

**PROPUESTA DE DOCUMENTO AECA**

**Comisión de Responsabilidad Social Corporativa**

**INVERSION SOCIALMENTE RESPONSABLE:  
ESTRATEGIAS, INSTRUMENTOS, MEDICIÓN Y  
FACTORES DE IMPULSO**

PONENTES DEL DOCUMENTO

María Ángeles Fernández Izquierdo

María Jesús Muñoz Torres

Grupos de investigación SoGReS  
y Mercados Financieros  
Universidad Jaume I. Castellón

Grupo de Trabajo

- *Beatriz Alonso* (BBVA)
- *Antonio Ballabriga* (BBVA)
- *Carlos Bendito* (Analistas Internacionales en Sostenibilidad-Grupo Triodos)
- *Miguel Canales* (UNESA)
- *Isabel Castillo* (Club de Excelencia en Sostenibilidad)
- *Marta de la Cuesta* (Economistas Sin Fronteras)
- *Inés García Pinto* (CECA)
- *Joaquín Garralda* (Instituto de Empresa)
- *José Luis Lizcano* (AECA)
- *José Mariano Moneva* (Universidad de Zaragoza)
- *Juan Miguel Royo* (UBS)

## **INDICE GENERAL**

### **INTRODUCCIÓN**

#### **1. CONCEPTO Y EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE**

- 1.1. Concepto de inversión socialmente responsable
- 1.2. Origen y evolución de las inversiones socialmente responsables
- 1.3. La inversión socialmente responsable como alternativa de inversión
- 1.4. La inversión socialmente responsable como potenciador de la responsabilidad social corporativa

#### **2. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE**

- 2.1. Tipos de estrategia
- 2.2. Filtros/criterios de responsabilidad social: excluyentes y valorativos.
- 2.3. El activismo de los accionistas
- 2.4. Inversión social en la comunidad

#### **3. INSTRUMENTOS DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE**

- 3.1. Productos financieros
  - 3.1.1. Fondos y sociedades de inversión y fondos de pensiones socialmente responsables
  - 3.1.2. Fondos rotatorios.
  - 3.1.3. Fondos de garantía de proyectos sociales
  - 3.1.4. Inversión en fondos destinados a microcréditos.
  - 3.1.5. Capital-riesgo con criterios sociales
  - 3.1.6. Cuentas corrientes y depósitos socialmente responsables.
- 3.2. Entidades del mercado de la inversión socialmente responsable
  - 3.2.1. Banca “ética”
  - 3.2.2. Banca tradicional
  - 3.2.3. Índices bursátiles de responsabilidad social.
  - 3.2.4. Agencias de análisis de sostenibilidad
- 3.3. Entidades que impulsan la ISR
  - 3.3.1. Principios de la ISR de UNPRI
  - 3.3.2. Foros de promoción de la ISR
  - 3.3.3. Instituciones en España

#### **4. PANORAMA INTERNACIONAL DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE**

- 4.1. La ISR en Estados Unidos y Canadá
- 4.2. La ISR en Asia y Australasia

- 4.3. La ISR en Europa
- 4.4. La ISR en España

## 5. GESTION DE CARTERAS DE LAS INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES

- 5.1. Los modelos clásicos de valoración de activos y sus “anomalías”.
- 5.2. El modelo socioeconómico: una alternativa al modelo clásico.
- 5.3. Las finanzas sostenibles

## 6. MEDICION DE RESULTADOS

- 6.1. Medidas de resultados financieros-sociales.
  - 6.1.1. Medidas de valoración de las agencias de análisis de sostenibilidad
  - 6.1.2. Relación entre valoraciones sociales y financieras de la empresa
- 6.2. Medición de la ISR en los mercados financieros.
  - 6.2.1. Percepción de la ISR en los mercados financieros
  - 6.2.2. Impacto de las noticias de RSC en el mercado financiero
  - 6.2.3. Estudios comparativos de los fondos de inversión socialmente responsables y los índices bursátiles de sostenibilidad

## 7. FACTORES DE IMPULSO Y DESARROLLO DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

- 7.1. Las Instituciones públicas
- 7.2. La empresa
- 7.3. Actores del mercado

ANEXO 1: Empresas españolas incluidas en índices bursátiles sostenibles

ANEXO 2: Criterios globales de valoración de los principales Índices de Sostenibilidad

ANEXO 3: Criterios positivos de valoración de los principales Índices de Sostenibilidad

Anexo 4: Consideraciones previas de la Circular sobre utilización por las instituciones de inversión colectiva de la denominación “ético” “ecológico” o cualquier otro que incida en aspectos de responsabilidad social.

Bibliografía

## **Introducción**

*La Inversión Socialmente Responsable (ISR) es un concepto dinámico que va evolucionando a lo largo del tiempo. El término ISR es ampliamente utilizado, y se está redefiniendo hacia términos como “inversión sostenible”, “inversión responsable” o “inversión sostenible y responsable”. Esta evolución no es meramente semántica, sino un reflejo del cambio de mentalidad asociado con los grandes cambios a nivel medioambiental y social a los que se enfrenta nuestra sociedad, a los escándalos empresariales recientes y al cada vez mayor convencimiento de que estos cambios tienen un impacto en los resultados de las inversiones.*

*La ISR, a través de la integración de variables no consideradas hasta el momento en los modelos financieros tradicionales, ofrece una mejora en el análisis de riesgos, permite a los inversores reflejar sus valores personales en la elección de sus inversiones o incorporar otros criterios extra-financieros en la gestión de las carteras de inversión.*

*La base de la ISR se encuentra en el convencimiento de que factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo pueden mejorar los resultados financieros y por lo tanto ser integrados en el análisis de la inversión y en la selección de activos.*

*La evolución de la inversión responsable pasa por una primera generación de productos de inversión que se diseñan utilizando escrutinio negativo, mediante la exclusión de sectores empresariales completos, basándose en criterios “éticos”. Ésta ha sido seguida por una metodología de preselección que, aunque usa el escrutinio negativo lo hace con una aproximación “best in class”, que selecciona a los activos de empresas con mejores resultados dentro de uno de los sectores permitidos para invertir. Actualmente, el activismo accionarial /diálogo con los inversores y la inversión directa en proyectos beneficiosos para la comunidad son metodologías de ISR que se están adoptando de forma creciente.*

*El hilo conductor seguido en este documento se inicia con la descripción del origen, significado y justificación de la ISR como alternativa de la inversión y como potenciador de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) en las empresas y otras organizaciones. Esto nos lleva a plantear el análisis de las diferentes estrategias de ISR, desde la implantación de filtros hasta la inversión en la comunidad. Posteriormente se presentan los principales instrumentos financieros que están siendo utilizados como vehículos de la ISR y cómo es gestionada por las instituciones del mercado financiero.*

*El análisis de la evolución de los datos la ISR se contempla desde la perspectiva de los mercados internacionales, destacando las diferencias tanto en la evolución del patrimonio gestionado como de las estructuras de inversión en los distintos mercados, aprovechando esta contextualización internacional*

*para ofrecer los datos que ponen de manifiesto el incipiente nivel de desarrollo de la ISR en España.*

*Los modelos utilizados por los gestores de carteras sostenibles, deben tender a la incorporación, de manera integral los parámetros básicos que definen la ISR. Por ello también incluimos en este documento las alternativas teóricas al modelo clásico de valoración de activos que conducirían hacia las finanzas sostenibles así como las medidas de valoración y resultados que se están proponiendo desde el mundo empresarial y académico.*

*A partir de un análisis en profundidad de la ISR se realiza una revisión sobre sus posibles tendencias y los factores de impulso y desarrollo para ésta en España.*

*Para la elaboración de este Documento se han tenido como marco básico de referencia el Marco Conceptual de la Responsabilidad Social Corporativa (2004) y el documento de la semántica de la RSC (2007), de la comisión de RSC de AECA.*

## **1.- CONCEPTO Y EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE**

### **1.1.- Concepto de Inversión socialmente Responsable**

Según el Marco Conceptual de la Responsabilidad Social Corporativa (AECA, 2004) por inversión Socialmente Responsable se entiende aquella que incorpora consideraciones éticas, sociales o medioambientales a las financieras en la toma de decisiones de inversión, tanto por la empresa como por los agentes inversores externos. Eurosif (2006), añade a estos aspectos sociales, ambientales y éticos, cuestiones relacionadas con el gobierno corporativo como parte de éste amplio grupo de aspectos extra-financieros.

La ISR surge en los países anglosajones que presentan un gran desarrollo de los mercados bursátiles, juntos con una la cultura financiera de ahorro a través de instrumentos como fondos de inversión y de pensiones. La forma más extendida de invertir con criterios de responsabilidad social es a través de la participación en fondos de inversión o fondos de pensiones éticos o socialmente responsables. Estos fondos permiten dirigir los ahorros hacia determinadas inversiones en empresas que han sido seleccionadas con algún criterio de responsabilidad social corporativa. La ISR es la expresión más extendida del apoyo en los mercados financieros a las prácticas de responsabilidad social empresarial (AECA, 2004).

La selección de las inversiones puede haberse realizado con la simple exclusión o inclusión de determinadas empresas, o suponer una implicación más directa en el desarrollo social y sostenible de determinadas comunidades, participando en el capital o prestando a proyectos, empresas o bancos que apoyan dichas comunidades. Estos últimos mecanismos de inversión y financiación pueden instrumentalizarse, a través de la constitución de fondos de microcréditos, fondos rotatorios, fórmulas de capital-riesgo o fondos de garantía recíproca, operaciones de canje de deuda por desarrollo o emisión de valores mobiliarios como los bonos solidarios.

Los escándalos vinculados a falta de transparencia y ética, protagonizados por grandes corporaciones han motivado una mayor presión social hacia un comportamiento más responsable de las empresas. El mercado, cada vez más, valora los activos intangibles de la empresa: reputación, buen gobierno, sostenibilidad y las nuevas estrategias empresariales centradas en gestionar riesgos y atraer nuevo capital e inversión. La ISR pretende pues trabajar en pro de la transparencia y mejora de los mecanismos de gobierno corporativo de las empresas, y también proporcionar a inversores y gestores de patrimonio una herramienta de control de riesgos que les permita seleccionar sus inversiones bajo los parámetros de la sostenibilidad.

Ante esta diversidad y amplitud de los objetivos de la ISR, así como de vías para su instrumentalización, los diferentes actores involucrados en el proceso de ISR no han consensuado un significado único. También diferencias entre países, legislaciones de mercado, o culturas están imprimiendo un carácter muy heterogéneo al concepto de la ISR. Éste es lo suficientemente amplio para

poder abarcar todo el abanico de posibilidades, permitiendo diferentes grados de maduración y de diferencias de objetivos. Es necesario que exista un nivel de información y transparencia suficientemente amplio en los productos y empresas del “mercado ISR” para su correcta comprensión por parte de los diferentes actores e inversores.

En gran medida, la crisis financiera y de la economía real iniciada en el año 2007 y con repercusiones que aun no se conocen en su totalidad, tiene su origen en que los modelos de valoración y medición del riesgo no incorporaron adecuadamente variables clave de tipo socio-económico, de gobierno corporativo y transparencia.

En los últimos tiempos se han comenzado a desarrollar herramientas de gestión integral de riesgos basadas en principios de responsabilidad social que pueden ayudar a resolver la citada carencia. De alguna manera las crisis financieras pueden estimular la utilización de las herramientas de gestión y de inversión basadas en la responsabilidad social.

## **1.2.- Origen y evolución de las Inversiones Socialmente Responsables**

El origen de las inversiones o finanzas socialmente responsables se encuentra ligado a motivaciones de índole moral o religiosa. Así, en la década de los cincuenta algunos grupos religiosos, como los cuáqueros, empiezan a aplicar políticas de inversión que discriminaban actividades como la producción de tabaco y alcohol y las vinculadas a la industria del juego, actividades que, de acuerdo a sus idearios, dañaban el tejido moral de la sociedad.

Posteriormente, durante la guerra de Vietnam, grupos activistas recuperaron la idea de que la inversión podría ser un importante instrumento de presión ante las empresas, introduciendo estímulos al cambio de las mismas. Las motivaciones eran entonces de índole más social, al igual que ocurriría en la siguiente década de los 80, cuando se utilizaron de nuevo estas inversiones contra la política de *Apartheid* practicada por el gobierno de Sudáfrica. Ligados al rechazo de estos dos sucesos, surge la inversión socialmente responsable a través de las instituciones de inversión colectiva que impulsan los primeros fondos de inversión éticos o socialmente responsables. En el primero de los casos, el *Pax World Fund*, primer fondo de inversión ético creado en Estados Unidos en 1968, excluía de su cartera las empresas vinculadas con la producción de armamento, y de aprovisionamiento militar. En el segundo caso, la decisión de muchos inversores de no invertir en compañías con negocios en Sudáfrica, tuvo como efecto la reducción drástica del número de compañías norteamericanas que invertían directamente en este país. Este tipo de filtros de inversión actualmente se dirigen a rechazar inversiones en países con regimenes políticos totalitarios, como Sudán o Myanmar.

A partir de entonces se desarrollan y consolidan las inversiones socialmente responsables a través de instituciones de inversión colectiva en EE.UU. llegando a representar en el año 2007, según cifras del *Social Investment Forum* (SIF) el 11% de los activos gestionados profesionalmente, con 260



fondos de inversión que realizan gestión socialmente responsable asociados a SIF, frente a los 55 del año 1995.

Europa, aunque fue pionera en la creación y comercialización de fondos de inversión socialmente responsables, pues en 1965 se lanza en Suecia el primer fondo de inversión ético, el *Ansvar Aktiefond Sverige*, no es hasta la década de los ochenta cuando empieza a desarrollar el mercado de los fondos éticos, consolidándose posteriormente en la década de los noventa. El primer fondo ético en Reino Unido, el *Friends Provident Stewardship* fue lanzado al mercado en 1984. Reino Unido es el país donde el mercado de la inversión socialmente responsable se encuentra más maduro, con un crecimiento espectacular desde 1989, aunque es en Suecia donde hay un mayor porcentaje de inversión ética por habitante.

Como se ha apuntado, la inversión ética tradicional ha tenido una motivación básicamente moral, ideológica o social, y se ha centrado en el boicot o la exclusión de determinados sectores industriales de las carteras de inversión. Sin embargo, la nueva corriente que se va imponiendo en los últimos años y que se podría denominar inversión sostenible, desde una visión más financiera y con perspectiva a largo plazo, trata de incorporar de forma integrada criterios económicos, medioambientales, sociales y de gobierno corporativo, eligiendo para ello las mejores empresas de cada sector (*best in class*) sin llevar a cabo ningún proceso de exclusión previo. También, bajo este enfoque amplio de la ISR, se incluyen hoy inversiones que sin discriminar positiva o negativamente las empresas emisoras de títulos, tienen como fin mantener un diálogo con las compañías en las que invierten acerca de su impacto social y ambiental, y en sus políticas de transparencia y de gobierno corporativo, tratando de modificar sus decisiones y procesos, llegando incluso a ejercer un activismo accionarial haciendo uso de los derechos de voto en las juntas anuales de accionistas.

### **1.3.- La Inversión Socialmente Responsable como alternativa de inversión**

Inversiones éticas, socialmente responsables, sostenibles, etc. son distintos nombres para catalogar un tipo de inversión que trata de incorporar criterios económicos, medioambientales, sociales y de gobierno corporativo a las inversiones, analizando la rentabilidad y el riesgo de la inversión bajo estos criterios de forma integrada.

La importancia de este tipo de inversiones desde la perspectiva del ahorrador es que permite dirigir sus excedentes económicos de forma responsable y congruente con sus principios y valores. Pueden actuar como palanca de cambio en las empresas para que realicen su gestión bajo parámetros de la responsabilidad social, lo que permitirá tomar decisiones de inversión y financiación desde una perspectiva sostenible. También permite diseñar productos de inversión para cubrir las demandas de inversores específicos, en función de su estructura de valores y creencias, como por ejemplo fondos de inversión para dotación de microcréditos, fondos de inversión con criterios religiosos, etc.

Desde la perspectiva de la finalidad de la inversión, la ISR abarca, desde aquella que fomenta productos que permiten canalizar la inversión hacia mecanismos de financiación de proyectos de cooperación o empresas que contribuyen al desarrollo de los países en vías de desarrollo (PVDs), así como hacia organizaciones que trabajan en la economía social dentro lo países más desarrollados hasta la participación en el accionariado de empresas y organizaciones socialmente responsables, bien mediante inversión directa o bien mediante mecanismos de inversión en los mercados financieros organizados.

Este proceso de ISR se puede articular, tanto a través de mecanismos de mercado como inversión directa en proyectos empresariales o de desarrollo comunitario. Concesión de créditos y ayudas públicas y privadas que incorporan criterios de RSC en la política de preselección, selección de inversiones en proyectos de desarrollo llevados a cabo por ONGs, incorporación al capital-riesgo de criterios sociales, ambientales o de gobernanza, o el papel de la Banca “ética” en los países desarrollados y no desarrollados pueden ser buenos ejemplos de estrategias de inversión directa en ISR.

Donde verdaderamente la filosofía de la RSC está ganando importancia en el ámbito empresarial, es en los mercados financieros, con el desarrollo de las inversiones y los fondos socialmente responsables, la creación de instituciones de control, la elaboración de diferentes ratings de RSC, la creación y difusión de índices bursátiles con criterios de RSC, lo que esta generando un contagio y una sensibilización hacia todos los ámbitos empresariales y corporativos. Los mercados financieros también se han visto influidos por la necesidad de impulsar políticas empresariales de responsabilidad social, sobre todo debido a las crisis financieras, que han impactado de forma negativa en los valores en los mercados.

La economía neoclásica asume que la elección de las inversiones se realiza en función exclusivamente de dos características: las expectativas de rentabilidad y las expectativas del riesgo. Sin embargo, de acuerdo con los trabajos pioneros de Amartya Sen (1970), existe una pluralidad de motivaciones sociales, morales y ecológicas que modifican las economías de mercado en sentido clásico en economías mixtas, cobrando un peso adicional la toma de decisiones bajo estos parámetros en los negocios.

Bajo estos parámetros las metodologías para evaluar la rentabilidad y el riesgo en la ISR se están expandiendo hacia todos los campos de la inversión, tanto para la realización de ratings, como en la gestión y comunicación de la información.

#### **1.4.- La Inversión Socialmente Responsable como potenciador de la Responsabilidad Social Corporativa**

La ISR desempeña un papel esencial en la implantación de estrategias de responsabilidad social en el ámbito de las empresas. Tal y como define el *European Social Investment Forum* (Eurosif 2006), la ISR es un proceso (...) orientado a la identificación de inversión en compañías con políticas y procesos considerados en el ámbito de la responsabilidad social corporativa.

La encuesta de la consultora Yankelovich, Inc., (2006) demuestra que la existencia de los fondos de ISR contribuye a mejorar el “comportamiento de una gran variedad de aspectos que subyacen bajo el paraguas de la RSC”. Estos resultados están en la línea de otros trabajos que indican que el éxito y el crecimiento de los fondos de inversión socialmente responsables dependen en gran medida de los inversores individuales y la presión que estos ejerzan sobre las gestoras desde el lado de la demanda.

De esta manera, una de las tendencias observadas en los sistemas financieros desarrollados es la integración del concepto de RSC. Esto implica la integración por las instituciones de estos sistemas de aspectos sociales y ambientales con los aspectos financieros en las políticas y los procesos desarrollados, así como el diseño de los productos financieros con los que negocian (De la Cuesta et al., 2006), factor éste decisivo para el desarrollo e implantación generalizada de la RSC. A su vez, la integración del concepto del RSC en los mercados financieros provoca que los analistas convencionales y los gestores de fondos consideren cada vez más importante el análisis de la sostenibilidad de las compañías y las preferencias de los inversores socialmente responsables. El CFA, *Institute for Financial Market Integrity* (2008) Establece una guía factores medioambientales, sociales y de buen gobierno como criterios de análisis de riesgos sobre aspectos extra-financieros.

En este contexto, las sociedades gestoras de los fondos socialmente responsables actúan como intermediarios en el mercado de capitales permitiendo y fomentando la transmisión de las demandas sociales hechas por los inversores, los cuales, cuando toman decisiones de inversión, analizan y evalúan las empresas de acuerdo con sus criterios éticos, sociales y ambientales, además de económicos y financieros.

El papel de las gestoras de inversión es esencial a la hora de potenciar la incorporación de estrategias de RSC, en especial para el caso de empresas cotizadas o de empresas con valores admitidos a cotización en los mercados financieros. Para que esta influencia sea efectiva, los agentes del mercado que deseen transmitir estos valores de RSC deben satisfacer dos condiciones: participar en el mercado, y tener suficientes recursos para transmitir señales claras y fuertes a las compañías. Así, Brickley et al. (2002) señalan el papel jugado por los operadores del mercado en la valoración de activos intangibles relacionados con los resultados del negocio, y en su capacidad de transmitir demandas éticas a las empresas. Haig y Hazelton, (2004) son críticos a cerca de la capacidad que la influencia de la ISR en el desarrollo de la RSC pero

sugieren que puede existir dicha relación si se produce un efecto de lobby colectivo sobre las empresas, y sobre los gobiernos.

Así las gestoras se encuentran en una posición óptima para transmitir políticas de RSC, no sólo en el caso en que estas entidades crean en la RSC como generadora de valor a largo plazo sino también, como remarcan Clark y Hebb (2005), la creciente importancia dada a los costes derivados de ataques sistemáticos a la imagen de marca y a la reputación corporativa puede tener un impacto directo en los rendimientos de las carteras de inversión. Los resultados de una encuesta a gestores de fondos europeos llevada a cabo por CSR Europe en el año 2003 presenta esta situación como admisible ya que existe una relación clara entre la gestión de riesgos no financieros y el valor de la compañía para los accionistas.

