journal of Business Ethics*, 74(1), 89-100.

Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.

Chih, H.L., Chih, H.H., & Chen, T. (2010). On the determinants of corporate social responsibility: International evidence on the financial industry. *Journal of Business Ethics*, 93(1), 115-135.

Consolandi, C., Jaiswal-Dale, A., Poggiani, E., & Vercelli, A. (2009). Global standards and ethical stock indexes: The case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index. *Journal of Business Ethics*, 87(1), 185-197.

Cooper, R., & Ross, T. (1998). Bank Runs: Liquidity Costs and Investment Distortions. *Journal of Monetary Economics*, 41(1), 27-38.

Cruz Rambaud, S., & Valls Martínez, M. C. (2014). Introducción a las matemáticas financieras. Editorial Pirámide. Madrid.

Cull, R., Demirgüç-Kunt, A., & Lin, J. (2013). Financial structure and economic development: A reassessment. *The World Bank Economic Review*, 27(3), 470-475.

Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1-13.

Daly, H., & Cobb, J. (1989). For the common good: redirecting the economy toward community, the environment, and a sustainable future. Beacon Press. Boston.

Dam, L., & Koetter, M. (2012). Bank Bailouts and Moral Hazard: Evidence from Germany. *Review of Financial Studies*, 25 (8), 2343-2380.

Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D., & Van Oudheusden, P. (2015). The global Findex database 2014: measuring financial inclusion around the world (Policy working paper No.7255). The World Bank.

Demirgüç-Kunt, A., Levine, R., & Detragiache, E. (2008). Finance and economic development: The role of government (Policy working paper No.3955). The World Bank.

Dewatripont, M., & Tirole, J. (1994). *The Prudential Regulation of Banks*. MIT Press.

Diamond, D. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies*, 51(3), 393-414.

Dorasamy, N. (2013). Corporate Social Responsibility and ethical banking for developing economies. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 5(11), 777-785.

Drucker, P. (1984). A new look at corporate social responsibility. *McKinsey Quarterly*, 4, 17-28.

Ducassy, I. (2013). Does corporate social responsibility pay off in times of crisis? An alternate perspective on the relationship between financial and corporate social performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(3), 157-167.

Durán, G. (2000). *Empresa y medio ambiente*. Ediciones Pirámide. Madrid.

Eccles, R., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). The impact of a corporate culture of

sustainability on corporate behavior and performance (Working paper No. 12-035). Harvard Business School.

Elkington, J. (1994). Towards the sustainable corporation: win-win-win business strategies for sustainable development. *California Management Review*, 36(3), 90-100.

Emerson, J. (2001). SROI Methodology: Analyzing the value of social purpose Enterprise within a social return on investment framework. Working Paper. REDF, The Roberts Enterprise Development Fund.

Fama, E. (1985). What's different about banks?. *Journal of Monetary Economics*, 15(1), 29-39.

Fernández-Feijóo, B. (2009). Crisis and corporate social responsibility: threat or opportunity?. *International Journal of Economic Sciences & Applied Research*, 2(1), 36-50.

Ferruz, L. (2002). Dirección financiera. Ediciones gestión 2000. Barcelona.

Ferruz, L., Marco, I., & Acero, I. (2010). Gobierno corporativo y responsabilidad social. Todo lo que necesitas saber. Quiasmo Editorial. Madrid.

Flammer, C. (2013). Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Academy of Management Journal*, 56 (3), 758-781.

Forcadell, F. (2007). The corporate growth of the firm: a resource-based approach. *Journal of American Academy of Business*. 11(2), 151-160.

Freeman, R. (1984). Strategic management: a stakeholder approach. Pitman Press. Boston.

- Freixás, X. & Rochet, J.C. (1997). *Economía bancaria*. Editorial Antoni Bosch. Barcelona.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 13 September 1970, 122-126.
- Gair, C. (2002). A report from the Good Ship SROI. REDF, The Roberts Enterprise Development Fund.
- Glavas, A., & Kelley, K. (2014). The effects of perceived corporate social responsibility on employee attitudes. *Business Ethics Quarterly*, 24(2), 165-202.
- Global Alliance for Banking Values (2012). *Strong, straightforward and sustainable banking*. New York.
- Godfrey, P. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *The Academy of Management Review*, 30(4), 777-798.
- Godfrey, P., Merrill, C., & Hansen, J. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425-445.
- Gregory, A., & Whittaker, J. (2013). Exploring the valuation of corporate social responsibility—A comparison of research methods. *Journal of Business Ethics*, 116(1), 1-20.
- Griffin, J., & Mahon, J. (1997). The corporate social performance and corporate social responsibility debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business & Society*, 36(1), 5-31.

Halter, M., De Arruda, M., & Halter, R. (2009). Transparency to reduce corruption?. *Journal of Business Ethics*, 84(3), 373-385.