Los gestores de fondos han adoptado tradicionalmente una actitud particularmente cautelosa hacia esta alternativa de inversión, sin embargo su actitud respecto a la ISR esta modificándose. Así, tal y como demuestra Reed (1999) la cartera de un inversor cauteloso, tendría que analizarse con la incorporación de criterios medioambientales dado que estos, reducirían el riesgo soportado. Si extendemos estas reflexiones hacia el resto de aspectos considerados dentro del concepto de sostenibilidad, cuanto mayor sea la relación entre RSC y gestión financiera más aspectos socialmente responsables serán considerados por cualquier inversor prudente, justificando así su inclusión en los procesos de gestión de inversiones.

Por otra parte, el gran desarrollo en los mercados financieros de la inversión institucional ha conducido a que la mayoría de las decisiones de inversión queden en manos de los gestores de estos productos. Estos gestores por lo tanto constituyen un grupo de interés significativo en la determinación los aspectos claves de la gestión de la RSC de las empresas. A su vez, sus decisiones de inversión van a afectar de forma significativa al valor de las acciones de estas compañías, por lo que la relación entre ISR y RSC se torna bidireccional. Lógicamente, las compañías socialmente responsables fomentan la ISR.

Sin embargo, se observan diferentes tendencias en la actitud adoptada por los gestores ante la ISR y la RSC. (Loe et al., 2000) realizó una revisión y una clasificación de la investigación existente sobre la percepción de la RSC y las razones que motivaban a los gestores en la selección de activos de acuerdo con criterios éticos, medioambientales o sociales. Un aspecto a destacar es la diferencia encontrada entre las decisiones en términos de responsabilidad social tomadas a nivel individual u organizacional. En el caso de las organizaciones, destacan que las decisiones socialmente responsables dependen de la “cultura” dentro de la organización. Desde el punto de vista de las gestoras, para el caso español, Balaguer, Fernández y Muñoz (2008) ponen de manifiesto que un factor clave para el desarrollo de la ISR es la valoración de las políticas de RSC por parte de las gestoras, ya que aquellas gestoras que consideran “muy importante la aplicación de políticas de RSC” tienen una mayor probabilidad de gestionar o comercializara fondos socialmente

responsables y de aplicar una política explícita de RSC a la gestión interna de la empresa gestora.

## **2.- ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE**

### **2.1.- Tipos de estrategias**

La toma de decisiones de inversión bajo el prisma de la RSC hace necesario integrar los impactos económicos, sociales, medioambientales y de gobierno corporativo. Ahora bien, existen diferentes grados y niveles de compromiso del inversor, dependiendo del alcance de sus procesos de inversión. Por ello podemos encontrar un amplio abanico de estrategias de inversión ISR que van desde el carácter acomodaticio de la misma hasta las pro-activas.

- La ISR con carácter acomodaticio consiste en utilizar los canales tradicionales de ahorro e inversión, aplicando criterios negativos o excluyentes de carácter moral, social, medioambiental o de gobierno en la selección de activos, reduciendo por tanto el universo de inversión. Las áreas de exclusión más habituales son las que hacen referencia a la contaminación medioambiental, la fabricación de armamento, la explotación de trabajadores, o empresas que mantienen relaciones con regímenes dictatoriales.
- La ISR con criterios más pro-activos, dirige la inversión hacia proyectos que están poco cubiertos por los canales de los servicios financieros tradicionales. Este tipo de inversión permite el acceso a productos financieros básicos para colectivos en riesgo de exclusión financiera y/o social, o para cubrir proyectos que no hubieran conseguido financiación evaluándose con criterios tradicionales.

La elección del instrumento financiero es un punto clave para el diseño de la estrategia de inversión, en función del volumen de fondos que aglutine, los mecanismos de inversión colectiva pueden ser la herramienta más idónea de la ISR, dado que permiten al pequeño ahorrador acceder a una variedad de valores administrados por entidades gestoras especializadas que poseen información sobre los mercados financieros. Además, facilita la valoración e incorporación de criterios sostenibles en las decisiones de inversión, tanto individual como colectiva.

En las primeras etapas de desarrollo de la ISR, durante las décadas de los años setenta y ochenta, la mayoría de los proyectos se concebían a partir de criterios negativos de preselección, basados muchas veces en valores morales y éticos, como por ejemplo, la exclusión de la industria del alcohol, de la pornografía, etc. Desde esta perspectiva se crearon la mayoría de las primeras instituciones de inversión colectiva (IIC) éticas, como el *Stewardship Fund* en el Reino Unido o el *Pax World Fund* en Estados Unidos.

El término inversión ética ("*ethical investment*") utilizado en el Reino Unido estaba asociado a la aplicación de criterios negativos, excluyendo aquellas

inversiones que no cumplieran con el ideario del fondo, mientras que la expresión inversión socialmente responsable (*socially responsible investment*) se centraba en aplicar criterios valorativos con el fin de seleccionar aquellas empresas con mejor comportamiento.

Sin embargo, el concepto de inversión ética ha quedado hoy relegado a ciertas instituciones de inversión colectiva basadas en criterios éticos muy restrictivos. Debido a ello, el concepto empleado hoy por los inversores y gestores de fondos es el de inversión socialmente responsable (ISR) o sostenible. El concepto de sostenibilidad está adquiriendo dimensiones importantes entre los gestores de fondos, aplicado a la idea que aquellas empresas que adoptan políticas de responsabilidad social corporativa son empresas sostenibles a largo plazo.

La evolución de la ISR derivó en la sustitución de la exclusión de determinadas actividades por la inclusión de empresas “modélicas” (*best in class*), bajo el concepto de discriminación positiva. También se utilizan estrategias temáticas, basadas en la selección de sectores u objetivos de inversión finalistas, como sectores ecoeficientes (la denominada inversión verde), o con inversiones con marcado carácter social (ej. Inversión en ayuda a la concesión de microcréditos)

En definitiva, la evolución de los criterios de decisión de las inversiones socialmente responsables, han dado lugar a diferentes metodologías de preselección de empresas y, en consecuencia, a diferentes generaciones de fondos ISR, pudiéndose observar un nuevo concepto de ISR en el que a la hora de seleccionar una empresa el “modo” en que esta lleva a cabo su actividad tiene mayor relevancia que “la propia” actividad desarrollada”.

Las estrategias de ISR también se pueden agrupar, siguiendo a Eurosif (2006), en dos grandes segmentaciones de la ISR, en base a evolución mostrada en los últimos años:

- ISR central (*core*): que abarca los filtros negativos y el *screening* positivo, incluyendo el *best-in-class* y la selección de pioneros o inversión temática.
- ISR amplia (*broad*): abarca la ISR central y además incluye aquella basada en exclusiones simples, incluido el *screening* simple referente a estándares, el dialogo de los inversores (*engagement*) y la integración.

Tal y como se observa en el cuadro 1, la ISR puede tener diferentes lecturas que van desde visiones más restrictivas de exclusión a visiones que van más allá y pretenden integrar todos los factores de riesgo en los modelos de valoración mediante la introducción explícita de criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en la gestión de riesgos del análisis financiero tradicional.

### **Cuadro 1: Estrategias de Inversión Socialmente Responsable**

<b>ESTRATEGIA</b>	<b>DEFINICIÓN</b>
Exclusiones	Exclusiones en las que se aplica un filtro con un elevado número de criterios negativos.

Screening positivo	Búsqueda y selección de las compañías con mejores comportamientos socialmente responsables, así como aquellas que producen servicios y/o bienes positivos. Incluye <i>best-in-class</i> (las mejores empresas) y selección de los "pioneros".
<i>Best-in-class</i>	Enfoque a través del cual las principales empresas por sector son analizadas por criterios de responsabilidad social, y seleccionadas para la inversión las mejores de cada grupo.
Selección de pioneros/ Inversión temática	Fondos temáticos, basados en criterios de sostenibilidad como por ejemplo la disminución de la utilización de petróleo. Se enfoca en sectores como la energía, el agua, etc.
Screening basado en normas	Screening negativo basado en el cumplimiento de estándares internacionales propuestos por entidades tipo OCDE, OIT, ONU, UNICEF, etc.
Exclusiones simples/ Screening simple	Exclusión de un sector o actividad tipo producción armamentística, tabaco, alcohol, experimentación animal. El <i>screening</i> simple incluye también la selección simple por derechos humanos (ej. Birmania) o a través de estándares internacionales.
Engagement o diálogo de los inversores	Es utilizado por los gestores de los fondos para fomentar prácticas más responsables en las empresas. Se basa en la capacidad de influencia de los inversores como tales y se puede aplicar incluso a través del derecho a voto.
<i>Inversión en la comunidad</i>	Apoyo una determinada actividad productiva en el ámbito de la comunidad cercana, que presente características ventajosas desde el punto de vista social y/o medioambiental.
Integración	La introducción explícita de criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en la gestión de riesgos del análisis financiero tradicional.

---

Fuente: Elaboración propia a partir de European SRI Study, 2006

Uno de los principales retos radica en la complicada transferencia de conceptos, principios y valores de unos sistemas económicos y culturas a otros. Esto implica el hecho de que los criterios de escrutinio elegidos entre unos y otros difieran de forma significativa, sin existir una correspondencia directa entre ellos

## 2.2.- Filtros/criterios de responsabilidad social: excluyentes y valorativos.

Los filtros de responsabilidad social (*social screening*), consisten en aplicar criterios sociales, morales, medioambientales o de gobierno corporativo en las decisiones de inversión sobre instrumentos convencionales (acciones y otros valores cotizados, renta fija, fondos de inversión,..). De forma general se articula en criterios negativos, que excluyen determinadas inversiones, y criterios positivos, cuya finalidad es seleccionar aquellas con mejor comportamiento.

- Los criterios negativos o excluyentes fijan los parámetros que debe cumplir una empresa para ser objeto de inversión, quedando eliminados del universo de inversión los activos emitidos por empresas de determinados sectores. Tradicionalmente sectores como tabaco, juego, pornografía y alcohol generaban procesos de exclusión. A lo largo del tiempo los criterios negativos han ido evolucionando de forma paralela a los movimientos sociales y ambientales. Así, pueden ser excluidas industrias como la militar, las vinculadas a la producción y distribución de energía nuclear, las consideradas

contaminantes o destructoras del medio ambiente, las que realizan sus *test* con animales vivos, productos transgénicos, etc.

El cuadro 2 nos muestra en porcentajes los principales criterios excluyentes utilizados para la selección de los valores por los fondos de inversión colectiva en Estados Unidos y Canadá.

**Cuadro 2: Principales filtros excluyentes utilizados por los Fondos de Inversión colectiva en Estados Unidos y Canadá (Datos en porcentaje de los fondos).**

<b>Criterios</b>	<b>EEUU</b>	<b>Canadá</b>
Tabaco	96%	83%
Juego	86%	41%
Alcohol	83%	63%
Armamento	81%	62%
Daño al medio ambiente	79%	64%
Violación Derechos humanos	43%	48%
Relaciones laborales	38%	50%
Control natalidad/aborto	23%	--
Explotación de animales	15%	5%
Energía Nuclear	--	47%
Derechos de aborígenes	--	20%

Fuente: Chamorro et. al (2001)

- Los criterios positivos o valorativos: evalúan las actitudes y los comportamientos socialmente responsables de las empresas de manera que aquellas que superen los criterios negativos son nuevamente examinadas con el objetivo de seleccionar las que, dentro de sus diferentes sectores y mercados, estén teniendo una mejor actuación en el campo de la responsabilidad social. En principio, por sí solos estos comportamientos o actitudes no tienen peso suficiente para incluir o excluir una empresa; actúan de forma ponderativa, teniendo en cuenta otros criterios, y podrían definirse como las preferencias o prioridades que orientan las decisiones de inversión.

Como ejemplo, en el ámbito medioambiental, se identifican aquellas empresas que han adaptado su gestión a criterios de sostenibilidad: energía alternativa, transporte público, control de la contaminación ambiental, uso de energías alternativas, etc. En el ámbito social, se identifican las empresas más innovadoras que han optado por asumir un rol activo en la gestión de los impactos sociales de su actuación, e implantación de políticas relacionadas con la responsabilidad social de las empresas. En el cuadro 3 mostramos algunos de los criterios positivos y negativos más utilizados en los fondos de inversión socialmente responsables españoles.



**Cuadro 3: Criterios de selección más utilizados por los fondos de inversión socialmente responsables en España.**

CRITERIOS NEGATIVOS O EXCLUYENTES	CRITERIOS POSITIVOS O VALORATIVOS
Armamento	Igualdad de oportunidades
Experimentación con animales	Reciclaje
Explotación en el Tercer Mundo	Conservar la energía y los recursos naturales
Contaminación	Transparencia en la información
Manipulación genética	Compromiso solidario con la sociedad
Pornografía y Tabaco	Controlar la polución
Degradación medioambiental	Apoyar la formación y la educación
Energía nuclear	Compromiso solidario con la sociedad

Fuente: Muñoz et. al. (2004)

La utilización de criterios de selección, tanto inclusivos como excluyentes también se está aplicando al análisis de renta fija emitida por estados, otros organismos oficiales y entidades supranacionales así como empresas tanto públicas como privadas. Como principales criterios excluyentes se analizan las sanciones y el incumplimiento de las convenciones internacionales. Para el análisis de criterios positivos se utilizan similares parámetros que en el ámbito empresarial, medioambientales, sociales y de gobernanza.

### **2.3.- El activismo de los accionistas**

El activismo de los accionistas implica el diálogo con el equipo directivo de las compañías, haciendo uso de uno de los derechos básicos y fundamentales de todo accionista: participar como copropietario en la toma de las decisiones de la compañía con su derecho al voto. Las formas de actuación en el ámbito de la ISR se concretan en tres vías:

- Ejercer el derecho de voto de acuerdo a los principios de la responsabilidad social.
- Informar públicamente de las razones que han motivado la votación en los términos realizados.
- Dialogar directamente con las compañías con el fin de impulsar o apoyar determinadas resoluciones.

Dado que la mayoría de los pequeños accionistas no suelen ejercer su derecho de voto en la junta general de accionistas, el activismo permite aglutinar el voto de estos pequeños accionistas junto al de otras organizaciones afines a la responsabilidad social, gestionándose de esta forma un mayor porcentaje de derecho al voto. Dependiendo de éste la capacidad de dialogo con el Consejo de Administración de la empresa tiene diferentes canales:

Cuando no se posee capacidad de voto suficiente como para que la propuesta sea aceptada, el activismo tiene por objetivo obtener la máxima difusión e impacto tanto internamente en la organización como externamente, a través de su impacto mediático.

En esta línea trabaja *The Interfaith Center on Corporate Responsibility* (ICCR), organización líder en impulsar el activismo y coordinar el apoyo a las decisiones por parte de diferentes inversores. El activismo crítico de los accionistas y de los ciudadanos organizados en grupos de presión puede sensibilizar a la opinión pública acerca de las líneas estratégicas de una empresa e intentar convencerla de que cambie de política.

El diálogo directo con las compañías con el fin de impulsar o apoyar determinadas resoluciones, denominado también “diálogo constructivo”, es un paso más en la línea de fomentar las actitudes responsables. Algunos inversores sostienen que una participación activa en las decisiones es una forma más efectiva de modificar los comportamientos empresariales, que la mera acción aislada de invertir o desinvertir en determinadas empresas

Así, cuando la directiva de una empresa toma decisiones contrarias a los criterios de un colectivo o fondo ético que practique el diálogo constructivo, éstos no se retirarán de la inversión sino que abren canales de comunicación entre los accionistas y la compañía para discutir la nueva política empresarial y en lo posible corregirla.

En el año 2007, y según el *Social Investment Forum* el número de resoluciones presentadas por los inversores estadounidenses en relación con aspectos sociales y ambientales fue superior al año 2006. En cuanto a gobierno corporativo, se presentaron 775 resoluciones, relacionadas con aspectos como información sobre contribuciones a campañas políticas o a relaciones comerciales. En el cuadro 4 se presenta algunas de las resoluciones votadas en Estados Unidos durante en el año 2007 gracias al activismo de los accionistas y las empresas donde se produjo.

#### **Cuadro 4: Decisiones adoptadas en 2007 en EE.UU. gracias al activismo de los accionistas.**

AREA	DECISIÓN	EMPRESAS
Dirección y compensación de los directivos	Ratificación (voto) por parte de los accionistas en las compensaciones a directivos ejecutivos	Resoluciones en 100 empresas de las cuales 4 han adoptado la propuesta.
Códigos de conducta	Documentación sobre códigos de conducta incluyendo la cadena de proveedores basado en estándares internacionales	McDonalds
Derechos humanos	95% de los accionistas votaron a favor de compensaciones a 9.500 personas que perdieron tierras y medio de vida por actividades de la compañía. En 2008 se trabaja en fortalecer políticas y practicas de aceptación en la comunidad	Newmont Mining Corp.

Igualdad/no discriminación	Incluir mujeres y minorías en el Consejo de dirección  55,5% del voto apoyó políticas antidiscriminación que han sido adoptadas por la compañía	Panera Bread Co., Plains Explorations and Productions, Roper Industries Micron Corp.
Medioambiente y salud	Creación de una comisión para evaluar y gestionar riesgos de las plantas de producción en distintos países.	Coca-Cola
Medioambiente	Objetivos de reducción de gases efecto invernadero. Se incrementa el apoyo a este tipo de resoluciones entre los accionistas	Exxon, General Motors.
Contribuciones políticas	Información sobre gasto en contribuciones políticas por parte de la compañía, con elevado porcentaje de voto por parte de los accionistas (en Unisys el 51%)	Unisys, McGraw-Hill, Citigroup, Boeing.

Fuente: Elaboración propia a partir de información de [www.sif.org](http://www.sif.org) (visitada en junio de 2008).

Estas reflexiones respecto a los diferentes enfoques de la ISR están en línea con las aportaciones de Dembinski *et al* (2003) quienes señalan que no hay una fórmula simple de ISR, dado que el ser responsable “implica ante todo la participación activa y libre de cada uno en el compromiso de adoptar cuestiones éticas fundamentales”.

En España, la mayoría de los factores económicos, de estructura de propiedad empresarial y cultural que facilitan el activismo accionarial en los países anglosajones, están ausentes. No obstante, desde el año 2001 la ONG Setem, a través de su apoyo a la campaña “ropa limpia” ha utilizado esta vía de actuación para dar a conocer comportamientos de las mayores multinacionales españolas del sector del textil como es Inditex o Adolfo Domínguez. En el año 2008 las ONG Justicia y Paz y Setem participaron por esta vía en la Junta de Accionistas del BBVA y denunciaron las inversiones de esta entidad en el sector armamentístico, además de proyectos controvertidos en América Latina.

La presencia de participación de inversión institucional extranjera en las grandes empresas españolas está favoreciendo el activismo en su grado más evolucionado, como es el “*proxy voting*”. Así en mayo de 2008 la ONG Intermon Oxfam habló en la Junta de Accionistas de Repsol en nombre de cuatro fondos de inversión americanos, entre ellos el *Boston Common Assets* y 900.000 acciones, de las cuales 81.000 títulos estaban en manos de españoles, denunciando la falta de respeto a derechos básicos internacionalmente reconocidos a las poblaciones indígenas en la Amazonía. El voto delegado de las 900.000 acciones dio derecho a tomar la palabra en ésta Junta de Accionistas, aunque su influencia real es muy limitada al representar sólo el 0,06% del capital social.

Este es un ejemplo de cómo el activismo accionarial puede desarrollarse en España por la vía de los grandes fondos de inversión internacionales, impulsando la corriente mundial en favor de la Responsabilidad Social Corporativa.

## **2.4.- Inversión social en la comunidad**

La inversión social en la comunidad (*community Investing*) consiste en apoyar una determinada causa o actividad a través de las inversiones, quizás buscando una rentabilidad financiera, social y medioambiental. El objetivo es generar financiación para individuos o colectivos pertenecientes a la comunidad donde opera la institución, para permitirles salir de la exclusión, ya sea social o financiera (pobreza, colectivos menos favorecidos.). También puede tener como objetivo el apoyar una determinada actividad productiva que presente características ventajosas desde el punto de vista social y/o medioambiental.

Es decir, la inversión en la comunidad es una estrategia para la inyección de capital a individuos, comunidades, proyectos y empresas que no tienen acceso al capital, crédito y productos financieros en el mercado financiero tradicional, los productos ofrecidos por la denominada banca social o ética, que están diseñados incorporando un requerimiento social y medioambiental y los programas de microcréditos o los fondos de capital-riesgo que preseleccionan proyectos de inversión sostenibles.

Un caso ilustrativo de esto son las inversiones dirigidas a financiar proyectos o actividades específicas como los cultivos biológicos, la artesanía, el turismo y el desarrollo local y rural. En esta línea existen experiencias de financiación dirigidas al comercio alternativo en países como Alemania, Holanda, Reino Unido e Italia, en las que a través de la creación de instituciones sin ánimo de lucro, sociedades o cooperativas, los socios aportan fondos destinados a financiar a pequeños productores y cooperativas en el tercer mundo.

Las inversiones en la comunidad a través de instituciones de inversión colectiva es el campo de mayor crecimiento en Estados Unidos y tiende a expandirse a través de la creación de nuevos productos y servicios. Es uno de los criterios de selección de inversiones ampliamente adoptados por la mayoría de los fondos de inversión socialmente responsables, incluso existen fondos como el *Access Capital Strategies Community Investment Fund* cuyo único criterio positivo de inclusión en la cartera es la inversión en la comunidad. Esta estrategia de inversión en ISR se ha visto impulsada por la recomendación del SIF de dirigir al menos un 1% del total de la inversión a productos de inversión en la comunidad.

Uno de los ejemplos más representativos en esta estrategia es la llevada a cabo por los fondos de inversión gestionados por Calvert: Una gran mayoría de los fondos gestionados por esta gestora destina entre el 1% y el 3% de su patrimonio a las denominadas inversiones de alto impacto social (*High Social Impact Investment*), para ello invierten en bonos denominados *Community Investment Notes* emitidos por la *Calvert Social Investment Foundation*, entidad sin ánimo de lucro, que realiza funciones de intermediación financiera con otras entidades sin ánimo de lucro o empresas sociales, a través de prestamos para proyectos de alto impacto social

### **3.- INSTRUMENTOS DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE**

#### **3.1.- Productos financieros**

Una de las etapas del proceso de inversión pasa por la elección del instrumento financiero (producto) que se va a utilizar para canalizar la el ahorro hacia la ISR. Tal y como se ha puesto de manifiesto, por una parte existen diferentes estrategias de ISR y por otra, distintos grados de compromiso social. La conjunción de ambos ofrece la posibilidad de crear una amplia gama de instrumentos financieros socialmente responsables.

La tipología de los instrumentos de ISR dependerá del intermediario financiero, instituciones formales y mercados financieros organizados, instituciones financieras formales y no formales; y del objetivo que el producto pretenda cubrir en términos de sostenibilidad. En los países desarrollados, lógicamente, los productos de inversión más extendidos son los negociados en mercados organizados y los comercializados por la denominada “banca tradicional”.

#### **3.1.1.- Fondos y sociedades de inversión y fondos de pensiones socialmente responsables**

Gran parte de las inversiones socialmente responsables se canalizan hoy a través de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) como fondos y sociedades de inversión mobiliaria y fondos de pensiones. La finalidad de estas instituciones es la captación de los ahorros de un gran número de inversores (particulares, empresas y otras entidades) para invertirlos total o parcialmente en una cesta de distintos activos financieros como acciones, renta fija pública y privada o productos derivados y estructurados, con el objetivo dirigir el ahorro hacia las empresas y organizaciones, de acuerdo con el ideario de la institución, cumpliendo con los criterios valorativos y/o negativos en él reflejados, la estrategia de inversión de estos fondos pueden llevar también asociada el activismo accionario y/o la inversión en la comunidad.

La evolución de estos fondos de inversión o de pensiones socialmente responsables ha ido pareja en el tiempo al desarrollo de las estrategias de inversión socialmente responsables. De esta forma podemos distinguir, tal y como se muestra el cuadro 5, distintas generaciones de fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables. La primera generación de FISR aplicaba exclusivamente criterios negativos (*'screening'* negativo) por temas éticos. Más adelante se aplicó el *'screening'* positivo o enfoque *'best in class'*, que implica tener en cartera títulos de empresas cuyo comportamiento destaque con relación a su sector en aspectos de sostenibilidad. En la actualidad estrategias como el activismo del accionariado y el dialogo constructivo o la inversión en al comunidad son las aplicadas por la ultimas generaciones de FISR.

## Cuadro 5: Evolución y sentido de la integración de las estrategias de inversión socialmente responsable por los Fondos de Inversión y Pensiones Socialmente Responsables.



Fuente: Elaboración propia

De esta manera coexisten en el mercado un amplio abanico de fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables de diferentes generaciones que van desde los FISR de primer generación, que aplican únicamente filtros excluyentes en la preselección de activos que forman parte de su carteras hasta aquellos de quinta generación que realizan activismo accionarial y estrategias de inversión en la comunidad.

Aparte de las diferencias que se puedan producir entre FISR en función de su estrategia de inversión, cabe destacar la importancia que tiene la definición de los filtros y de las estrategias activas en la política del fondo. Así dos fondos que tengan definida la misma estrategia o los mismos filtros pueden tener como resultado una preselección de activos diferentes, dependiendo de los porcentajes de carteras definidos para cada estrategia, de si la preselección se realiza de forma restringida o total, de cuales sean los criterios de RSC que se apliquen etc. Como ejemplo, el cuadro 6 presenta el porcentaje de fondos de inversión asociados al SIF en relación con los criterios aplicados y la metodología de preselección.

Por ello es muy importante que en todo el proceso de inversión de ISR se impregne de una transparencia informativa que posibilite al inversor la toma de decisión en la elección de su inversión y producto según sus valores propios.

**Cuadro 6: Criterios de selección aplicados por los 107 fondos de inversión asociados al SIF.**

	Criterio excluyente	Criterio positivo	Inversión con restricciones	No se utiliza como criterio	Total
Alcohol	66,36	0,00	11,21	22,43	100,00
Tabaco	86,92	0,00	10,28	2,80	100,00
Juegos de azar	64,49	0,00	15,89	19,63	100,00
Defensa/armas	42,99	0,00	45,79	11,21	100,00
Test con animales	2,80	0,93	59,81	36,45	100,00
Productos o servicios	0,00	77,57	0,93	21,50	100,00
Medioambiente	3,74	81,31	1,87	13,08	100,00
Derechos humanos	0,00	73,83	4,67	21,50	100,00
Relaciones laborales	0,00	74,77	6,54	18,69	100,00
Igualdad en empleo	0,00	75,70	4,67	19,63	100,00
Inversión en la comunidad	1,71	57,26	0,00	41,03	100,00

*Proxy voting* de RSC (sí/no) 95,33 4,67

Fuente: Elaboración propia a partir de datos en porcentajes de [www.sif.org](http://www.sif.org) (visitada junio 2008)

### 3.1.2.- Fondos rotatorios.

Los Fondos Rotatorios o ROSCAS (*Rotating Saving and Credit Associations*) constituyen el mecanismo de microfinanciamiento más habitual en los países en desarrollo. En este tipo de fondos, un grupo de personas físicas o jurídicas con un nexo común, se asocian para aportar a un fondo de ahorro común una determinada cantidad de dinero, la cual acumulada a las anteriores aportaciones se irá repartiendo por turnos entre todos los miembros de la asociación. Su objetivo es conceder préstamos directos a personas o grupos normalmente excluidos del acceso al crédito. Los flujos monetarios obtenidos con la devolución de éstos préstamos se reinvierten en nuevos proyectos, con la finalidad de aportar continuidad al proyecto de financiación.

Existen diferentes modalidades de fondos, algunos de los cuales son híbridos con otros sistemas de microfinanciamiento, desde los destinados a proporcionar a sus miembros préstamos hasta los destinados a subvenciones a fondo perdido. Existen numerosos ejemplos de fondos rotatorios promovidos por agencias multilaterales como el Banco Mundial, por agencias de cooperación nacionales o, los más numerosos, por iniciativa privada, como el caso de ACCION Internacional en EEUU ([www.accion.org](http://www.accion.org)) o la SIDI (Sociedad de Inversiones para el Desarrollo Internacional) en Francia, promovidos por ONGs o fundaciones.

En el inicio del desarrollo de estos fondos se destacaba como principales ventajas su carácter popular y autogestionario, que evitaba la necesidad de contar con garantías formales o avales. La entrada de instituciones de cooperación en la gestión de este tipo de productos hacen que evolucione en muchos casos hacia la banca microfinanciera.

### **3.1.3.- Fondos de garantía de proyectos sociales**

Los fondos de garantía son otra actividad financiera, no estrictamente crediticia, que sirve de apoyo para la obtención de crédito por parte de colectivos excluidos. Estos fondos, nutridos en gran parte por aportaciones privadas- a crédito o con carácter de donación- facilitan el acceso de las pequeñas y medianas empresas del tercer mundo al mercado de crédito convencional, aportando los avales necesarios para que dichas empresas obtengan financiación a un coste razonable. En general es la adaptación de los fondos de garantía recíproca a la financiación de proyectos con marcado carácter social.

En este tipo de fondos no existe una aportación directa al prestatario sino que el fondo actúa como colateral o garantía para todos aquellos créditos que las empresas avaladas por él soliciten a la banca tradicional. La intervención del fondo agiliza la concesión de créditos y consigue generalmente tipos de interés por debajo de la media del mercado. El fondo de garantía estudia la viabilidad del proyecto a garantizar y asesora a los pequeños empresarios sobre las nuevas oportunidades de negocio, por lo que en la práctica, en muchas ocasiones, se convierte en un socio del empresario.

### **3.1.4.- Inversión en fondos destinados a microcréditos.**

Los fondos que nutren los programas de microcrédito pueden proceder del ámbito público, generalmente local o instituciones públicas de inversión, como el Instituto de Crédito Oficial, o de fondos de origen privado gestionados por una entidad bancaria o instituciones de inversión colectiva. Estos últimos son los que gestionan sus carteras de inversión con la finalidad de financiar a microempresas bajo el prisma de la inversión social, inversión en la comunidad o cooperación al desarrollo.

Los microcréditos, son una herramienta de financiación con origen en los países en vías de desarrollo y que en los últimos años ha sido importada por los países desarrollados. Por ello se pueden distinguir dos conceptos de microcréditos, según estén referenciados a unos u otros países. En términos generales, se trata de una herramienta de préstamo y asistencia financiera destinada a promotores de microempresas con el objetivo de garantizar su autosuficiencia financiera (créditos a corto plazo), consolidar iniciativas ya existentes, transformar iniciativas del sector informal en empresas y estructuras organizadas (fondos de autoempleo o fondos para financiar capital fijo), y promover la expansión de empresas necesitadas de asistencia técnica (préstamos de mayor cuantía y a largo plazo para financiar activo fijo de mayor importe). Normalmente van acompañados de asistencia técnica en gestión empresarial. Suponen una provisión de pequeños préstamos sin garantía y tipos de interés no subvencionados, con devoluciones frecuentes y en pequeñas cantidades.

Para países en vías de desarrollo, podemos definir los microcréditos según la Conferencia Internacional de Microcréditos, que tuvo lugar en Washington en 1997, como “programas de concesión de pequeños créditos a los más necesitados de entre los pobres para que éstos puedan poner en marcha



pequeños negocios que generen ingresos con los que mejorar su nivel de vida y el de sus familias”.

En los países desarrollados, los microcréditos tienen como objetivo la inserción de personas excluidas del sistema financiero tradicional, para paliar el riesgo de exclusión social al que se encuentran avocados (jóvenes, desempleados, mujeres, inmigrantes, ex reclusos, etc.).

### **3.1.5.- Capital-Riesgo con criterios sociales.**

El capital- riesgo se define como la actividad financiera consistente en canalizar fondos hacia pequeñas y medianas empresas, en buena medida innovadoras, participando en el capital social de las mismas, generalmente de forma minoritaria y temporal.

Por un lado, hay una inyección de recursos financieros desde el inversor hacia la Pyme, y por otro, el inversor participará en el capital de la empresa buscando un beneficio. Una vez producida la inversión y pasado un tiempo (entre 5 y 10 años), el inversor tratará de dar salida a su inversión a través del mercado bursátil o revendiendo sus acciones a otros accionistas, con la expectativa de obtener con ello una plusvalía.

Este instrumento ha sido ampliamente adoptado por la Sociedad de Inversores para el Desarrollo Internacional (SIDI) -sociedad anónima francesa- cuyo accionista mayoritario es el Comité Católico contra el Hambre y a favor del Desarrollo, que se ha convertido en una de las promotoras más importantes de sociedades de inversión locales y de capital-riesgo en varios países en vías de desarrollo.

También en los últimos años en España se están promoviendo iniciativas ligadas a la inversión en fondos de capital-riesgo incorporan criterios de sostenibilidad, como es el caso de la Fundación Empresa y Crecimiento, iniciativa publico-privada dependiente de grandes empresas españolas que han puesto en marcha fondos de capital-riesgo como el Pymex y el Pymar que centran sus inversiones en empresas que basen su negocio en los recursos naturales de México y Argentina respectivamente y con un compromiso de permanencia en el capital de la empresa entre cuatro y seis años.

### **3.1.6.- Cuentas corrientes y depósitos socialmente responsables.**

Junto a estas modalidades de inversión a través de productos más complejos expuestas hasta ahora, se encuentran otras más sencillas que ofrecen tanto las entidades bancarias tradicionales como los denominados “bancos éticos”, son las cuentas corrientes y los depósitos a la vista o a plazo, que se destinan directamente a financiar proyectos socialmente responsables.

Como ejemplo, en 2005, en España *Triodos Bank* lanzó el primer producto de ahorro que combina rentabilidad económica con responsabilidad

medioambiental, el “Ecodepósito”, que cuenta con el apoyo de las cinco organizaciones ecologistas más representativas en España: Amigos de la Tierra España, Ecologistas en Acción, Greenpeace España, SEO/BirdLife y WWF/Adena.

La Caja de Ahorros de Navarra en 2007 creó la denominada “Cuenta Cívica” que ofrece información sobre el rendimiento obtenido por la CAN con cada cliente, así como la posibilidad de elegir el proyecto social al que se destinan las cuantías depositadas en la cuenta.

Sin embargo, hay algunos productos que no recogen el objetivo de inversión de los fondos aportados ni comisiones de gestión, son las denominadas cuentas y depósitos solidarios. El carácter solidario está únicamente asignado a la cesión de un porcentaje de los intereses generados a un proyecto de cooperación, lo que supondría una mera acción social por parte del impositor.

### **3.2.- Entidades del mercado de la Inversión Socialmente Responsable**

Hasta hace muy poco tiempo el sector financiero era considerado como un sector neutral, con escaso impacto ambiental y social. En los últimos años se está produciendo un cambio en esta apreciación, destacando el impacto de la aplicación de la responsabilidad social en las instituciones que participan en el sistema financiero y como mecanismo transmisor de esta filosofía empresarial al resto de sectores empresariales.

El sector financiero a nivel internacional ha tomado conciencia de que los impactos ambientales y sociales y de gobierno corporativo pueden generar, a su vez, repercusiones en el perfil de riesgo y la rentabilidad de los proyectos y las empresas, y que sus efectos son transferidos directamente a los inversionistas. En su papel de intermediarios del sistema financiero, las instituciones del mercado financiero han desarrollado mecanismos para incluir la sostenibilidad a su gestión lo que implica que como prestamistas, las entidades financieras eviten la toma de decisiones cuyo resultado genere una mala gestión de los riesgos sociales o ambientales. En relación con la captación de fondos, las entidades financieras están generando canales para dialogar con sus *stakeholders* y así conocer mejor el tipo de inversiones que han de promover y bajo que condiciones. Estos mecanismos son comunes tanto a la denominada banca tradicional como a la banca ética.

#### **3.2.1.- Banca “ética”**

Un banco “ético” es aquel que garantiza, de forma transparente, que el dinero que se le confía se invierte no sólo conforme a criterios de rentabilidad económica, sino también social y medioambiental y de gobierno corporativo. Financia fundamentalmente proyectos sociales, culturales y medioambientales que mejoran el bienestar general de la población y organizaciones y empresas que contribuyen al desarrollo sostenible. El término “ético” es una denominación generalmente aceptada, que no excluye a otros como “cívica,”-, “alternativa”, “social”, etc.

En 1976 aparece la que puede ser considerada la primera iniciativa de banca ética, el *Grameen Bank* de Bangladesh, fundado por el profesor Yunus. La filosofía de este banco ético se basa en la financiación de actividades mediante microcréditos, a través de un fondo rotatorio, a un grupo de personas, habitualmente 5, que asumen colectivamente la responsabilidad de los fondos. El criterio a la hora de conceder el crédito más que financiero es, sobre todo, humano, dado que el objetivo de este banco es la población cuyos ingresos no sobrepasan el umbral de la pobreza, siendo mujeres el 94% de los prestatarios.

Ejemplos internacionales de Bancos éticos son el *Triodos Bank* ([www.triodos.es](http://www.triodos.es)), fundado en 1980 en Holanda y establecido también en Bélgica y Reino Unido; el *Southshore Bank*, creado en Chicago; El *Citizens Bank of Canada* ([www.citizenbank.ca](http://www.citizenbank.ca)); La Banca Ética italiana ([www.bancaetica.com](http://www.bancaetica.com)) o la cooperativa de crédito *Oiko Credit*.

El *Triodos Bank* es el referente de la banca ética en Europa. Fue fundado en 1980 y actualmente cuenta con sucursales y agencias en la mayoría de los países de Europa y desde 2004 esta operando en España. A nivel europeo destaca también la Federación europea de banca ética y alternativa ([www.febea.org](http://www.febea.org)), creada en el año 2001, con sede en Bruselas y con miembros de 13 países.

Las iniciativas españolas de Banca ética se relacionan sobre todo con cooperativas de servicios financieros, como es el caso de Coop57 ([www.coop57.coop](http://www.coop57.coop)), donde las personas físicas sólo pueden depositar sus ahorros, no pudiendo acceder a los servicios de financiación, mientras que las personas jurídicas, sin embargo, pueden tanto aportar fondos como recibir financiación; o el caso de EnClau ([www.economiasolidaria.org](http://www.economiasolidaria.org)) asociación de asociaciones sin ánimo de lucro, creada con el fin de promover el desarrollo de nuevas alternativas de financiación de proyectos y actividades socialmente rentables, tanto en el ámbito de lo que llamamos tercer mundo como en lo que se conoce como cuarto mundo. También existen proyectos como el Fiare ([www.proyectofiare.com](http://www.proyectofiare.com)) que promueve productos financieros de Banca Popolare Etica, que opera bajo la supervisión de los Bancos centrales de Italia y España.

### **3.2.2.- Banca tradicional**

La banca tradicional por su parte también ha desarrollado unidades de negocio o programas, que le hacen posicionarse en los mercados como banca ética o cercana a ésta, ya sea a través de la acción social de sus Fundaciones que realizan acciones filantrópicas; ya sea ofertando diferentes tipos de productos de inversión y financiación socialmente responsables, como es la comercialización de los fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables, hasta implicarse de manera directa en las microfinanzas.

En las economías con sistemas financieros desarrollados, los servicios financieros aparecen como estructuras de integración ciudadana, debido a su

capacidad de generar estructuras que formalizan las relaciones y visibilizan a sus usuarios. Además, los aspectos sociales y ambientales comienzan a ser considerados en el negocio financiero como generadores de condiciones de competencia y de mejora de inclusión social. Un ejemplo de ello es la creciente oferta de productos financieros destinados a integrar en el sistema financiero a los inmigrantes o la utilización del microcrédito como mecanismo de integración de colectivos en riesgo de exclusión social a través de la generación de autoempleo.

La integración de la Responsabilidad Social Corporativa en el sector financiero se articula mediante la implantación de políticas y procedimientos de gestión en una doble vertiente, interna y en relación con sus operaciones con terceros. La integración en la vertiente externa se realiza en la intermediación y en la inversión en los mercados financieros, incorporando consideraciones medioambientales y sociales en el diseño de productos, en la política de crédito e inversión y en definitiva en la estrategia conjunta del negocio y en la asunción de riesgos. En esta línea se encuentran tanto los productos destinados a la captación del ahorro como los fondos de inversión socialmente responsables o los depósitos éticos, como productos de crédito o inversión que tienen en cuenta el impacto social y medioambiental de la actividad a financiar.

Dado que en el epígrafe anterior ya hemos desarrollado los diferentes productos de inversión socialmente responsables, nos centraremos en las dos principales alternativas que utiliza la banca tradicional para implicarse de manera directa en las microfinanzas.

Los bancos pueden introducir un producto de microcrédito dentro de una unidad existente o crear unidades microfinancieras independientes.

- Creación de una línea de microfinanzas. Algunos bancos amplían su cartera de productos incluyendo una nueva línea destinada a las microfinanzas, para dirigirse a aquellos emprendedores de pequeña dimensión cuya principal garantía es el flujo de tesorería del propio proyecto, ya que no pueden aportar garantías reales.

- Creación de una filial dedicada a las microfinanzas. Diferentes instituciones financieras han optado por crear una filial especializada en microfinanzas como una forma directa de abarcar este mercado. Una unidad interna, puede estar integrada próxima al banco, reduciendo los costes y necesidades de gastos indirectos. Esta unidad confía en otros departamentos del banco para determinados servicios. Además los trabajadores son principalmente aquellos que están directamente involucrados en operaciones de servicios microfinancieros. Ejemplos de filiales especialistas en microfinanzas son el Microbank ([www.microbanklacaixa.com](http://www.microbanklacaixa.com)) o la fundación Un Sol Mon ([www.unsolmon.org](http://www.unsolmon.org)), ambas filiales de cajas de ahorros.