Hellwig, M., (1991). Banking, Financial intermediation and corporate finance, en A. Giovannini y C. Mayer (comps.), *European Financial Integration*, Cambridge, Cambridge University Press.

Hur, W., Kim, H., & Woo, J. (2014). How CSR leads to corporate brand equity: Mediating mechanisms of corporate brand credibility and reputation. *Journal of Business Ethics*, 125(1), 75-86.

Jamal, A., Karim, M., & Hamidi, M. (2012). Determinants of commercial banks' return on assets: Evidence from panel in Malaysia. *International Journal of Commerce, Business and Management*, 1(3), 55-62.

Jeanneney, S., & Kpodar, K. (2011). Financial development and poverty reduction: Can there be a benefit without a cost?. *The Journal of Development Studies*, 47(1), 143-163.

Jeucken, M., & Bouma, J. (1999). The changing environment of banks. *Greener Management International*, 27, 20-35.

Jiraporn, P., Jiraporn, N., Boeprasert, A., & Chang, K. (2014). Does corporate social responsibility (CSR) improve credit ratings? Evidence from geographic identification. *Financial Management*, 43(3), 505-531.

Klein, J., & Dawar, N. (2004). Corporate social responsibility and consumers' attributions and brand evaluations in a product-harm crisis. *International Journal of research in Marketing*, 21(3), 203-217.

Lacalle Calderón, M. (2002). Microcréditos, de pobres a empresarios. Editorial Ariel. Madrid.

Lev, B., Petrovits, C., & Radhakrishnan, S. (2010). Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth. *Strategic Management Journal*, 31(2), 182-200.

Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, 88(3), 537-558.

Lii, Y., & Lee, M. (2012). Doing right leads to doing well: When the type of CSR and reputation interact to affect consumer evaluations of the firm. *Journal of Business Ethics*, 105(1), 69-81.

Lo, S., & Sheu, H. (2007). Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business?. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 345-358.

López Pascual, J., & Sebastián, A. (2015). Economía y gestión bancaria. Editorial Pirámide. Madrid.

López Pascual, J., & Zhang, Y. (2012). Dynamic versus static culture in international business: a study of Spanish banking in China". *Cross Cultural Management: An International Journal*, 19(4), 588-612.

López Pascual, J., Santana, A., & Zhang, Y. (2012). Internationalization of multinational banks: a study of foreign direct investment in seven Latin American countries. *The Service Industries Journal*. 32 (7), 1149-1170.

López Pascual, J., & Rojo, J. (2004). Los mercados de valores: organización y funcionamiento. Ediciones Pirámide. Madrid.

López Pascual, J., & Camino, D. (1995). Un análisis de la inversión ética en España. Ediciones Deusto. Bilbao.

López, V., García, A., & Rodríguez, L. (2007). Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones Sustainability Index. *Journal of Business Ethics*, 75(3), 285-300.

Lourenço, I.C., Branco, M.C., Curto, J., & Eugenio, T. (2012). How does the market value corporate sustainability performance?. *Journal of Business Ethics*, 108(4), 417-428.

Mackey A., Mackey, T., & Barney, J. (2007). Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies. *Academy of Management Review*, 32(3), 817-835.

Margolis, J., Elfenbein, H., & Walsh, J. (2009). Does it pay to be good...and does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Social Science Electronic Publishing*.

Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.

Maslow, A. (1943). A theory of human motivation. *Psychological review*, 50(4), 370-396.

McDonald, L.M., & Rundle-Thiele, S. (2008). Corporate Social Responsibility and bank customer satisfaction: a research agenda. *International Journal of Bank Marketing*, 26 (3), 170-182.

McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), 117-127.

McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), 117-127.

Merton, R. (1992). Financial innovation and economic performance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(4), 12-22.

Miller, V. (2012). How a bank bailout may increase systemic risk. *International Economic Journal*, 26(4), 541-546.

Minor, D., & Morgan, J. (2011). CSR as reputation insurance: primum non nocere. *California Management Review*, 53(3), 40-59.

Miralles Marcelo, J.L., Miralles Quirós, M.M., & Miralles Quirós, J.L. (2012). Performance bursátil de las empresas socialmente responsables. *Cuadernos de Economía y Dirección de la empresa*. 15(4), 221-230.

Narrillos, H. (2010). El SROI (Social Return on Investment): Un método para medir el impacto social de las inversiones. *Análisis Financiero*, 113, 34-43.

Nicholls, J. (2009). A Guide to social return on investment. Cabinet Office of the Third sector, London.

Nordhaus, W., & Tobin, J. (1971). Is growth obsolete?. Cowles Foundation (Discussion paper No.319). Yale University.

Onali, E. (2014). Moral Hazard, Dividends, and Risk in Banks. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41 (1-2), 128-155.

Orlitzky, M., Schmidt, F., & Rynes, S. (2003). Corporate social and financial performance: a meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403-441.