Una herramienta de gestión de la sostenibilidad, aplicada por algunos grandes bancos tradicionales en sus proyectos de inversión en países en vías de desarrollo son los denominados “principios de Ecuador”. Dichos principios son directrices que se adoptan de manera voluntaria en función de las políticas de la Corporación Financiera Internacional, agencia dependiente del Banco

Mundial, para asegurar que los temas sociales y ambientales reciben plena atención en el negocio de financiamiento de los proyectos, sobre todo en países en vías de desarrollo. Hasta el momento hay 67 instituciones financieras de todo el mundo que han firmado estos principios, el BBVA, Caja Navarra y La Caixa son las entidades firmantes domiciliadas en España. La adhesión a estos principios internacionales supone la evaluación medioambiental y social de grandes proyectos de inversión (*project finance*) antes de conceder la financiación. Los Principios de Ecuador (<http://www.equator-principles.com>) son:

- Principio 1: Revisión y Principio de Clasificación
- Principio 2: Evaluación social y ambiental
- Principio 3: Normas sociales y ambientales aplicables
- Principio 4: Plan de acción y sistema de gestión
- Principio 5: Consulta e información
- Principio 6: Mecanismo de desagravio de comunidades
- Principio 7: Revisión independiente
- Principio 8: Principio de garantía en el cumplimiento de los compromisos
- Principio 9: Supervisión independiente y *reporting*
- Principio 10: Proveer información pública como Instituciones Financieras Firmantes de los Principios de Ecuador (EPFI)

Las entidades financieras aplican los Principios de Ecuador a todos los préstamos destinados a proyectos con un montante igual o superior a los 10 millones de dólares USA. Los prestatarios se seleccionan sobre la base del proceso de selección ambiental y social de la CFI.

### **3.2.3.- Índices bursátiles de responsabilidad social.**

Dentro de los mercados bursátiles, la ISR es un nuevo segmento que está desarrollándose de forma rápida al amparo de los fondos y planes de pensiones socialmente responsables. Este desarrollo ha llevado la creación de nuevas instituciones o adecuación de las tradicionales que actúen en el control, valoración, medición y elaboración de *rating* y ranking social, creación y difusión de índices bursátiles, elaboración y comercialización de bases de datos, etc, que está suponiendo el desarrollo de una gran industria bursátil socialmente responsable, al servicio de las instituciones financieras de gestión de patrimonios públicos y privados.

Los índices socialmente responsables, al igual que los índices bursátiles tradicionales, son indicadores de la evolución de los precios de los títulos más representativos de un mercado bursátil, en éste caso del segmento del mercado de la ISR. La metodología de elaboración de un índice bursátil depende de la institución que lo diseña, gestiona y publica, aunque generalmente suelen tener características comunes, como la de servir de medida del mercado que representan, ser activo subyacente en los mercados de productos derivados y estructurados o servir de benchmark en la gestión de carteras. La inclusión y exclusión de las acciones en los índices bursátiles es

un hecho importante, para la acción y para el mercado. La inclusión le da una gran visibilidad y las instituciones de inversión colectiva que utilizan los índices como benchmarking recomponen sus carteras, comprando las incluidas y vendiendo las excluidas.

La creación y aumento en el número de este tipo de índices es buena muestra del desarrollo de la ISR, pues sirven de referencia para inversores particulares, gestoras y sociedades de inversión que ponen en circulación en el mercado los fondos ISR. Como índices bursátiles más representativos podemos señalar los siguientes:

- *Domini 400 Social Index*, ([www.kld.com](http://www.kld.com)) es un índice bursátil que pretende ser la réplica sostenible del *S&P 500*, posibilitando la comparación con respecto al mercado tradicional. Este índice fue creado en 1990 por *Kinder Lydenberg Domini and Co. Inc.*, (KLD) y actualmente es el punto de referencia establecido para medir la *performance* financiera de las carteras de los fondos socialmente responsables que invierten en el mercado norteamericano. El *Domini 400 Social Index* se configura a partir de una selección de 400 empresas sometidas al análisis de su comportamiento social, excluyendo tabaco, alcohol, juegos de azar, energía nuclear, contratos militares o empresas fabriquen productos dañinos para el medio ambiente.
- *FTSE4Good*, ([www.ftse.com](http://www.ftse.com)) fue creado en Julio del 2001 por FTSE en colaboración con *Ethical Investment Research Service* (EIRIS) y UNICEF (Fondo de las Naciones Unidas para la Infancia). Los criterios sociales de selección de valores de *FTSE4Good* están basados en principios internacionales generalmente aceptados. Sólo tiene restricción de entrada para negocios de energía nuclear, tabaqueras y fabricantes de armamento. Entre sus criterios de admisión figura en lugar destacado el tipo de relaciones que la compañía mantiene con los inversores, clientes y empleados.

Desde abril de 2008, se publica en España el índice *FTSE4GoodIbex* ([www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es)) como parte de la familia de índices *FTSE4Good* y como un nuevo indicador de ISR compuesto por compañías españolas cotizadas en los mercados operados por BME. Este índice incluye 32 empresas del mercado continuo español que además forman parte del *FTSE Spain All Cap Index*. Para el proceso de selección de las compañías, se han utilizado los mismos criterios exclusivos y valorativos utilizados en el diseño de la familia de índices *FTSE4Good*.

En el anexo 1 se recoge la relación de las empresas más representativas del mercado bursátil español y los índices socialmente responsables donde están incluidas. La construcción del *Ftse4goodIbex* como un índice de primera generación donde la aplicación de criterios de filtro negativo supone la exclusión de ciertas empresas según su actividad y no la inclusión según el impacto de sus productos, las relaciones con sus grupos de interés o del impacto en su comunidad. De esta manera algunas empresas españolas que han sido seleccionadas por los índices bursátiles socialmente

responsables a nivel internacional, no están incluidas en el Ftse4goodlbex, como es el caso de las empresas energéticas que han sido excluidas por tener en su mix energético energía procedente de centrales nucleares.

- *Dow Jones Sustainability Group Index*, ([www.sustainability-index.com](http://www.sustainability-index.com)) es una familia de índices, que incluye el *Dow Jones Sustainability Stoxx Index* (para el mercado europeo) y el *Dow Jones Sustainability World Index* (mundial). Fueron creados en 1999 por *Dow Jones & Company* y *SAM (Sustainable Asset Management)*. Se basan para ello en diversos principios que distinguen entre oportunidades y riesgos, y se aplica sobre las 2.000 empresas con mayor capitalización del *Dow Jones*; las 200 con mejores resultados son las que componen finalmente este índice. Los cinco principios que se valoran son: innovación, gobernabilidad, rentabilidad de los accionistas, liderazgo e interacción con los diversos *stakeholders*.
- *ASPI (ARESE Sustainable Performance Indices)*, ([www.vigeo.com](http://www.vigeo.com)) son un grupo de índices éticos, que fueron lanzados en julio del año 2001 en el mercado francés y que incluyen: *ASPI Eurozone*, *ASPI Country*, *ASPI Europe* y *ASPI Global*. Para su inclusión, las compañías serán seleccionadas sobre la base de los análisis sociales y medioambientales llevados a cabo por ARESE, socio francés de *Sustainable Investment Research International*, una de las agencias de *rating* no financiero más respetadas del mundo.
- *Calvert Social Index*, ([www.calvertgroup.com](http://www.calvertgroup.com)) este índice fue lanzado en Mayo de 2000 y está formado por 468 grandes empresas norteamericanas, seleccionadas de un universo compuesto por las 1.000 mayores empresas de Estados Unidos. Las empresas que componen el índice cumplen los requisitos marcados por *Calvert Group* en cuestiones medioambientales, de empleo, de seguridad de los productos, obra social y de respeto por los derechos de las poblaciones indígenas.

Otros índices de reciente creación son:

- *AuSSI*, ([www.aussi.net.au](http://www.aussi.net.au)) La consultora SAM, el periódico *The Australian*, la agencia australiana *Environment Protection Authority* y *Dow Jones* ofrecen un índice sostenible de empresas australianas.
- *S&P ESG India*, ([www2.standardandpoors.com](http://www2.standardandpoors.com)) Las consultorías de inversión y finanzas *Standard and Poor's*, *CRISIL* y *KLD Research&Analytics* han desarrollado este índice bursátil en el que sólo podrán cotizar empresas indias con un buen comportamiento medioambiental, social y de gobierno. El índice *S&P ESG India* es gestionado por *India Index Services Ltd.* una sociedad de capital riesgo en la que participan *CRISIL* y la Bolsa de la India.
- *TAIDA ENVIRONMENTAL INDEX*. Primer índice socialmente responsable lanzado en China y está compuesto por 40 empresas de 10 sectores distintos que respetan el medio ambiente.

Al igual que cualquier otro índice bursátil, los índices sostenibles también se están utilizando como subyacentes de productos estructurados. De hecho, ya existen diferentes fondos de inversión que cotizan en Bolsa basados en índices sostenibles. En concreto en el mercado europeo el *Ethical Index de E-Capital Partners*; promovido por la Banca Intesa y el *Trackindex DJ Stoxx Sustainability* lanzado por Dexia. En EE UU, *Barclays Global Investors* acaba de lanzar al mercado un ETF basado en el *KLD Select Social Index*. En España BBVA acaba de lanzar el primer ETF que utiliza el recientemente creado índice bursátil *FTSE4GoodIbex* como soporte.

En el anexo 2 se recogen los criterios globales considerados por los diferentes índices para incluir o no las empresas representativas del mismo, mientras que en el anexo 3 detallamos los criterios positivos utilizados por estos mismos índices.

### **3.2.4.- Agencias de análisis de sostenibilidad**

Las agencias de análisis de sostenibilidad evalúan la responsabilidad social de las empresas, mediante metodologías de investigación propias y no accesibles al mercado. Normalmente los resultados de la investigación se estructuran en base de datos que comercializan en el mercado financiero. El método de trabajo se basa en la recopilación y análisis de la información corporativa (de áreas tan variadas como la gestión de RRHH, la relación con los clientes y proveedores, el Gobierno Corporativo, la gestión de los impactos en el medioambiente,...) disponible en bases de datos externas, memorias o informes de sostenibilidad e incluso a través de cuestionarios remitidos a la empresa y verificación a través de fuentes externas. Además, algunas de estas agencias realizan *rating* social de forma similar al realizado por las entidades de *rating* crediticio o calificación crediticia.

Para ello traducen las variables del análisis de sostenibilidad realizado en variables cuantificables. Básicamente cada *rating* recoge una serie de criterios para evaluar cada dimensión: económica, social, medioambiental y de gobierno corporativo, así como la política de actuación de las empresas a los que se le asigna una puntuación. Una vez evaluados se elaboran los *rating* y sus informes respectivos.

Las agencias, a parte de realizar una función como consultoras, ofrecen a los inversores otros productos y servicios como bases de datos, *benchmarks* y documentos sectoriales, servicios comparativos de fondos, análisis total de riesgos no considerados tradicionalmente como financieros, asesoría, gestoras en inversión socialmente responsable e incluso *rating* de sostenibilidad de países.

A continuación se describen las principales características de las agencias de análisis de sostenibilidad de mayor importancia y empresas emisoras de información de carácter socio-medio ambiental, con el objetivo de conocer a grandes rasgos su metodología de trabajo:



- **KLD Research & Analytics Inc.** ([www.kld.com](http://www.kld.com)) Fundada en 1988 investiga en el campo de la ISR y ofrece servicios a inversores institucionales. Diferencia entre cuestiones sociales y cuestiones de negocio controvertidas. Estudian las características y cualidades de las organizaciones en siete áreas: medio ambiente, comunidad, gobierno, diversidad, relaciones con los empleados, derechos humanos y productos de calidad y seguros.
- **Accountability Rating** ([www.accountabilityrating.com](http://www.accountabilityrating.com)) Se desarrolló como una empresa conjunta entre una consultoría líder en RSC en Gran Bretaña “csrnetwork” y “Accountability” y empezó a funcionar en 2004. El *rating* de Accountability abarca a las más grandes corporaciones. Accountability aplica el *rating* de *Fortune Global 100*. Evalúa el comportamiento social y medioambiental de las compañías a través de seis áreas estructuradas: gestión de los stakeholders, gobierno, propósito estratégico, gestión de la performance, revelación pública o impactos y seguridad.
- **EIRIS (Ethical Investment Research Service)** ([www.eiris.org](http://www.eiris.org)) Es una organización no lucrativa con sede en Reino Unido, que se fundó en 1983 con el objetivo de ayudar a grupos de cristianos a realizar prácticas de inversión de acuerdo con sus principios .

Actualmente EIRIS proporciona investigación independiente acerca del comportamiento de RSC de las empresas, siendo el líder europeo en este ámbito. En Reino Unido el 75% de la inversión socialmente responsable es gestionado por EIRIS siendo sus principales clientes el FTSE4good, JP Morgan Investment, Cooperative Bank, el Ministerio de Finanzas Noruego, WWF y Oxfam.

- **Innovest Strategic Value Advisors, Inc** ([www.innovestgroup.com](http://www.innovestgroup.com)) Fundada en 1995, en 2005 adquirió “Investor Services” una de las compañías de servicios de *ratings* de CoreRatings Ltd. Esta agencia evalúa a las empresas a través de dos modelos: EcoValue21 (para valorar aspectos medioambientales) y Intangible Value Assessment –IVA- (para valorar criterios sociales). El análisis medioambiental cubre cinco áreas: vestigios ecológicos, actuales riesgos operativos, riesgos de ecoeficiencia y sostenibilidad, riesgo de la eficiencia directiva y posibilidades estratégicas. Por su parte el análisis social también se estructura en cinco áreas: Gobierno sostenible, productos y servicios, accionistas, recursos humanos y mercados emergentes.
- **SAM (Sustainable Asset Management) Group Holding AG** ([www.sam-group.com](http://www.sam-group.com)) Se creó en 1995 como una compañía independiente especializada en la inversión sostenible. El proceso de investigación de SAM se estructura en tres pasos: Análisis de las tendencias y los cambios en la industria (demográficos, sociales, medioambientales, de mercado,...); Análisis de sostenibilidad empresarial (Screening, Valoración, Análisis final); Determinación del valor justo sostenible.
- **SiRi (Sustainable Investment Research International) Company Ltd.** ([www.siricompany.com](http://www.siricompany.com)) Es una red internacional de socios que proporciona

el análisis ISR desde una perspectiva local, en un formato homogéneo y con unos estrictos estándares de calidad. Dicha red agrupa 11 agencias de *rating*: España (AIS), EEUU (KLD), Canadá (Jantzi Research), Australia (SiRiS), Reino Unido (PIRC), Italia (Avanzi), Suecia (GES), Países Bajos (DSR), Suiza (Centre Info), Alemania (Scoris). Desde 2004 ofrece una nueva herramienta que integra política de criterios de riesgos y rentabilidad, factores de sostenibilidad, y realizar una evaluación del desempeño de la empresa en aspectos sociales y medioambientales.

### **3.3.- Entidades que impulsan la ISR**

Hay algunas organizaciones de carácter internacional que se están encargando de delimitar en lo posible el concepto de la ISR y de la RSC y que están trabajando en impulsar la inversión con criterios de sostenibilidad, cuyas directrices sirven como orientación para las empresas e instituciones. A continuación se detallan algunas de ellas.

#### **3.3.1.- Principios de la ISR de UNPRI**

A principios de 2005, el Secretario General de las Naciones Unidas Kofi Annan, invitó a un grupo de los más importantes inversores institucionales internacionales a impulsar el desarrollo de los Principios para la Inversión Responsable (PRI) ([www.unpri.org](http://www.unpri.org)). El Grupo tuvo el apoyo de un conjunto de expertos de diversas áreas de actuación dentro de la industria de la inversión, incluyendo organizaciones intergubernamentales y gubernamentales, de la sociedad y académicos.

El proceso fue coordinado por la Iniciativa Financiera del Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP FI) y el Pacto Mundial de Naciones Unidas. Estos quedan resumidos en el cuadro 7.

#### **Cuadro 7: Principios para la inversión socialmente responsable**

“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. Por lo tanto, en la medida en que sea compatible con nuestras responsabilidades fiduciarias, nos comprometemos a lo siguiente:

- 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.

Al firmar los Principios, nosotros como inversores nos comprometemos públicamente a adoptarlos y a aplicarlos, cuando estén en consonancia con nuestras responsabilidades fiduciarias. Nos comprometemos también a evaluar la eficacia y a mejorar el contenido de los Principios a lo largo del tiempo. Estamos convencidos de que esto mejorará nuestra capacidad para cumplir los compromisos adquiridos con los beneficiarios, así como a que nuestras actividades de inversión estén en mayor consonancia con los intereses más amplios de la sociedad.

Alentamos a otros inversores a adoptar los Principios”.

Fuente: [www.unpri.org](http://www.unpri.org)

También conviene señalar el activo papel que ha tomado la Comisión Europea en la promoción de la ISR. En el Libro Verde para fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas (COM, 2001) se cita la ISR como uno de los mecanismos adecuados para aumentar la transparencia y responsabilidad social de las empresas.

### **3.3.2.- Foros de promoción de la ISR**

- *Social Investment Forum (SIF)*, es una asociación no lucrativa dedicada a promover la responsabilidad social en las inversiones. Con sede en Estados Unidos está compuesta por alrededor de 500 instituciones y empresas que desarrollan sus actividades e inversiones en este campo, incluyendo analistas, asesores financieros, gestoras, bancos, fundaciones e instituciones de inversión colectiva ([www.socialinvest.org/](http://www.socialinvest.org/)). Esta iniciativa estadounidense ha sido trasladada a los demás continentes, respetando la misma estructura de asociación. La *Social Investment Organization (SIO)* ([www.social.investment.ca](http://www.social.investment.ca)) promueve para Canadá, la práctica de la ISR.
- *En el Reino Unido, UK Social Investment Forum (UKSIF)*, nace en 1991 con la finalidad de lograr la cooperación de importantes activistas especializados en inversiones éticas y socialmente responsables, centrando su interés en los fondos de pensiones. A raíz de este movimiento, las inversiones éticas en el Reino Unido se vieron ampliamente respaldadas por la Ley 3 de Julio del 2000, conocida como la *Pension Disclosure Regulation* que obliga a los fondos de pensiones a comunicar formalmente si desarrollan políticas con fines sociales, éticos y medioambientales ([www.uksif.org/](http://www.uksif.org/)).
- Asimismo, se constituye también el Eurosif, Foro Europeo para la Inversión Socialmente Responsable, en el que participan los foros para la inversión social del Reino Unido, Alemania, Austria, Italia, Francia y Países Bajos, además de agencias de *rating* como Vigeo, Avanzi; bancos y gestoras, de entre las que destacan Triodos, UBS, ISIS Asset Management, SAM Group o la recientemente creada Generation; ONG como Amnistía Internacional o WWF, y escuelas de negocios como Esade. El Eurosif tiene incluida en su misión el desarrollo del concepto y la práctica de la ISR. Este foro se ha convertido en un válido mecanismo de diálogo en el que diferentes partes

interesadas debaten sobre la materia y aconsejan el establecimiento de políticas y regulaciones formales.

- La asociación para la inversión sostenible y responsable en Asia, ASrIA, al igual que sus pares, se dedica a promover la ISR y la RSC en la región de Asia-Pacífico, incluye instituciones que gestionan activos por valor de 4 trillones de US\$.

### **3.3.3.- Instituciones en España**

El nivel de desarrollo de iniciativas de estas características en nuestro país es incipiente. Históricamente se ha impulsado la ISR desde ONGs, como Economistas sin Fronteras y Ecología y Desarrollo.

- Fundación Economistas sin Fronteras, es una organización sin ánimo de lucro constituida en España en el año 1997, y que impulsada por economistas, nace con la finalidad de cooperar en la mejora de las condiciones de vida de los más desfavorecidos, tanto de forma directa, como mediante apoyo experto y especializado a otras ONG's y sus proyectos. Uno de sus objetivos fundacionales era llenar el vacío existente en España en el área concreta de los fondos de inversión socialmente responsables, centrándose sobre todo en el análisis y la evaluación de las empresas españolas, siguiendo los pasos de agencias de *rating* independientes consolidadas en otros países ([www.ecosfron.org/](http://www.ecosfron.org/)).
- Fundación Ecología y Desarrollo, organización española encargada de realizar el *screening* o análisis social y medioambiental de algunas de las empresas españolas presentes en los principales índices bursátiles. Es el socio español del grupo *Sustainable Investment Research International* ([www.ecodes.org/](http://www.ecodes.org/)).
- Recientemente se ha constituido el equivalente en España del Eurosif, el SpainSIF, creado en mayo de 2008 por un grupo de entidades financieras y de servicios de inversión (Forética, las entidades BBVA, Crédit Agricole, BBK, CASER, FTSE, AERI y la escuela de negocios ESADE) como foro y plataforma de desarrollo de la ISR en España.

#### **4. PANORAMA INTERNACIONAL DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE.**

Uno de los factores que más ha potenciado la actividad financiera en los mercados es el fenómeno de la globalización. El aumento de los flujos financieros negociados en los mercados internacionales así como el número de países que participa en estos mercados, ha dado lugar a una enorme expansión de las instituciones financieras y de la innovación financiera a nivel internacional.

Una de las claves principales en este proceso de globalización en los mercados financieros es la rapidez con la que la información se transmite entre ellos, lo que supone que cualquier reacción existente en un mercado principal se contagie a los otros de forma inmediata como, por ejemplo, desde los mercados de Nueva York y Londres, hacia el resto de los mercados.

El mercado financiero de la inversión socialmente responsable ha seguido también el mismo patrón de desarrollo de comportamiento. Surgió en EE.UU. como alternativas de inversión a ciertos movimientos religiosos. Posteriormente se extendió hacia Europa donde cobró gran impulso con la creación de una norma de carácter voluntario por parte de la Bolsa de Londres, en la cual se solicitaba que los fondos de pensiones informasen sobre que criterios sociales y medioambientales aplicados al realizar sus inversiones.

Algunos autores señalan el origen de la ISR en la década de los treinta, mientras que otros lo fijan en los setenta. En cualquier caso, desde los años noventa este concepto ha ido cobrando fuerza y evolucionado constantemente, impulsado por la globalización, la mayor conciencia ecológica, y el desarrollo de nuevas tecnologías.