Pastor, J.M., & Tortosa-Ausina, E. (2008). Social capital and bank performance: An international comparison for OECD countries. *The Manchester School*, 76(2), 223-265.

Pérez Calatayud, F. (1996). Innovaciones financieras, costes de transacción y teoría de agencia, *Investigaciones Europeas*, 2 (1), 47-57.

Pinillos, A., & Fernández, J.L. (2011). De la RSC a la sostenibilidad corporativa: una evolución necesaria para la creación de valor. Ediciones Deusto. Bilbao.

Porter, M., & Kramer, M. (2006). Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78-92.

Pulido, A., & Fontela, E. (2004). Principios del desarrollo económico sostenible. Cuadernos del foro de pensamiento actual (2). Fundación Iberdrola.

Pyle, D. (1971). On the theory of financial intermediation, *Journal of Finance*, 26, 737-747.

Rathner, S. (2013). The influence of primary study characteristics on the performance differential between socially responsible and conventional investment funds: a meta-analysis. *Journal of Business Ethics*, 118 (2), 349-363.

Raza, A., Ilyas, M., Rauf, R., & Qamar, R. (2012). Relationship between Corporate Social Responsibility (CSR) and Corporate Financial Performance (CFP): literature review approach. *Elixir Finance Management*, 46, 8404-8409.

Revelli, C., & Viviani, J.L. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review*, 24 (2), 158-185.

Sabbaghi, O., & Xu, M. (2013). ROE and corporate social responsibility: Is there a return on ethics? *Journal of Accounting & Finance*, 13(4), 82-95.

San-José, L., Retolaza, J., & Gutiérrez-Goiria, J. (2011). Are ethical banks different? A comparative analysis using the radical affinity index. *Journal of Business Ethics*, 100(1), 151-173.

Salvador, C., Pastor, J.M., & Fernández de Guevara, J. (2014). Impact of the subprime crisis on bank ratings: The effect of the hardening of rating policies and worsening of solvency. *Journal of Financial Stability*, 11, 13- 31.

Schmidt, S. (2010). Responsible Investments, DB Research.

Scholtens, B. & Van Wensveen, D. (2003). The theory of financial intermediation: an essay on what it does (NOT) explain. SUERF, The European Money and Finance Forum, Vienna.

Scholtens, B. (2009). Corporate social responsibility in the international banking industry. *Journal of Business Ethics*, 86(2), 159-175.

Schröder, M. (2007). Is there a difference? The performance characteristics of SRI equity indices. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(1-2), 331–348.

Schwartz, M., & Saiia, D. (2012). Should firms go “beyond profits”? Milton Friedman versus broad CSR. *Business & Society Review*, 117(1), 1-31.

Sen, A. (1970). The impossibility of a Paretian liberal. *The journal of political economy*, 78(1), 152-

157.

Sen, S., & Bhattacharya, C. (2001). Does doing good always lead to doing better? Consumer reactions to corporate social responsibility. *Journal of Marketing Research*, 38(2), 225-243.

Sharpe, S. (1990). Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships. *The Journal of Finance*, 45(4), 1069-1087.

Simpson, G., & Kohers, T. (2002). The link between corporate social and financial performance: Evidence from the banking industry. *Journal of Business Ethics*, 35(2), 97-109.

Soana, M.G. (2011). The relationship between corporate social performance and corporate financial performance in the banking sector. *Journal of Business Ethics* 104(1), 133-148.

Stiglitz, E., Sen, A., & Fitoussi, J.P. (2009). The Measurement of Economic Performance and Social Progress revisited. *Reflections and overview. Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress Paris*. European Commission.

Turban, D., & Greening, D. (1997). Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees. *Academy of Management Journal*, 40(3), 658-672.

Valencia Sáiz, Á., Maldonado, M., & García, R. (2010). Ciudadanía y conciencia medioambiental en España (No. 67). CIS.

Van Beurden, P., & Gössling, T. (2008). The worth of values - a literature review on the relationship between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407-424.

Van der Laan, G., Van Ees, H., & Van Witteloostuijn, A. (2008). Corporate social and financial

performance: an extended stakeholder theory, an empirical test with accounting measures. *Journal of Business Ethics*, 79(3), 299-310.

Waddock, S., & Graves, S. (1997). The corporate social performance - financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.

Wang, H., & Cuili, Q. (2011). Corporate philanthropy and corporate financial performance: the roles of stakeholder response and political access. *Academy of Management Journal*, 54 (6), 1159–1181.

Wright, C. (2012). Global banks, the environment, and human rights: The impact of the Equator Principles on lending policies and practices. *Global Environmental Politics Journal*, 12(1), 56-77.

Wu, M. (2006). Corporate social performance, corporate financial performance, and firm size: A meta-analysis. *Journal of American Academy of Business*, 8(1), 163-171.

Zeidan R., Boechat, C., & Fleury, A. (2015). Developing a sustainability credit score system. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 283-296.