A nivel internacional, se destacan diferentes factores que favorecen y potencian el crecimiento de la ISR a nivel internacional en los últimos años:

- Los escándalos financieros (Parmalat, Shell, Enron, Ahold....) que de alguna forma resaltan la importancia de aspectos de la RSC para la dirección estratégica y la gestión.
- El desarrollo de una legislación o autorregulación favorable a la ISR por parte de algunos países (Reino Unido, Francia, Bélgica, ....)
- El interés mostrado por los inversores institucionales a través de los fondos de pensiones. Un caso a destacar es la incorporación de criterios sociales al fondo de pensiones gubernamental noruego en el año 2004.
- La integración de los aspectos sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en la gestión de riesgos, los denominados riesgos extra-financieros y el convencimiento por parte de muchos inversores del papel central de una correcta gestión de éstos para la obtención de buenos resultados en el largo plazo.

El análisis de los datos relacionados con la evolución de la ISR en países anglosajones pone de manifiesto que tanto sus orígenes tempranos como la demanda y oferta de productos de inversión colectiva por parte de los fondos de inversión y pensiones distan mucho de la realidad española.

También se observan grandes diferencias con el desarrollo legislativo respecto países como Reino Unido, Francia y Bélgica, en donde se define claramente el concepto de ISR y los mecanismos para su control.

Las principales causas de la ausencia de regulaciones que promueven este tipo de inversión en España pueden encontrarse en:

- La inexistencia de una apuesta decidida por este tipo de productos por parte de alguna de las grandes entidades financieras del país. Aunque en la actualidad son 20 las entidades que comercializan fondos ISR, existe cierta confusión sobre el término socialmente responsable.
- La ausencia de inversores institucionales nacionales interesados en este tipo de producto. La incorporación de criterios de ISR a la gestión del Fondo de Reserva de la Seguridad Social podría cambiar en parte esta situación.
- La confusión generada con la aparición al mismo tiempo de los fondos de inversión “solidarios”, que son aquellos que ceden parte de su rentabilidad o de la comisión de gestión a proyectos sociales o solidarios. Los datos aportados para España incorporan también los fondos solidarios, que no son fondos de ISR en el sentido estricto.

No obstante, no es posible realizar un análisis comparativo entre los diferentes países y regiones. Las razones de ello son múltiples: La inexistencia de consenso sobre las estructuras de inversión; la enorme disparidad de estrategias que se incluyen bajo el paraguas de la ISR, las diferentes terminologías, las distintas culturas financieras, etc. Debido a la falta de datos oficiales suministrados por organismos o agencias sobre la ISR, las cifras que se ofrecen y se analizan en este documento provienen de fuentes de información parciales, foros y asociaciones de la industria inversora, que permiten ofrecer una visión de la evolución a lo largo del tiempo, pero que imposibilita realizar un análisis comparativo conjunto de los diferentes mercados de la ISR.

#### **4.1. La ISR en Estados Unidos y Canadá**

En EEUU se pueden destacar dos hechos importantes que impulsaron el desarrollo de la inversión socialmente responsable. En primer lugar, la exclusión de la industria de armamento durante la guerra del Vietnam, y posteriormente, en la década de los ochenta, la exclusión de la industria tabacalera por su efectos negativos sobre la salud. A lo largo de este periodo se han ido incorporando otros criterios a la preselección de activos. El cuadro 8 nos ofrece la evolución para el periodo 1995-2007 de la incorporación de

estrategias como el activismo y la inversión en la comunidad a la inversión socialmente responsable en Estados Unidos. Según el SIF(2008), en el año 2007 hay incorporados a la ISR en torno a un 11% de los activos gestionados profesionalmente.

El aumento del mercado ISR de carteras privadas obedece, sobre todo, al incremento de inversores institucionales que han incorporado en sus políticas de inversión criterios de ISR. Estas instituciones incluyen en EEUU empresas, carteras privadas de familias, organizaciones religiosas, gobiernos locales y estatales, sindicatos, fundaciones, universidades y *colleges*, compañías de seguros, hospitales y sistemas hospitalarios (Para mayor detalle, ver cuadro 8):

**Cuadro 8: Volumen de activos invertidos en carteras institucionales de ISR en EEUU**

<i>\$ Billones Americanos</i>	<b>1995</b>	<b>1997</b>	<b>1999</b>	<b>2001</b>	<b>2003</b>	<b>2005</b>	<b>2007</b>
Escrutinio social	162	529	1.497	2.010	2.143	1.685	2.098
Activismo accionarial	473	736	922	897	448	703	739
Escrutinio y activismo	N/A	( 84)	( 265)	( 592)	( 441)	( 117)	( 151)
Inversión en la comunidad	4	4	5	8	14	20	26
<b>Total</b>	<b>639</b>	<b>1.185</b>	<b>2.159</b>	<b>2.323</b>	<b>2.164</b>	<b>2.290</b>	<b>2.711</b>

Fuente: Social investment forum (2008)

Señalar también que de los 2.711 billones de dólares invertidos en al año 2007 en fondos de inversión, carteras privadas o institucionales que utilizaban criterios de preselección de la cartera socialmente responsables, 739 billones de dólares figuraban en carteras que actuaban como accionistas activos en temas sociales y medioambientales. Ahora bien, el área de mayor crecimiento de la ISR en los Estados Unidos es la inversión en la comunidad, que ha crecido en los 10 últimos años un 540%.

En Canadá, tal y como se recoge en el cuadro 9, las cifras cuantitativamente son mucho más modestas comparadas con las de Estados Unidos. En el año 2000, había un total de 49,935 billones de dólares canadienses estaban gestionados en distintas modalidades de ISR, mientras que en el 2006 se alcanzaron los 503,605 billones de dólares canadienses. Sin tener en cuenta las cifras de la inversión en la comunidad y de los préstamos socialmente responsables; esta cuantía representa algo más del 19,6% del total de activos gestionados profesionalmente en este país (el 17,4% en sentido amplio y el 2,2% con estrategia de ISR central). La razón del incremento experimentado en los últimos años se debe a la incorporación de estrategias de inversión socialmente responsables por parte de muchos fondos de pensiones.

**Cuadro 9: Volumen de activos gestionados de forma socialmente responsable en Canadá**

\$ Canadienses Billones	2000	2002	2004	2006
<b>Estrategia ISR Centrales</b>				
Gestores de carteras que emplean escrutinio social y medioambiental	11,300	16,730	21,217	36,493
Fondos de inversión al pormenor	10,350	9,940	14,809	18,141
Inversión en la comunidad	0,085	0,069	0,546	0,809
Prestamos socialmente responsables	NA	0,127	1,288	1,939
<b>Total ISR Central</b>	<b>21,735</b>	<b>26,866</b>	<b>37,860</b>	<b>57,382</b>
<b>Estrategia ISR Amplia</b>				
Gestores de carteras que emplean integración de ESG (nueva categoría)	NA	NA	NA	12,708
Fondos de pensiones que emplean Integración ESG, <i>Proxy voting</i> ESG	27,200	24,100	25,445	433,066
Activismo del accionariado	1,000	0,453	2,100	NA
Capital riesgo sostenible	NA	NA	0,052	0,449
<b>Total ISR Amplia</b>	<b>28,200</b>	<b>24,553</b>	<b>27,597</b>	<b>446,223</b>
<b>Total ISR Central y Amplia</b>	<b>49,935</b>	<b>51,419</b>	<b>65,457</b>	<b>503,605</b>

Fuente: Social Investment Organization (2007)

**4.2. La ISR en Asia y Australasia.**

Hablar del desarrollo de la ISR en todo un continente es complejo, por lo que centraremos la información en la zona de Australasia (Australia y Nueva Zelanda) y en el resto del continente. La razón de esta diferenciación se encuentra en las diferencias encontradas tanto a nivel de desarrollo de estrategias de inversión como de profundidad del mercado.

En Australia y Nueva Zelanda, según datos del foro de ISR asiático “*asria*” en el año 2007 existían 282 fondos que pueden ser considerados socialmente responsables. Según la misma fuente, el crecimiento de la ISR de 2004 a 2007 ha sido de un 380% aunque en porcentaje sobre el total de activos gestionados de forma profesional sólo supone un 1,87% (RIAA, 2007). En el cuadro 10 se recoge la evolución de la ISR en Australasia desde 2000 al 2007, donde se pone de manifiesto que la ISR es todavía un mercado nicho o minoritario en los mercados financieros Australásicos, aunque la evolución muestra un elevado nivel de crecimiento, muy superior al resto de países Asiáticos.



En los últimos años se observa un desarrollo del análisis de estrategias de inversión análogo al que presentan Canadá o algunos países europeos, dando paso a la incorporación de otras estrategias de inversión socialmente responsable más amplias como la integración ESG, el activismo o el diálogo constructivo.

**Cuadro 10: Evolución de la ISR en Australasia**

Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Activos									
\$ millones australianos	325	1.818	2.175	2.355	4.500	7.670	11.985	17.102	15.724
Cuota de mercado (%)					0,7	1,15	1,54	1,87	1,90
Crecimiento anual (%)		459	20	8	91	70	56	43	-7
Crecimiento acumulado (%)		459	569	625	1.285	2.260	3.587	5.162	4.738
<b>Estrategias inversión</b>									
<b>Estrategia Central</b>									
Carteras ISR								17.102	15.724
Inversión en la comunidad								863	682
Charities								635	N/A
Prestamos Verdes								916	1.015
Criterios éticos								64	67
<b>Estrategia Amplia</b>									
Integración ESG								2,7	6,0
Diálogo constructivo								50,1	51,1
Activismo								0	0

Fuente: RIAA (2007, 2008)

Los fondos japoneses presentan un elevado nivel de escrutinio con carácter medioambiental y los fondos ISR comercializados en Malasia sólo presentan criterios de selección de carácter religioso (siguen la ley islámica o Shariah). El país con mayor crecimiento en el número de fondos es Corea (de 14 fondos en 2007 a 31 en 2008), aunque el país más desarrollado es Japón (excluyendo fondos con base religiosa) con 50 fondos a principios de 2008 ([www.asria.org](http://www.asria.org)).

Uno de los principales factores que impiden el desarrollo de este tipo de inversión en países asiáticos es la preferencia de los inversores por productos de inversión no relacionados con la inversión en activos negociados en los mercados de capitales, dado que están poco familiarizados con la inversión colectiva y prefieren el depósito bancario a la inversión en activos financieros.

En estos países, las demandas de ISR entre los inversores parten básicamente del compromiso con el concepto general de desarrollo sostenible y de RSC. Desarrollos de la ISR basados en aspectos de estrategias amplias de la ISR como el diálogo de los inversores o centralidad versus amplitud de las políticas de ISR o de los productos no se observan todavía en estos mercados.

Un aspecto importante desde el punto de vista de la incorporación de compañías asiáticas a los fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables, tanto los comercializados en Asia, como en el resto de países a nivel mundial es la información disponible sobre sus comportamientos en términos de RSC. Desde el año 2004, *Financial Times* ofrece un índice bursátil de la familia *FTS4Good* para Japón. Para el caso de compañías indias, Standard & Poor's ha lanzado en enero de este año el *S&P ESG India*, que evalúa aspectos medioambientales, sociales y de Gobierno corporativo. Para las compañías Chinas también se ha lanzado en enero de este año 2008 el *Taida Environmental Index*, centrado en aspectos medioambientales

### **4.3. La ISR en Europa.**

Lejos del volumen que se maneja en EEUU, pero con mercados que están experimentando fuertes volúmenes de crecimiento, están países como el Reino Unido, Holanda, Noruega, Francia, Suecia y a menor escala países como Italia y Alemania.

Según el informe de *SIRI Group* (2006) a mediados del año 2005 había 375 fondos de inversión socialmente responsables operando en los mercados europeos, un 12% más que en 2004, lo que indica un crecimiento sostenido en los últimos años (entren el año anterior crecieron un 13%). En términos de activos, estos fondos crecieron un 21% entre junio de 2004 y junio de 2005. El cuadro 11 refleja la evolución del patrimonio seguida por los fondos de inversión socialmente responsables en Europa.

#### **Cuadro 11: Evolución del patrimonio de los fondos de inversión socialmente responsables (Mercado *retail*) en Europa**

Año	patrimonio (miles de millones de euros)
1999	11.074
2001	14.482
2003	12.150
2004	19.034
2005	24.127

Fuente: *SIRI group* (2006).

Según Eurosif (2008) el volumen de activos gestionados de por la ISR en Europa en 2007 (la nueva encuesta de 2008 se refiere a 13 países, mientras que la encuesta de 2006 sólo reflejaba datos de 9) ascendía a 2,665 trillones de euros

Como se observa en el cuadro 12, diferentes países ofrecen diferentes niveles de estrategias de inversión dentro de la denominada ISR "central" que abarca los filtros negativos y el *screening* positivo, incluyendo el *best-in-class* y la selección de pioneros o inversión temática. En Bélgica y Francia no se realizan estrategias combinadas de exclusión y prácticas de escrutinio positivo, mientras que el Reino Unido es una metodología de inversión ISR muy extendida. Es destacable que aquellos países con un menor volumen de activos gestionados bajo parámetros de sostenibilidad tienen un mayor

porcentaje de sus activos que se preseleccionan a partir de una combinación de criterios excluyentes y valorativos positivos. Dentro de las denominadas estrategias centrales, el *best in class* y escrutinio positivo en sectores industriales sostenibles (energías renovables, etc) son consideradas como estrategias de gran desarrollo en un futuro.

**Cuadro 12: ISR en Europa 2005 y 2007 (billones de €):**

PAIS	Total ISR Central		Escrutinio Positivo		Exclusiones negativas		Combinaciones		Total ISR Amplia	
	2005	2007	2005	2007	2005	2007		2007	2005	2007
Holanda	41,5	69,4	10,7	8,1	38,0	57,9	7,3	4,2	6	366,0
R. Unido	30,5	67,4	22,5	21,9	23,0	11,2	15	8,8	647,8	890,8
Bélgica	9,5	23,4	9,2	11,6	0,2	9,7	-	0,2	139,5	260,4
Francia	8,2	28,5	7,9	11,8	0,3	9,7	-	7,1	5,6	70,1
Suiza	7,0	21,5	9,2	8,1	4,2	12,9	3,4	11,4	0,4	-
Alemania	3,0	11,1	2,7	5,5	2,2	2,4	1,9	3,3	2,3	-
Italia	2,8	3,4	2,8	1,7	2,5	1,6	2,5	0,1	-	240,3
España	1,5	1,3	1,5	1,3	1,0	0,1	0,9	1,3	23,5	29,5
Austria	1,0	1,2	0,8	1,1	0,9	1,1	0,7	1,1	0,2	-
Noruega		170,5		0,1		170,5		-		38,3
Suecia		56,8		19,9		35,9		1,1		134,3
Dinamarca		45,7		24,1		21,3		-		68,8
Finlandia		13,4		1,3		12,2		-		54,0

Fuente: Elaboración propia a partir de Eurosif (2006, 2008)

#### 4.4. La ISR en España.

En España no es hasta finales de la década de los noventa cuando se comercializan los primeros fondos de inversión socialmente responsable. El primer fondo de inversión domiciliado y gestionado en España, que podríamos definir como “socialmente responsable”, el Iber Fondo 2020 Internacional, FIM, nace en 1997, y estaba dirigido básicamente a aquellas personas e instituciones que deseaban que sus inversiones fuesen dirigidas a empresas respetuosas con los principios de la moral católica. No obstante, con anterioridad, en 1994, habían empezado a comercializarse dos fondos domiciliados en Luxemburgo, el Iber Fondo 2000, FIM y el BCH Horizons, FIM. Los tres estaban dirigidos a entidades religiosas católicas, aunque también tenía cabida el público en general. En 1997 se inicia la comercialización del fondo Arco Iris de Ahorro Corporación, FIM, que orienta su política de inversiones hacia empresas de tecnología respetuosa con el medio ambiente, pero es a partir de mediados de 1999 cuando se empezarán a constituir en España un mayor número de fondos socialmente responsables.

En noviembre de 1999, INVERCO presenta la “Circular sobre la utilización por las Instituciones de Inversión Colectiva de la denominación “ético”, “ecológico”, o cualquier otra que incida en aspectos de responsabilidad social”, que define los criterios que deben de cumplir los fondos de inversión para poder incluir en su denominación estos términos. Aun cuando la circular de INVERCO pretende ser un marco regulador de este tipo de instituciones de inversión, su alcance se circunscribe a aspecto publicitarios del nombre del

fondo si en entrar en consideraciones sobre porcentajes de cartera gestionados con criterios de ISR, y elementos de aseguramiento, dejando este tipo de decisiones en manos de las comisiones propuestas por los propios fondos o, en el caso de que el fondo invierta en un índice de sostenibilidad publicado por terceros o en fondos ya clasificados como sostenibles, en manos de la propia gestora. Sin embargo, no hay que confundir los fondos socialmente responsables con los solidarios. Los llamados fondos de inversión solidarios ceden exclusivamente un porcentaje de la comisión de gestión a determinadas entidades benéficas o no gubernamentales, pero no cumplen determinados criterios socialmente responsables a la hora de seleccionar sus inversiones.

Dado que hasta la actualidad es la única normativa relativa a esta tipología de inversión en España, se ha considerado relevante destacar, en el anexo 4, las consideraciones que la circular establece en relación con la categorización de estos fondos.

En 2002 aparece la norma elaborada por Asociación Española de Normalización y Certificación (AENOR, 2002) sobre productos financieros éticos que permiten en cierta manera verificar el cumplimiento de determinados requisitos. La norma “Etica. Requisitos de los instrumentos financieros éticos y socialmente responsables” (PNE 165001 EX), “especifica los requisitos que deben cumplir los distintos instrumentos financieros éticos y socialmente responsables creados o comercializados por cualquier entidad facultada legalmente para ello”. Es importante matizar que esta norma no pretende definir aquellos criterios socialmente responsables que deben regir los instrumentos financieros, sino únicamente proporcionar directrices generales para orientar a las instituciones que pretenden crearlos o comercializarlos, y garantizar la máxima transparencia y publicidad de estos criterios éticos a los usuarios.

### **Cuadro 13: Patrimonio total de los fondos de inversión en España frente al de los fondos socialmente responsables**

	Total IIC	Total ISR	%ISR sobre TOTAL	ECOLÓGICO	ECOLÓGICO/SOLIDARIO	ÉTICO	ÉTICO/SOLIDARIO	SOLIDARIO
2000	183.390.713	214.894	0,12	6.442	3.978	109.356	76.696	18.422
2001	179.509.504	367.604	0,20	4.476	3.261	279.677	58.454	21.736
2002	170.801.472	256.370	0,15	2.898	2.849	188.883	44.638	17.102
2003	197.979.756	991.111	0,50	0	0	898.035	65.332	27.744
2004	219.571.943	1.135.946	0,52	0	0	1.028.048	80.346	27.552
2005	245.823.183	1.160.365	0,47	0	0	998.174	129.908	32.283
2006	254.322.499	1.294.547	0,51	0	0	984.654	242.171	67.722
2007	238.823.472	1.164.970	0,49	69.312	0	853.054	176.824	65.779

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del banco de Santander. Presentación de las III Jornadas de ISR (Madrid 23 abril 2008)

La ISR en España continúa representando un sector marginal dentro del total de patrimonio canalizado a los mercados financieros, con un patrimonio

gestionado inferior al 0,5% del total de patrimonio gestionado a través de Instituciones de Inversión colectiva.

El cuadro 13 recoge en cifras esta situación, mostrando tanto la evolución del patrimonio de la ISR en España como los datos comparativos de las distintas estrategias de inversión. Destaca la desaparición durante el periodo 2003/2006 de los fondos denominados “ecológicos” y su reaparición en 2007, así como el descenso del 10% la ISR en España en el año 2007 con respecto al año anterior.

**Cuadro 14: Evolución de número de partícipes y fondos en España**

	TOTAL		ECOLÓGICO		ECOLÓGICO/ SOLIDARIO		ÉTICO	
	participes	Fondos	participes	Fondos	participes	Fondos	participes	Fondos
2000	10.283	15	572	1	97	1	4.748	2
2001	16.194	15	570	1	78	1	10.871	2
2002	12.505	14	538	1	61	1	8.057	2
2003	38.934	17	0	0	0	0	34.584	5
2004	59.355	17	0	0	0	0	53.983	5
2005	55.185	21	0	0	0	0	49.118	7
2006	58.519	25	0	0	0	0	44.599	10
2007	55.542	30	6.330	4	0	0	37.977	10
	ÉTICO/SOLIDARIO		SOLIDARIO					
	participes	Fondos	participes	Fondos				
2000	4436	7	430	4				
2001	3.585	7	1.090	4				
2002	2.899	6	950	4				
2003	2.655	7	1.695	5				
2004	2.906	7	2.466	5				
2005	3.641	9	2.426	5				
2006	5.314	11	8.606	4				
2007	4.478	12	6.657	4				

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de Santander. Presentación de las III Jornadas de ISR (Madrid 23 abril 2008)

El cuadro 14 muestra la evolución de los fondos de inversión comercializados en España. Aunque el número de fondos es mayor en 2007 que en 2005, el número de partícipes ha disminuido, redistribuyéndose entre los diferentes productos comercializados. En conjunto, los datos ponen de manifiesto que la ISR en España no está evolucionando de la misma manera que el resto de los países, el mercado de ISR español continúa siendo emergente y con un gran potencial de crecimiento.

De hecho, la importancia que los españoles conceden a los temas medioambientales y sociales se ha visto incrementada en los últimos años. De la encuesta realizada por Economistas sin Fronteras (2007) se desprende que más del 57% de los entrevistados están interesados en incluir información sobre el comportamiento social y medioambiental de las empresas que son objeto de sus inversiones. El barómetro de Opinión Pública del Centro de Investigaciones Sociológicas ([www.cis.es](http://www.cis.es)) sitúa para abril de 2008 los problemas de índole medioambiental en el puesto 18º de entre los 32 principales problemas que se perciben en nuestro país, con un 2,8% de cuota

de respuestas, mientras que en el año 2004 el medio ambiente aparecía en el lugar 27º con una cuota de respuestas del 0,2%.

## **5.- GESTIÓN DE CARTERAS DE LAS INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES**

Desde que Moskowitz (1972) planteara la cuestión de la posible relación de la rentabilidad de los mercados financieros con los indicadores de responsabilidad social, han proliferado y evolucionado los estudios referentes a analizar dicha relación, adaptando e incorporando variables de medición de resultados en términos de RSC a la teoría de gestión de carteras y selección de inversiones.

La economía neoclásica asume que la elección de las inversiones se realiza en función de las expectativas del binomio rentabilidad - riesgo. Sin embargo, de acuerdo con los trabajos pioneros de Amartya Sen (1970), existe una pluralidad de motivaciones sociales, morales y ecológicas que cobran un peso adicional en la toma de decisiones de los negocios en términos de sostenibilidad.

### **5.1.- Los modelos clásicos de valoración de activos y sus “anomalías”.**

La teoría clásica de selección de inversiones parte de una serie de hipótesis sobre el comportamiento del inversor y de los mercados para modelizar la valoración de activos. La base de estos modelos es la racionalidad de los inversores, con una función de utilidad que le permite discriminar entre carteras en función del rendimiento de éstas y de su nivel de riesgo, relacionándolo con el grado de aceptación del riesgo de cada inversor. En este contexto, los inversores buscan maximizar su función de utilidad, basando sus decisiones de inversión en una combinación de activos que consigan este objetivo en función de la rentabilidad y riesgo esperado de las carteras que estos forman. En esencia, las decisiones de inversión se realizan teniendo en cuenta que se prefieren aquellos activos o carteras que, para un mismo nivel de rentabilidad esperada presenta un menor nivel de riesgo, o que para un mismo nivel de riesgo ofrecen rentabilidades esperadas mayores.

La teoría de eficiencia de los mercados de Fama (1970) presupone, al igual que la teoría clásica de valoración de inversiones, que los individuos actúan de forma racional cuando toman sus decisiones de inversión, lo que supone simplificar la motivación personal en tres sentidos:

- Que el bienestar individual depende sólo de la rentabilidad económica y que ésta es lo único que persiguen las empresas.
- Que el objetivo de las personas es maximizar este bienestar.
- Que las elecciones de las personas se orientan sólo a conseguir sus propios beneficios.

Sin embargo, repetidamente se observan situaciones en las que determinados títulos presentan rentabilidades no acordes con las que se deducen al aplicar los modelos de valoración de activos financieros basados en la eficiencia del mercado. Inicialmente, estas “anomalías” se asociaron a problemas derivados de la adaptación de los modelos de valoración con los que se evaluaban las rentabilidades esperadas de los activos y que servían de punto de referencia, o

también a incidentes relacionados con la muestra de utilizada. En definitiva, se planteaba que aquellos contrastes que rechazan la validez de la hipótesis de eficiencia de los mercados estaban mal diseñados, por lo que sus conclusiones no invalidaban el paradigma de los mercados de capitales eficientes.

## **5.2. Modelo socioeconómico: Una alternativa al modelo clásico**

La inversión socialmente responsable basa sus objetivos en la selección de activos utilizando criterios de sostenibilidad socio-medioambiental, además de los puramente financieros; la rentabilidad financiera de la inversión se une a una rentabilidad social, mientras que la elección de una cartera de valores eficiente, o el CAPM, se basaba en la maximización de la función de utilidad individual de cada inversor en términos de riqueza, según se ha visto en el punto anterior.

La modelización socioeconomica incorpora a los modelos financieros clásicos medidas de esta rentabilidad social. Ahora bien la inclusión de la rentabilidad social supone problemas de adaptación de los modelos clásicos, dado que los parámetros de restricciones para aplicar la inversión óptima son exclusivamente individuales. Arnsperger (1998) propone una posible solución a aplicar en dos etapas: La primera es que la maximización de la función de utilidad personal o satisfacción personal del inversor, mientras que la segunda es la maximización de las satisfacciones personales con argumentos no exclusivamente de riqueza y consumo personal. De esta forma, los argumentos de bienestar colectivo pueden ser considerados para mejorar la satisfacción personal del individuo que elige este tipo de carteras.

Otra posibilidad es que el inversor que elige una cartera de inversión con criterios de sostenibilidad optimice su elección a través de la maximización de su función de utilidad incluyendo tanto argumentos sociales, ambientales y financieros. De esta forma, adaptando la argumentación de Kahneman y Tversky (1979), se puede transformar la elección a través de rentabilidades sociales y financieras y no de riqueza final.

El programa de optimización será maximizar la función de utilidad del inversor ( $U$ ) definida mediante dos variables la rentabilidad financiera ( $RF$ ) y la rentabilidad social ( $RS$ ) de la cartera.  $[Max U(RF,RS)]$  minimizando los riesgos de estas dos variables.

La forma de incorporar la rentabilidad social dentro de la función objetivo a maximizar condiciona la solución de la optimización del programa. Básicamente, de forma similar a como establece Graafland (2002), se pueden establecer cuatro escenarios posibles:

1) Inversor totalmente concienciado socialmente.

En esta primera perspectiva no existiría ningún tipo de tensión entre la rentabilidad financiera y la rentabilidad social de las inversiones, sino todo lo contrario, dado que para el inversor totalmente responsable la rentabilidad social tiene un impacto positivo en la rentabilidad financiera ( $RF$ ), por lo que la



maximización de los beneficios financieros implica maximizar la rentabilidad social (RS), y viceversa.

Matemáticamente, la maximización de su función de utilidad estará sujeta a que RF dependa positivamente de RS:

$$\begin{aligned} \text{Max } U[(RF);(RS)] \quad & \text{con } \partial U / \partial RF > 0, (y/o) \partial U / \partial RS > 0 \\ \text{s.a. } RF = f(RS), \quad & \text{con } \partial RF / \partial RS > 0 \end{aligned}$$

Según la especificación de la función de utilidad, existen tres tipos de posibilidades: tanto RF como RS añaden un valor positivo a la función de utilidad, o solo son considerados como positivos el valor de RF o el de RS. Sin embargo, de cualquiera de las tres formas se podrá maximizar la función objetivo debido a la restricción que implica una relación positiva entre RF y RS.

2) Inversor que exige un nivel mínimo de rentabilidad social.

Desde esta perspectiva, la rentabilidad social tiene un impacto negativo en la rentabilidad financiera, pero el inversor desea maximizar su rentabilidad financiera bajo la condición de que el nivel de rentabilidad social alcance un mínimo establecido individualmente.

Matemáticamente, esta perspectiva puede ser modelizada a través de la maximización de la función de utilidad que depende de RF, sujeta a dos restricciones: La existencia de una relación negativa entre RF y RS, y que el nivel de RS sea mayor o igual que un mínimo.

$$\begin{aligned} \text{Max } U[(RF)] \quad & \text{con } \partial U / \partial RF > 0 \\ \text{s.a. } (1) \quad & RF = g(RS) \quad \text{con } \partial RF / \partial RS < 0 \\ (2) \quad & RS \geq \overline{RS} \end{aligned}$$

3) Inversor socialmente responsable que exige un nivel mínimo de rentabilidad financiera.

Una variante de la perspectiva 2 sería aquella en que el inversor estaría dispuesto a maximizar su rentabilidad social siempre y cuando en primer término la inversión le ofreciera un mínimo de rentabilidad financiera.

Matemáticamente, la modelización se realizaría mediante la maximización de la función de utilidad que depende de RS, sujeta a dos restricciones: La existencia de una relación negativa entre RF y RS, y que el nivel de RF sea mayor o igual que dicho mínimo.

$$\text{Max } U[(RS)] \text{ con } \partial U / \partial RS > 0$$

$$\text{s.a. (1) } RF = g(RS) \text{ con } \partial RF / \partial RS < 0$$

$$(2) RF \geq \overline{RF}$$

4) Inversor socialmente concienciado.

Perspectiva en la que el inversor intenta encontrar una combinación óptima entre rentabilidad social y rentabilidad financiera teniendo en cuenta que existe una relación negativa entre RF y RS.

Matemáticamente, la modelización se realizaría mediante la maximización de la función de utilidad que depende de RF y de RS, sujeta a la restricción de la existencia de una relación negativa entre RF y RS.

$$\text{Max } U[(RF, RS)] \text{ con } \partial U / \partial RF > 0 \text{ y } \partial U / \partial RS > 0$$

$$\text{s.a. } RF = g(RS) \text{ con } \partial RF / \partial RS < 0$$

De esta forma, la relación óptima entre RF y RS dependerá de los pesos específicos que cada una de estas rentabilidades tenga en la función objetivo del inversor.

La clave de las soluciones de estas cuatro perspectivas estriba en la hipótesis de partida, entre suponer que la relación entre RF y RS sea positiva o negativa. De hecho, Tippet (2001) demuestra que el sacrificio o premio de las inversiones socialmente responsables dependen de la correlación (positiva o negativa) entre la RF y la RS.

De lo anteriormente expuesto se desprende que lo importante es conocer la forma funcional de la relación entre RF y RS. El trabajo de Barnett y Salomon (2006)- que utiliza como indicador de RS el número de criterios de preselección de activos aplicados por los fondos de ISR y como indicador de RF el rendimiento anual medio de estos- pone de manifiesto que la relación entre RS y RF en los Fondos de Inversión Socialmente Responsables analizados no es lineal. La relación tiene forma de U: la intensidad del análisis con criterios socialmente responsables y la *performance* financiera presenta una relación positiva ante un bajo o un muy elevado nivel de análisis con criterios de RSC de los activos que componen el fondo y negativa ante una intensidad de análisis media. Otro resultado interesante aportado por este trabajo es que los criterios de preselección de activos aplicados en la ISR afectan a la RF.

Una vez elegida la cartera óptima, los gestores deben enfrentarse a la evaluación de su gestión. La técnica más habitual es utilizar medidas de *performance* que evalúen la rentabilidad obtenida corregida por el riesgo soportado.

La evaluación de los resultados o *performance* de una cartera incluye dos fases claramente diferenciadas, que son:

1) Evaluación de los resultados o *performance* de la cartera en un intervalo de tiempo, mediante la valoración de su gestión de acuerdo con el comportamiento de una cartera de referencia o benchmark.

2) Evaluación de dicha *performance* en términos relativos, mediante el análisis y la evaluación de los resultados, utilizando para ello los índices específicos, que permiten valorar la gestión de la cartera en términos de rentabilidad-riesgo, respecto a su benchmark.

La evaluación de la *performance* de la cartera se realizará dependiendo de la estrategia de selección y gestión de carteras llevada por el gestor.

La gestión pasiva, también denominada indexación, se caracteriza por acomodar las decisiones de gestión a las previsiones generalmente aceptadas por el mercado, más que a la búsqueda de oportunidades por explotar. Pone “énfasis” en el mantenimiento de la cartera, sobre la base de la no existencia de dichas oportunidades, las cuales se descontarían instantáneamente en un mercado eficiente. Ésta se puede implementar mediante dos estrategias:

- Estrategia “comprar y vender”, se basa en que una vez formada la cartera, la inversión se mantiene en el tiempo hasta el momento de la venta de la cartera.

- Estrategia “mantener fijo un determinado objetivo de inversión”, se basa en que los gestores de la cartera revisan la cartera al objeto de mantener, por ejemplo un determinado nivel de riesgo.

Su aplicación a la gestión de la inversión socialmente responsable supondría la réplica de un índice socialmente responsable por parte de la cartera de inversión del fondo

La gestión activa, se caracteriza por realizar inversiones que traten de anticipar los movimientos del mercado con el objetivo de obtener mayores rendimientos. Ésta se caracteriza por ser un proceso continuado de “reajuste” de la cartera, tratando de aprovechar en todo momento las posibles “oportunidades” del mercado. Se puede distinguir entre dos alternativas de gestión activa:

- “*Market Timing*” o sincronización con el mercado, consiste en intentar determinar en qué medida las gestoras de los fondos de inversión han sabido anticiparse a los movimientos del mercado, recomponiendo y adaptando el peso de los distintos activos en sus carteras en cada momento para intentar obtener una rentabilidad superior a la del mercado (*Tactical Asset Allocation*).

- “*Security selection*”, consiste en la selección de valores a incluir en la cartera del fondo, variando la composición de activos en función de su componente no sistemático y de la coyuntura del mercado (*Dynamic Asset Allocation*).

Para evaluar correctamente la *performance* de una cartera, es fundamental elegir correctamente el benchmark adecuado que se ajuste a la composición de

la cartera. Para la evaluación de un fondo socialmente responsable será necesario tener como benchmark o índice de referencia un índice socialmente responsable. La gestión activa de una cartera de inversión socialmente responsable podría llevarse a cabo por parte de la comisión de expertos de ISR de la cartera

Si desde el punto de vista de los participantes de los mercados financieros, se puede asumir que existen diferentes grados de percepción del valor añadido de una gestión con parámetros de sostenibilidad, también el mercado puede reaccionar de diferentes formas ante la incorporación de la RSC a las finanzas tradicionales.

Los mercados financieros pueden (Hamilton, Hoje y Statman, 1993) valorar la RSC de diferentes maneras, desde no valorarlas, lo que implica que los inversores no asocian mejores resultados sociales y ambientales con un menor nivel de riesgo para sus carteras, a valorarla totalmente, lo que supondría exigir una menor rentabilidad a las empresas líderes en términos sociales y medioambientales puesto que son las menos arriesgadas. Entre estos dos extremos, se encuentra el escenario en el cual el mercado no pone un precio a la RSC de forma eficiente, por lo que los activos de las empresas socialmente responsables pueden estar inicialmente Infra (o sobre) valorados y producir un mayor (o menor) rendimiento ajustado por riesgo.

Según pone en evidencia Derwall et al.(2005) este tercer escenario es el que en mayor medida se observa cuando se analizan carteras bajo parámetros de eco-eficiencia. Esta oportunidad sería aprovechada por los arbitrajistas del mercado que actuarían en función de la sobrevaloración (o infravaloración) de los activos en provecho propio, incorporando la información de la RSC al precio del activo. La actuación conjunta de los arbitrajistas, que detectarían dichas diferencias con respecto al precio o valor fundamental, eliminarían la ineficiencia del mercado, reequilibraría los precios en el mercado y desplazaría la frontera eficiente de Markowitz.

El paradigma del binomio rentabilidad-riesgo cobra de nuevo importancia dado que incorpora la perspectiva financiera a la hora de avalar la incorporación de la RSC a la gestión de carteras clásicas, lo que supondría que los mercados en la valoración de activos estarían teniendo en cuenta criterios de sostenibilidad.

### **5.3. Nuevas teorías financieras: Las Finanzas Sostenibles**

Desde hace algún tiempo los economistas se han percatado de las limitaciones de la teoría financiera clásica y de que estas limitaciones tienen su origen, en buena medida, en la complejidad del comportamiento humano.

Esto ha motivando el desarrollo de una nueva teoría, la llamada *Behavioral Finance*, El núcleo central ésta es la "*Prospect Theory*" ("Teoría de la Perspectiva" Kahneman y Tvesky (1979)), la cual ha desafiado la hipótesis de los mercados eficientes, y considera el carácter psicológico de los agentes económicos como una variable esencial para el análisis de los modelos financieros.

La teoría del *Behavioral Finance* estudia la intersección entre la psicología y las finanzas, concentrándose en aquellos comportamientos que pueden afectar las decisiones de inversión y en consecuencia, la valoración de los activos financieros. Esta nueva teoría parte de la premisa de que los inversores a menudo incurren en errores sistemáticos y predecibles al procesar información sobre los mercados de capitales, como por ejemplo sobre el mercado de acciones. Así, uno de los principales objetivos de esta teoría es entender los rasgos psicológicos de los agentes en las implicaciones sistemáticas en el mercado.

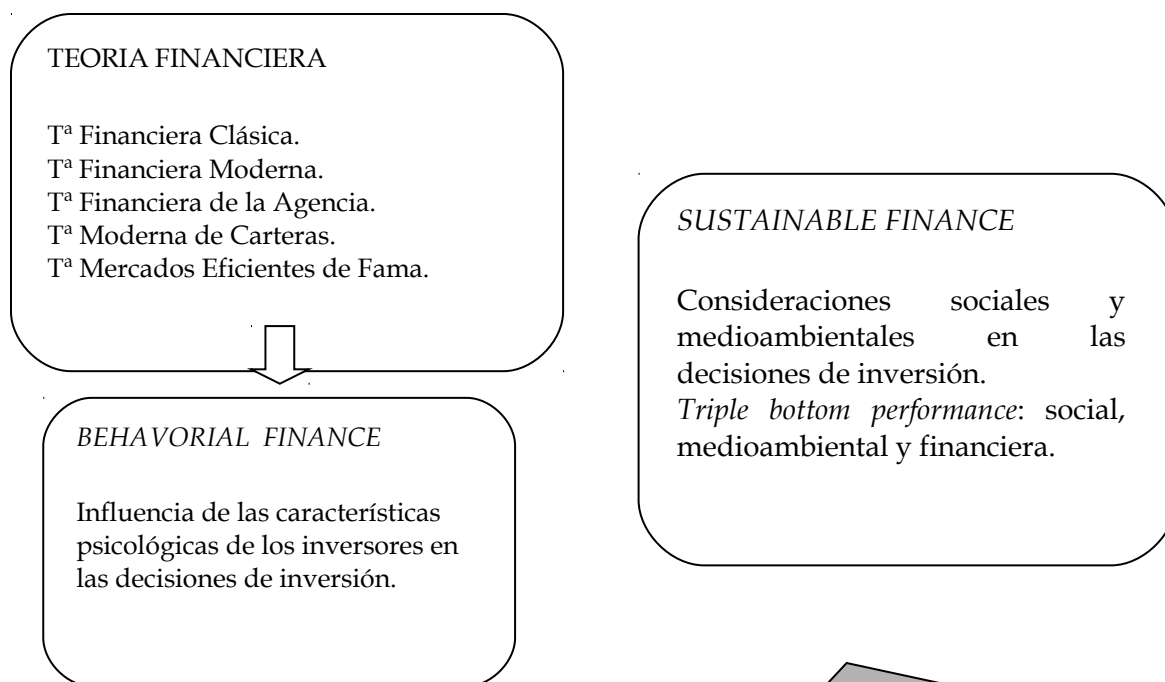
Se han encontrado muchos ejemplos que muestran que los factores cognitivos no pueden explicar por ellos mismos el comportamiento de los agentes en el contexto económico, pero éstos pueden ser particularmente importantes en situaciones de riesgo e incertidumbre. En los últimos años se ha dado un paso más, reconociéndose la necesidad de introducir un marco de responsabilidad social en las finanzas, dando lugar a las denominadas Finanzas Sostenibles o Socialmente Responsables (*Sustainable Finance*). Esta corriente, enlaza con los desarrollos de la teoría del *Behavioral Finance* y expande el análisis del comportamiento económico y psicológico de los agentes hacia los comportamientos sociales y ambientales.

Conviene señalar que, desde un enfoque individualista, la responsabilidad social puede aparecer como un factor negativo y con un cierto coste de implantación (necesidad de no dañar el medio ambiente, formación específica de empleados, colaboración con organizaciones no gubernamentales de ayuda al tercer mundo... ); en cambio, si se abandona la visión individualista y se adopta un enfoque comunitario, la responsabilidad social aparece como una realidad netamente positiva que potencia el cumplimiento de las finalidades institucionales, económicas y políticas de la organización, pero además contribuye a que ésta pueda ser un “instrumento para mejorar la sociedad”, es decir, un instrumento para generar estrategias ganador-ganador “*win-win*” (Porter y Kramer, 2006).

Desde esta perspectiva, se puede definir las Finanzas Sostenibles como una teoría financiera, donde el objetivo es alcanzar una *triple bottom-line: performance* social, medioambiental y financiera.

El cuadro 15 intenta reflejar de una forma gráfica, la evolución seguida por la teoría financiera clásica hacia los nuevos modelos financieros actuales:

### Cuadro 15: Evolución de las Teorías Financieras



Fuente: Fernández et al. (2005)

La principal objeción teórica a la inversión socialmente responsable proviene del hecho de que la preselección de activos con criterios de RSC restringe el universo de inversión, limita la diversificación y hace que aumente el riesgo no sistemático de la cartera. Ahora bien, la mayoría de los fondos de inversión y fondos de pensiones tradicionales realizan una gestión activa de su cartera con la expectativa de tener una mayor *performance* que sus competidores. Este tipo de gestión amplía los objetivos de optimización rentabilidad-riesgo de la teoría clásica, utilizando como nuevas habilidades en selección de activos la selección de criterios de RSC extra financieros, ya que permite tener una visión más completa de los riesgos de las compañías en las que se invierte, y de los beneficios generados por estas en el largo plazo.

### 6.- MEDICION DE RESULTADOS DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE.

Por el momento no existe consenso sobre cuáles son los principios y las normas que debe adoptar una empresa para que pueda ser considerada socialmente responsable. Posiblemente, esto se debe al gran número de estándares y metodologías de evaluación existentes y a la heterogeneidad de intereses de las instituciones que los han propuesto, así como a las dificultades de homogeneización de los estándares occidentales y los de otras culturas.

Además, la información generada por las empresas de evaluación sobre los aspectos sociales, medioambientales y de gobierno corporativo que utilizan para su análisis, así como el resultado de la misma, no está disponible de forma gratuita, por lo que la toma de decisiones de inversión individual queda restringida a grandes carteras o a la elección de las empresas que componen los índices bursátiles socialmente responsables, siempre y cuando la ponderación de los criterios de RSC sean similares a las utilizadas por los diseñadores y gestores de los índices.

Esta situación además afecta al conocimiento de las metodologías empleadas por las distintas agencias de valoración, que no hacen público las estructuras de captación de información, diseño de sus medidas y sistemas de validación o verificación de la información que proporcionan.

## **6.1. Medidas de valoración financiero-sociales**

La RSC medida a través de diferentes indicadores debe recoger aspectos relacionados con la dimensión interna y externa de la empresa. Ahora bien, la RSC es un concepto que incluye muchas dimensiones y que además no se comporta de forma similar en todos los sectores e industrias. Por ello, las medidas de *performance* social en el sentido de la medición de la RSC carecen de consenso, y su evaluación cuantitativa es extremadamente difícil.

### **6.1.1 Medidas de valoración de las agencias de análisis de sostenibilidad**

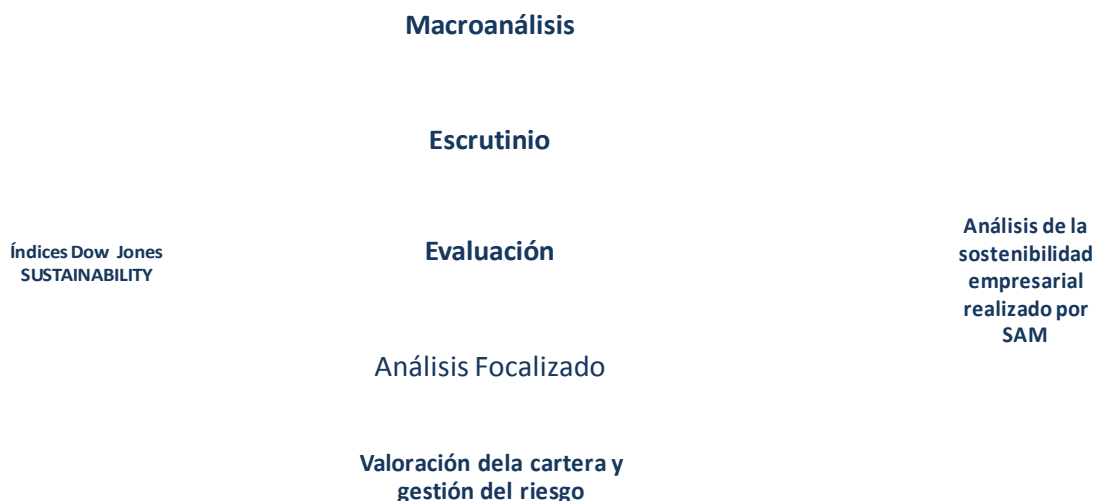
Las agencias de *análisis de sostenibilidad* internacional son las organizaciones que más han desarrollado las técnicas de valoración y calificación de las empresas sobre el comportamiento socialmente responsable de las principales empresas cotizadas. Estas agencias, a parte de realizar una función como consultoras, ofrecen a los inversores otros productos y servicios como: bases de datos, *benchmarks* y documentos sectoriales, servicios comparativos de fondos, análisis integral de los riesgos, asesoría, gestoras en inversión socialmente responsable e incluso *rating* de sostenibilidad de países, como es el caso de la agencia de *ratings Ethical Investment Research Service* (EIRIS).

Para poder evaluar los criterios de responsabilidad social en una empresa determinada, estas agencias recopilan y analizan la información corporativa (de áreas tan variadas como la gestión de recursos humanos, la relación con los clientes y proveedores, el gobierno corporativo, la gestión de los impactos en el ambiente,...) disponible en bases de datos externas, memorias o informes de sostenibilidad e incluso a través de cuestionarios remitidos a la empresa. Esta información, posteriormente, debe traducirse en variables medibles.

Así, básicamente cada agencia utiliza una serie de criterios propios para evaluar cada una de las dimensiones de responsabilidad social de la empresa. En base a estos análisis de los criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo a cada dimensión se le asigna una puntuación. Una vez evaluados los criterios y la política de actuación de las empresas, y obtenidas las calificaciones se elaboran los informes..

Uno de los métodos de valoración es el utilizado por SAM que sirve como parte del proceso de elaboración de la familia de índices *Dow Jones Sustainability* y por supuesto del proceso de formación de las carteras de inversión de fondos gestionados por Instituciones de Inversión colectiva, o de carteras de inversión individuales. En el cuadro 16 se recoge la participación de la agencia de *rating* SAM en el proceso de gestión de carteras de clientes que utilicen como base de su preselección de activos la familia de los índices *Dow Jones Sustainability*.

### **Cuadro 16: Metodología de análisis de SAM**



Fuente: [www.Sam-group.com](http://www.Sam-group.com)

Otra metodología de medición de resultados es la utilizada por ASSET4. Esta agencia genera una visión integrada de la *performance* corporativa combinando información financiera y extra financiera, mediante la utilización de métodos de análisis estadístico multivariante. El análisis se centra en la información que hace pública las empresas, trabajando Para ello con 278 indicadores repartidos en cuatro pilares (económico, medioambiental, social y gobierno corporativo) que se valoran para determinar en que posición se encuentra la compañía dentro del *rating*. En el cuadro 17 recogemos los criterios estudiados y valorados de cada empresa mediante este *rating*. Cada uno de los clientes puede ponderar los diferentes criterios a su medida, realizando un escrutinio adecuado a sus requerimientos.



**Cuadro 17: Criterios estudiados y valorados de cada empresa mediante el rating ASSET4**

Ingresos/lealtad de cliente	Reducción de uso de recursos	Trabajo: Calidad de empleo	Consejo de Administración: Estructura del consejo
Márgenes/resultados	Reducción de emisiones	Trabajo: Seguridad e higiene	Consejo de Administración: Política de compensaciones
Beneficios/Lealtad de accionistas	Innovación de producto	Trabajo: Formación	Consejo de Administración: Funciones
		Trabajo: Igualdad y diversidad	Accionistas: Derechos de los accionistas
		Sociedad: Derechos humanos	Integración: Visión y estrategia
		Sociedad: Comunidad local	
		Cliente: Responsabilidad de producto	

Fuente: [http://www.sustainability-zurich.org/cm\\_data/TSF\\_2006\\_10\\_Ohnemus\\_Making\\_Best\\_Use.pdf](http://www.sustainability-zurich.org/cm_data/TSF_2006_10_Ohnemus_Making_Best_Use.pdf)

El servicio de *rating* independiente Linder, Lydenberg, Domini & Co. (KLD) realiza una evaluación multidimensional mediante un abanico de variables relacionadas con los intereses de los grupos de interés o *stakeholders*. Cada compañía es valorada anualmente mediante 8 atributos, 5 ellos basados en conceptos de RSC como relaciones con la comunidad y relaciones con los empleados y otros tres atributos que incluyen tópicos en los que las compañías están experimentando recientemente una presión externa, como por ejemplo “contratos militares”. Las críticas que este índice ha recibido se basan generalmente en que el peso que se le otorga a los diferentes atributos es el mismo, por lo que un componente puede ser una fortaleza y una debilidad al mismo tiempo. El cuadro 18 recoge los criterios de valoración de KLD

**Cuadro 18 KLD Research & Analytics Inc criterios de valoración.**

Productos destacados			
Universo	ESG Ratings	CBIs	Rasgos
Más de 3.000 compañías de comercio estadounidense por el mercado de capitalización.	<b>Medio Ambiente</b>	Aborto	Portfolio screening
	Cambio Climático	Alcohol	
	Productos y servicios	Anticonceptivos	Email Update
	Operaciones y dirección	Armas de fuego	Notification
	<b>Social</b>	Juego	
	Comunidad	Militar	Dedicated Client
	Diversidad	Energía	Support
	Empleados	Nuclear	
	Derechos Humanos	Tabaco	
	Empleados		

**Gobierno**  
Informe  
Estructura

Fuente: <http://www.kld.com/research/pass/index.html>

Una misma empresa puede estar en una posición diferente según el *rating* que se esté analizando o según la agencia de *valoración* que realice el estudio. Esto es debido al peso que se le otorga a cada criterio de valoración y al método de puntuación.

En el cuadro 19 recogemos las diferentes puntuaciones y los criterios de algunos de los diferentes sistemas de puntuaciones otorgadas por las principales agencias de sostenibilidad.

**Cuadro 19. Sistemas de puntuación según agencias de análisis de sostenibilidad**

AGENCIAS DE ANALISIS DE RSC	PUNTUACIÓN
Accountability	Cada criterio es valorado y se les da a las compañías una puntuación por cada una de sus seis áreas. La gestión de los <i>stakeholders</i> es la principal y se puede llegar a conseguir hasta 25. En las otras cinco áreas el máximo se sitúa en 15. La puntuación máxima que puede obtener una empresa es 100.
ASSET4	Cada pilar (social, medioambiental, gobierno y económico) tiene un peso del 25% de la calificación final que se valora sobre un 100%:
CoreRatings	Escala de 10 rangos desde <b>A+</b> (más alto que 90%) a <b>D</b> (1% a 10%).
ECP	<b>EEE, EE, E – Eligible Names:</b> compañías que han superado el test de criterios negativos y muestran firmes resultados de adherencia a los criterios positivos. <b>F – Ethically Weak Names:</b> Compañías que sólo superan el test de criterios negativos. Operan en sectores éticos pero muestran pobre adherencia a los criterios positivos. <b>NE – Non Eligible Names:</b> Compañías que no superan los criterios negativos excluyentes.
EIRIS	Escala de puntuación de 0 a 10.
Innovest Strategic Value Advisors, Inc.	<b>Modelo EcoValue21</b> → cada criterio es evaluado en una escala del 1 al 10. <b>Intangible Value Assessment –IVA</b> →Se evalúa cada criterio siguiendo la siguiente escala: <b>AAA</b> = best/industry leader, <b>AA, A, BBB</b> = average, <b>BB, B, C</b> = worst
Oekom research AG	El análisis completo está graduado en una escala de 12 puntos que va desde <b>A+</b> hasta <b>-D</b> . <b>A+:</b> La compañía que actúa de manera progresiva. <b>D-:</b> Actividades poco o nada medioambiental, social y culturalmente responsables.
SAM	Cada criterio (dimensión económica, medioambiental y

---

	social) se puntúa de una escala de 0% a 100% valorando cada subcriterio dentro del criterio general.
<b>Vigeo</b>	Pioneer (++) Advanced (+) Average (=) Below average (-) Unconcerned (--)

---

Fuente: Escrig, E. (2008)

### **6.1.2. Relación entre valoraciones sociales y financieras de la empresa.**

En los últimos años están surgiendo un buen número de trabajos científicos de corte empírico en la línea de la evaluación de los resultados de las actuaciones sociales y ambientales de las empresas, y de su relación con los resultados financieros. Paralelamente las grandes consultoras de responsabilidad social aumentan sus ejemplos mediante *Business Case* que evidencian la relación positiva entre resultados sociales y financieros.

Uno de los primeros trabajos de recopilación de estos estudios científicos es el realizado por Margolis y Walsh (2001) donde analizan 122 estudios que hasta el año de la publicación habían sido publicados y examinaron empíricamente la relación existente entre la responsabilidad social corporativa y financiera.

Según el análisis realizado por estos autores, la mayoría de las investigaciones dejan entrever la existencia de una relación positiva o neutra entre la *performance* social y la financiera Sin embargo, en alguno de los estudios es necesario puntualizar que la causa de esta relación “negativa” se debe al impacto que determinadas acciones “negativas” (prácticas corporativas ilegales, droga, tabaco,...) ejercen sobre el mercado.

Por su parte, Fernández, Muñoz y Balaguer (2005) realizan un análisis de los trabajos más recientes sobre la relación existente entre los resultados sociales y financieros de la empresa, donde se toman en cuenta otras variables de control que nos indican la existencia de otros factores que pueden afectar a dicha relación, como son el tamaño de la empresa, el tipo de industria o de sector, el riesgo o inversión realizada en I+D. Las limitaciones de esta revisión de trabajos empíricos son obvias. En primer lugar la existencia de múltiples medidas de *performance* social y de *performance* financiera dificulta su homogeneización, y no existe un consenso generalizado sobre cuales son más valoradas, por lo que no es posible su estandarización. Este aspecto dificulta la posible comparación de los trabajos y el poder llegar a una conclusión unánime.

Moneva et al. (2007) y Muñoz et al (2008) proponen una metodología de homogeneización basada en el diseño de índices de sostenibilidad sintéticos para analizar la *performance* social y su relación con la financiera para las empresas que cotizan en la Bolsa española. Concluyen que las empresas con mejor resultado en parámetros de sostenibilidad no tienen peores resultados en los financieros.

También se debe tener en cuenta que el tamaño de la compañía, el tipo de industria, el riesgo o las inversiones en I+D tienen una influencia directa en la relación existente entre dichas variables, por lo que los estudios de evaluación de dicha relación deberían intentar homogeneizarlas en la medida de lo posible.

Entre los resultados obtenidos por los análisis de las consultoras de sostenibilidad, cabe destacar el trabajo de la consultora *Sustainability*, que ofrece, a través de una herramienta de demostración utilizando el denominado “Business Case” casos empresariales concretos que ponen de manifiesto que unos buenos resultados en términos de sostenibilidad pueden ofrecer a la vez buenos resultados en términos de indicadores clásicos de éxito empresarial ([www.sustainability.org](http://www.sustainability.org))

## **6.2.- Medición de la ISR por los mercados financieros.**

La interrelación existente entre la ISR y decisiones de inversión en los mercados financieros es un campo que ha sido ampliamente analizado utilizando para ellos diversos enfoques. Resulta complicado el clasificar bajo unos mismos aspectos dichos estudios, ya que en muchos casos abarcan más de un aspecto. No obstante, a efectos de poner de manifiesto el estado actual de la cuestión clasificaríamos los trabajos en tres grandes bloques.

### **6.2.1.- Percepción de la ISR en los mercados financieros**

En este bloque se recogen los análisis realizados desde una perspectiva sociológica, psicológica e incluso filosófica sobre la percepción de la ISR y las razones que impulsan a los gestores, analistas o inversores seleccionar activos en función de criterios éticos/ecológicos/de responsabilidad social; o trabajos comparativos sobre la percepción de comportamientos considerados socialmente responsables y su traslación a criterios de decisión en la selección de activos.

Loe et al. (2000) realizaron una revisión y clasificación de las investigaciones existentes en este sentido, y cómo estos factores influyen en las decisiones socialmente responsables tomadas por *managers* de diferentes entidades. La principal conclusión extraída por estos autores es la diferencia entre la toma de decisiones socialmente responsables a escala individual y, en el ámbito del grupo, dentro de una organización, y señalan que las decisiones tomadas dentro de la organización están influenciadas por la cultura socialmente responsable existente en la entidad. Así, mientras hay una gran dificultad en describir cómo o por qué los individuos dentro del trabajo toman unas decisiones, y a nivel individual toman otras, señalan que la metodología de los modelos de decisión socialmente responsables debe intentar analizar e investigar metodológicamente el modelo conductual dentro de las organizaciones.

Dentro del ámbito de las gestoras se observan también distintas tendencias. Pueyo (2003) encuentran que por un lado, una sobreabundancia de

información cualitativa (generalmente opiniones de representantes de gestoras) y por otro lado, una ausencia de información consolidada sobre el grado de influencia de las cuestiones RSC sobre sus decisiones de inversión.

Según dicho autor, la actitud adoptada por los veinte mayores gestores de activos del mundo puede definirse según cuatro puntos de vista:

- Los “*indiferentes*” que ni siquiera han puesto en el mercado productos de inversión socialmente responsables de cierta relevancia.
- Los “*tímidos*”, gestores de activos que han puesto en el mercado productos de inversión socialmente responsables.
- Los “*avanzados*”, han puesto en el mercado productos socialmente responsables, y entienden que las prácticas de RSC son un buen indicador de la calidad en la gestión y gobierno de una empresa.
- Los “*pioneros*” que declaran que las prácticas de RSC constituyen un buen indicador acerca de la calidad en la gestión y gobierno de una determinada empresa y que además declaran efectuar análisis de las prácticas en materia de RSC en sus análisis rutinarios de valores.

Este estudio concluye que el 25 % de las gestoras no gestionan ningún producto con criterios de RSC y por lo tanto son indiferentes a dichos criterios, mientras que otro 25 % sería tímida y que solo una gestora “*Barclays Global Investors*” actuaría de forma pionera en materia de RSC.

También cabe destacar la investigación llevada a cabo por CSR Europe en el año 2003, en colaboración con Euronext y Deloitte & Touche. Dicho trabajo que se realizó a nivel europeo sobre el análisis de las actitudes de los gestores de fondos, los analistas financieros y los responsables empresariales de las relaciones con los accionistas informa sobre la percepción del propio mercado financiero con respecto a la Inversión socialmente responsable (ISR) y que facilitan los datos sobre la evolución futura de la ISR.

Uno de los objetivos del estudio ha sido analizar si la ISR se mantiene como un nicho en el mercado financiero o está penetrando de forma definitiva en el gran mercado financiero (*Financial mainstream markets*). Los resultados de la encuesta muestran que el 69 % de los gestores de fondos y analistas financieros consideran que en los próximos años el mercado de la ISR continuará desarrollándose con volúmenes similares a los de los últimos años.

En contraposición, el 71% de los gestores de fondos y analistas financieros consideran que los productos de ISR que defienden fuertes valores sociales y éticos permanecerán en mercados nichos, dirigidos a colectivos altamente concienciados. La encuesta muestra que el 46% de las instituciones financieras entrevistadas ofrecían productos de ISR.

De la investigación se desprende que a nivel de riesgo y valor de mercado, la comunidad financiera observa la existencia de un claro vínculo entre los riesgos no financieros y el valor de la acción de una empresa (el 89% de los responsables empresariales de las relaciones con los accionistas y el 76% de los gestores de fondos y analistas financieros). Los gestores de fondos y analistas financieros consideran que, en este punto, destaca la habilidad de la empresa para innovar (65%), para desarrollar una política de gobernabilidad corporativa (54%) y para gestionar su relación con los consumidores (49%).

### **6.2.2.- Impacto de las noticias de Responsabilidad Social Corporativa en el mercado financiero**

Incluimos en éste epígrafe los trabajos empíricos que analizan la reacción a corto plazo de los mercados financieros ante las actuaciones socialmente responsables (o irresponsables) de las empresas, al objeto de determinar en qué medida dichas noticias sirven para explicar la existencia de rendimientos anormales alrededor de la fecha en que se hacen públicas determinadas actuaciones.

Los resultados de estos estudios, son muy heterogéneos, pues son muchos factores y variables utilizadas y los resultados dependen entre otras cuestiones de la metodología, del tipo de anuncio y del tamaño de las empresas, y del aspecto socialmente responsable que deseen contemplar. Así, por ejemplo, y para el caso en concreto del análisis de cómo afectan a los rendimientos de las empresas de EEUU los anuncios de las retiradas de sus inversiones debido al Apartheid, existen trabajos que encuentran una relación negativa (Wright y Ferris, 1997), otros encuentran una relación positiva (Posnikoff, 1997), y también existen los que no pudieron detectar ningún tipo de relación (Teoh *et al.*, 1999) Incluso existen otros estudios (McWilliams y Siegel, 1997) que proporcionan una crítica teórica y empírica al uso de la metodología utilizada para estudiar este fenómeno y otros (Meznar, *et al.*, 1998) que explican los resultados contradictorios, en base al momento del tiempo en que se realizó el anuncio.

Otras noticias que también son tratadas en este tipo de estudios son los acontecimientos de tipo ambiental. La hipótesis de partida general es que a largo plazo, las actividades de reducción por contaminación pueden traducirse en beneficios que contrarrestan los posibles efectos negativos del corto plazo. También se han estudiado como afectan las noticias del cierre de empresas, y la implementación de gestión medioambiental.

En España, algunos autores también han analizado la reacción del mercado bursátil ante diferentes tipos de noticias que podrían estar englobadas dentro del concepto de RSC, con diferentes resultados. Verona y Deniz (2001) encuentran una reacción débil ante los anuncios de carácter medioambiental; Nicolau y Sellers (2002), obtienen que los mercados reaccionan de forma positiva a la obtención por parte de las empresas de certificaciones de Fernandez Rodriguez, *et al.* (2004) encuentran una reacción positiva a los principales anuncios relacionados con la adopción de códigos de buen gobierno; Nicolau *et al.* (2005) analizan los anuncios relacionados con

implicaciones a la comunidad, y obtienen que las empresas incrementan su valor de mercado cuando financian acciones de patrocinio, pero no lo hacen para acciones de mecenazgo y Sabater y Laffarga (2004) ponen de manifiesto el efecto negativo de la noticia de la firma de un convenio colectivo interprovincial tiene sobre las variables bursátiles de la firma.

Por su parte, Fernández et al. (2009) analiza si las noticias relacionadas con temas de RSC tienen algún efecto sobre el rendimiento de las acciones negociadas en el mercado bursátil español. Para ello se utiliza la metodología de eventos y una aproximación consistente en la gestión activa de carteras de inversión basada en la publicación de dichas noticias. Los resultados del trabajo muestran que a corto plazo los inversores no consideran este tipo de noticias relevantes, lo que se traduce en que no tienen ningún efecto sobre la cotización de las acciones analizadas. Dicho resultado se mantiene independiente del tipo de noticias analizadas (positivas o negativas) y del hecho de que las acciones formen parte de algún tipo de índice socialmente responsable o no.

### **6.2.3.- Estudios comparativos de los fondos de inversión socialmente responsables y de los índices bursátiles de sostenibilidad**

Recoge los estudios que se centran en los posibles costes de oportunidad de la inversión socialmente responsable frente al resto. Investigaciones dedicadas a medir la *performance* de los índices o de Instituciones de Inversión Colectiva Socialmente responsables y a compararlas con la *performance* de índices o instituciones de inversión que no utilizan criterios de sostenibilidad en la selección de activos o generación de códigos de conducta y técnicas de ponderación para elaboración de *ratings* e índices éticos.

Esta línea es una de la más amplia que existe, pudiendo encontrar numerosísimos trabajos empíricos. Para realizar una revisión sistematizada vamos a agruparlos en dos apartados:

#### **A) Investigaciones que comparan la *performance* financiera de fondos socialmente responsables con la *performance* financiera de otros fondos no considerados “socialmente responsables”**

La mayoría de estas investigaciones evalúan la *performance* de los fondos éticos a partir de las medidas clásicas de *performance*, especialmente los índices de Sharpe y Jensen mediante la metodología del *matched pair analysis*. De esta forma se pretende paliar el efecto de las características propias de los fondos socialmente responsables comparando cada uno de estos fondos con uno no socialmente responsable, siendo ambos similares en lo que respecta al tamaño del fondo y a la fecha de constitución.

El trabajo de la UNEP FI (2007) realiza un análisis de 20 trabajos de investigación académica publicados recientemente que extienden la teoría financiera tradicional para incorporar los efectos medioambientales, sociales y

de gobierno corporativo en los resultados de fondos de inversión. Los resultados muestran que de los 20 trabajos analizados, 10 evidencian una relación positiva entre los factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo y los resultados de las carteras, 7 recogen un efecto neutral y 3 una asociación negativa. Los resultados varían dependiendo de la metodología utilizada, de la región y del periodo de estudio considerado. No obstante en conjunto no parece existir una penalización en los resultados de las carteras que incorporan dichos aspectos.

Para el caso español, Fernández y Matallin (2008) realizan un análisis comparativo de los resultados financieros de los fondos de inversión socialmente responsables y los fondos tradicionales en España, concluyendo que las inversiones socialmente responsables no suponen un sacrificio de rentabilidad económica para el partícipe.

**B) Estudios que comparan la performance financiera de los fondos socialmente responsables con índices de sostenibilidad o estudios que comparan índices sostenibles con índices tradicionales.**

La literatura económica actualmente, está creando un debate con respecto a si las inversiones éticas implican un sacrificio financiero o un premio. La mayoría de estudios realizan trabajos empíricos comparativos entre los rendimientos de las inversiones socialmente responsables y un *benchmark* sostenible, y la mayoría constatan que no existen diferencias significativas.

Los estudios previos que analizan si la inversión colectiva socialmente responsable ofrece menores rendimientos financieros que una inversión de la misma categoría y estilo indican que en términos generales obtienen beneficios similares o incluso superiores a los alcanzados por otros fondos tradicionales.

Cabe destacar de entre los trabajos pioneros, el de Vermeir y Corten (2001), que realizan un análisis comparativo del rendimiento y del riesgo de índices socialmente responsables frente a índices tradicionales, para el mercado belga. Para ello, a partir de la base de datos de *Ethibel* (agencia de *rating* independiente formada por empresas belgas que mantienen criterios éticos en su política de actuación) crean un índice de mercado ("*Ethibel Register Marketcap weighted*") y lo comparan con el *Morgan Stanley Capital Index Europa*, obteniendo que no hay diferencias significativas entre ambos índices. Como segunda parte de su análisis comparan el rendimiento y el riesgo del índice *Dow Jones Global Index* con su equivalente socialmente responsable, el *Dow Jones Sustainability Global Index*, y de nuevo obtienen que no hay diferencias, es más en el primer caso el rendimiento del índice ético es superior al índice no ético.

El cuadro 20 presenta gráficamente la evolución del índice FTSE4Goodibex desde su creación comparándolo con la del Ibex 35, para ello se han homogeneizado las bases de ambos a 100. Como se puede observar, ambos presentan una evolución similar y no parece que haya diferencias sustanciales entre ambos.



## **Cuadro 20: Comparación de la evolución del Ibex 35 y el Ftse4goodibex.**

Datos en base 100= 9/4/2008



Fuente: elaboración propia a partir de datos suministrados por la Bolsa de Madrid.

## **7.- FACTORES DE IMPULSO Y DESARROLLO DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE**

Los análisis de riesgos integrales y la generación de mecanismos que permitan mejorar la transparencia deben ser claves a la hora de buscar soluciones sostenibles a largo plazo, ya que factores como la falta de análisis y control de riesgos riguroso y la falta de transparencia en el mercado, han sido claves en el desarrollo de la crisis financiera actual.

La asunción por parte de todos los operadores de los mercados de la metodología de evaluación de riesgos integral que la inversión con criterios de sostenibilidad o ISR está desarrollando es un buen punto de partida para devolver la confianza al mercado. La transparencia y el aumento de una cultura financiera que valore la toma de decisiones bajo los parámetros de sostenibilidad, podría ser la base para el nuevo desarrollo en los mercados financieros y en las estructuras de intermediación. Ahora bien, el impulso de la inversión con criterios de sostenibilidad será el resultado de la interacción de múltiples factores.

El papel crucial que las Administraciones Públicas deben tener a la hora de impulsar la ISR. Las Administraciones Públicas pueden fomentar la ISR, promoviendo políticas que integren la Responsabilidad social en la empresa; y que mejoren la transparencia o integren la RSC en la Administración como organización.

La potenciación de una cultura empresarial que ayude a incorporar en las empresas la responsabilidad social.

El impulso por parte de los diferentes actores del mercado financiero para que esta tipología de inversión alcance un nivel de madurez. La ISR es una de las principales contribuciones del sistema financiero al desarrollo sostenible.

### **7.1.- Las Instituciones públicas**

El papel de las administraciones públicas en la potenciación de la ISR puede ser asociado a la posición de éstas en la economía en general, en función del peso que se da a la intervención del estado en el modelo económico.

Partiendo de la asunción de la voluntariedad de las políticas de RSC, la función de las administraciones públicas en cuanto a dinamizar la ISR, debe seguir respetando este carácter voluntario, además de garantizar reglas claras que aseguren la transparencia.

En este sentido se pronuncia la Comisión Europea (2004) en el estudio publicado por la Dirección General de Empleo y Asuntos Sociales, donde agrupa las diferentes iniciativas públicas llevadas a cabo por los estados miembros, con la finalidad de crear un entorno favorable para el desarrollo de prácticas empresariales socialmente responsables en tres categorías, políticas que promueven la integración de la RSC en la empresa, políticas relacionadas con la transparencia de las prácticas de RSC e iniciativas enmarcadas en otras políticas públicas con impacto positivo sobre la RSC. La Inversión socialmente responsable se incorpora como una de las políticas claves de promoción de la transparencia.

Las iniciativas públicas en relación a la ISR pueden relacionarse, siguiendo a Fox et al. (2002) y Ward (2004), con cuatro funciones de carácter general, esto es: facilitar, colaborar, promocionar y demostrar.

**Facilitar** el acceso a la información necesaria para la toma de decisiones de inversión en ISR, a través del establecimiento de marcos legales adecuados, mediante desarrollo de estándares y etiquetas de naturaleza voluntaria para su aplicación en el mercado, la promulgación de leyes o regulaciones que incentiven la ISR, así como la facilitación del diálogo entre los diferentes *stakeholders*.

**Promocionar** la inversión con criterios de sostenibilidad a través del fomento de cláusulas ISR en los planes de pensiones y fondos de inversión. Esta promoción debería extenderse no sólo al sector privado de inversión colectiva sino a los productos de esta tipología promovidos por las diferentes administraciones y organismos públicos (CCAA, empresas y organismos públicos)

**Colaborar** en dar visibilidad a las buenas prácticas y mostrar un reconocimiento público a las empresas socialmente responsables, por ejemplo a través de contratos públicos con criterios de responsabilidad social. Mediante dichas iniciativas se contribuiría a generar una mayor confianza en la RSC, al tiempo que se facilitaría el éxito de políticas de esta naturaleza en la empresa

impulsora y se animaría a otras organizaciones a desarrollar estrategias en esta dirección.

**Demostrar** a través de la integración de políticas socialmente responsables en la propia gestión de las Administraciones Públicas, entre las que se podría citar en España la gestión del patrimonio del fondo de reserva de la Seguridad Social con criterios de ISR, lo que impulsaría la ISR de forma global.

Por lo tanto, los organismos reguladores, como parte de la Administración Pública, tienen también dos tipos de actuaciones: la reguladora de ordenación en torno a la ISR y, no menos importante, la ejemplificadora con la aplicación directa de los principios de ISR, tanto como emisora de títulos como gestora de patrimonios o en su faceta de inversor.

Otros organismos de carácter público, como las empresas públicas, los medios de comunicación públicos o las instituciones educativas, tienen un papel muy importante a la hora de dinamizar la ISR y la RSC. En este sentido, tal y como señala Fernández, Muñoz y Rivera (2008) la importancia de la Universidad como cauce de transmisión de conocimiento y eslabón entre sociedad y empresa, ha dado lugar a planteamientos que demandan la incorporación de la RSC y la sostenibilidad en la actividad universitaria.

## **7.2.- La empresa**

El papel de la inversión socialmente responsable como impulsora de la RSC es evidente, al mismo tiempo que no puede haber desarrollo de la ISR sin que las empresas incorporen en sus estrategias y gestión la RSC. Las empresas como emisoras de la información sobre su responsabilidad social corporativa, pueden movilizar a la comunidad inversora transmitiéndoles cómo sus políticas de sostenibilidad son indicadoras de la calidad de su gestión.

En este sentido una correcta gestión de los siguientes aspectos se considera una base que conforma los mínimos a exigir al tejido empresarial para que la RSC empiece a ser una variable fundamental en la valoración de activos empresariales.

- Un compromiso claro de las empresas con la autorregulación empresarial supranacional que está siendo impulsada por diferentes asociaciones empresariales.
- Elaboración periódica de toda la información requerida a la empresa bajo los parámetros de la triple cuenta de resultados.. *En la actualidad no existe un único criterio universal que permita homogeneizar la información suministrada por las empresas en materia de RSC a favor de una información de mayor calidad. Dos son las tendencias existentes:*

- *Los estándares, tanto de carácter nacional como internacional. Uno de los más reconocidos y seguidos para la elaboración de las memorias es el Global Reporting Initiative (GRI).*
- *Las legislaciones que sin dejar de reconocer el carácter voluntario de la RSC aboga por una homogeneización de la información a través de las llamadas regulaciones “blandas”, así se ha hecho, por ejemplo, en Francia, Reino Unido y Dinamarca.*

#### **7.4.- Actores del mercado**

Para que un mercado se considere maduro se necesita que todos sus actores conozcan el papel que desempeñan en el entramado global así como el papel del resto de actores. Además de las propias empresas y las instituciones públicas, en el mercado de ISR cabe identificar a los demandantes y oferentes de títulos, los mediadores e intermediarios, los organizadores y reguladores del mercado y los medios de comunicación. Cada uno de ellos tiene un papel diferenciado en el impulso y desarrollo de la ISR.

Las entidades reguladoras, como en España la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), podrían impulsar la ISR a través de su capacidad para crear un marco de transparencia informativa para estos productos. Los intermediarios del mercado financiero y en especial los bursátiles, deben actuar como catalizadores en la valoración y la transmisión de la información de RSC al inversor, como garantes de que dicha información cumple con los requisitos que previamente deben haber establecido, ya sea para el diseño de un índice bursátil, o para el de un producto o instrumento financiero de ISR.

Los demandantes y oferentes de títulos podrían ajustar oferta y demanda con la creación de productos financieros socialmente responsables adecuados. La inversión institucional tiene un papel decisivo como demandante de productos ISR.

Los mediadores e intermediarios de los mercados podrían incorporar a los equipos gestores de las IIC especialistas en sostenibilidad, para realizar una gestión activa con criterios de ISR. Además, incorporar transparencia en las entidades comercializadoras e interiorizar estrategias de RSC.

Los medios de comunicación tanto públicos como privados, podrían mejorar la comunicación y divulgación sobre ISR educando al público y creando cultura financiera sostenible.

El sistema educativo e investigador tiene un papel importante en la mejora de la nivel formativo asociado a la ISR, desde la perspectiva de la formación de todos los actores del mercado y del estímulo a la realización de estudios sobre ISR rigurosos en los se ponga de manifiesto la relación entre responsabilidad social y rentabilidades financieras.

El factor decisivo que ayudaría al desarrollo de la ISR en España sería la demostración primero y la aceptación después, por parte todos los agentes del

mercado, que la ISR puede tener rentabilidades financieras similares o incluso superiores a la inversión tradicional. Fernández et al. (2008) demuestran para los fondos de inversión españoles que las inversiones socialmente responsables no suponen un sacrificio de rentabilidad económica para el partícipe.

**ANEXO 1: Empresas españolas incluidas en índices bursátiles sostenibles**

Empresas españolas	FTSE4 Good Ibex	FTSE4 Good	FTSE4Good Environmental Leaders Europe 40 Index	Dow Jones sustainability	KLD Global Climate 100 Index	S&P Global Clean Energy Index	ASPI	Ethibel sustainability index
ABENGOA	×							
ABERTIS SE. A				×			×	×
ANTENA 3TV	×							
ACCIONA				×	×	×		
ACERINOX								
ACS				×				
BANCO PASTOR	×							
BANCO SABADELL	×						×	
BANCO. SANTANDER	×	×		×			×	×
BANESTO	×							
BANKINTER	×	×					×	
BBVA	×			×			×	×
BME	×							
CIE AUTOMOT	×							
CINTRA							×	×
CORP. DERMO	×							
CRITERIA				×				
ENAGAS	×	×						
ENDESA				×				
ERCROS	×							
FCC				×				×
FERROVIAL	×	×		×			×	×
GAMESA	×	×		×	×	×		×
GAS NATURAL	×	×	×	×	×			
I. RENOVABLES	×			×		×		
IBERDROLA				×			×	×
IBERIA	×			×				
INDITEX	×	×		×			×	
INDRA A				×			×	
MAPFRE	×							
MECALUX	×							
OHL	×							×
PRISA	×							
PROSEGUR	×							
R.E.C.	×			×				×
REPSOL YPF	×	×		×			×	
SOL MELIA	×							
SOS CUETARA	×							
TELECINCO	×							
TELEFONICA	×	×		×			×	×
VIDRALA	×							
VOCENTO	×							
UNION FENOSA				×				

Fuente: Páginas webs y memorias de sostenibilidad de las empresas.

Nota: Datos a fecha del 5/11/2008. Los datos de FTSE4: Good, FTSE4Good Environmental Leaders Europe 40 Index y Dow Jones sustainability han sido obtenidos de las Memorias de Sostenibilidad de las Empresas y, por lo tanto, hacen referencia a finales de 2007

**ANEXO 2: Criterios globales de valoración de los principales Índices de Sostenibilidad**

		Dow Jones Sustainability	FTSE4 Good	FTSE4 Good IBEX	ASPI	Calvert Social Index	
<b>Criterios negativos</b>		✓	✓	✓			
<b>Criterios Positivos</b>	Gobierno Corporativo	✓	✓	✓	✓	✓	
	Medioambientales	✓	✓	✓	✓	✓	
	Social	Capital Humano	✓	✓	✓	✓	✓
		Recursos Sociales	✓	✓	✓	✓	✓
	Relaciones y Grupos de Interés	✓	✓	✓	✓	✓	
<b>Riesgo potenciales en la gestión</b>		✓			✓		
<b>Benchmark</b>		✓	✓				
<b>Triple Bottom Line</b>					✓		
<b>Comunicación con organizaciones de apoyo</b>			✓	✓		✓	
<b>Comunicación con las empresas (como fuente de información)</b>		✓	✓	✓	✓	✓	

Fuente: Información obtenida de las guías de los diferentes índices

**ANEXO 3: Criterios positivos de valoración de los principales Índices de Sostenibilidad**

	Criterios	Dow Jones Sustainability	FTSE4 Good	FTSE4 Good IBEX	ASPI	Calvert Social Index
<b>GOBIERNO CORPORATIVO</b>	Gobierno Corporativo	✓			✓	✓
	Riesgos y crisis en la gestión	✓				
	Códigos de conducta	✓	✓			
	Rechazo ante Corrupción y soborno	✓	✓	✓		
	Criterios específicos de cada industria	✓				
<b>AMBIENTE MEDIO</b>	Gestión medioambiental	✓	✓	✓	✓	✓
	Criterios específicos de cada industria	✓				
	Cambio Climático			✓		
<b>SOCIAL</b>	Capital Humano	✓			✓	
	Adecuadas practicas y estándares laborales	✓	✓	✓		✓
	Estándares de trabajo en la cadena de abastecimiento		✓	✓		
	Comportamiento empresarial				✓	
	Compañía ciudadana y Filantropía	✓				
	Relaciones con la comunidad				✓	✓
	Social Reporting (indicadores sobre proveedores, clientes,...)	✓				
	Derechos Humanos		✓	✓	✓	✓
	Derechos de los pueblos indígenas					✓
Seguridad e impacto de los productos y servicios	✓				✓	

Fuente: Información obtenida de las guías de los diferentes índices

**Anexo 4: Consideraciones previas de la Circular sobre utilización por las instituciones de inversión colectiva de la denominación “ético” “ecológico” o cualquier otro que incida en aspectos de responsabilidad social.**

1. LA UTILIZACIÓN POR CUALQUIER INSTITUCIÓN DE INVERSIÓN COLECTIVA DE LA DENOMINACIÓN "ÉTICA", NO SIGNIFICA QUE LAS DEMÁS IIC SE GESTIONEN CON CRITERIOS NO ETICOS, O QUE INVIRTAN EN EMPRESAS NO ETICAS, sino tan sólo que determinados criterios éticos, ecológicos o de responsabilidad social, establecidos en cada uno de los Folletos, deben ser cumplidos en la selección de las inversiones.

2. CADA INVERSOR TIENE SU PROPIO CONCEPTO DE LA ETICA, DE LA ECOLOGÍA O DE LA RESPONSABILIDAD SOCIAL, por lo tanto, debe resaltarse que cada Institución de Inversión Colectiva que utilice la denominación "ética", "ecológica" o cualquier otra que incida en aspectos de responsabilidad social, tendrá su propio ideario ético, ecológico o de responsabilidad social, y que será diferente del resto de las Instituciones de Inversión Colectiva.

3. NO DEBEN CONFUNDIRSE LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA ÉTICAS, ECOLOGICAS O DE RESPONSABILIDAD SOCIAL CON LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA SOLIDARIAS, ya que en estas últimas, la Sociedad Gestora que, en su caso, administre la Institución de Inversión Colectiva (en adelante, IIC), cede una parte de la comisión de gestión a determinadas entidades benéficas o no gubernamentales. Sin embargo, las IIC éticas deben cumplir determinados criterios éticos, ecológicos y/o de responsabilidad social, establecidos en el Folleto, para la selección de las inversiones. No obstante, sí puede haber una IIC ética, ecológica o que incida en aspectos de responsabilidad social, que simultáneamente sea solidaria, al combinar ambos aspectos anteriormente señalados



## **BIBLIOGRAFÍA**

- AECA (2004): *Marco Conceptual de la Responsabilidad Social Corporativa*, Ponentes: J. L. Lizcano y J.M. Moneva. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. Madrid.
- AENOR (2002): *Ética. Requisitos de los Instrumentos Financieros Éticos y Socialmente responsables*. PNE 1650001 Ex.
- ARNSPERGER (1998): "Engagement moral et optimisation individuelle". En Mahieu et Rapoport eds, *Altruisme: Analices économiques*. Economica.
- BALAGUER, M.R.; FERNÁNDEZ, M.A.; MUÑOZ, M.J. (2008): "The Role of Fund Management Institutions in the Development of Socially Responsible Investment: An Analysis of the Spanish Case". *International Journal of Electronic Finance* . 2, 3: 314-329.
- BANCO DE SANTANDER (2008): Presentación III Jornadas ISR abril. Madrid
- BARNETT, M. & R. SALOMON. (2006): "Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship Between Social Responsibility and Financial Performance". *Strategic Management Journal*, 27: 1101-1122.
- BRICKLEY, J., SMITH JR, C. AND ZIMMERMAN, J. (2002): "Business Ethics and Organizational Architecture", *Journal of Banking and Finance*, 26: 1821-1835.
- CHAMORRO, A.; GALERA, C.; VALERO,V. (2001): "Marketing social corporativo y marketing con causa en el mercado de fondos de inversión". XI Congreso Acede.
- CLARK, G.L. AND HEBB, T. (2005): " Why should they Care? The Role of Institutional Investors in the Market for Corporate Global Responsibility", *Environment and Planning*, 37: 2015-2031.
- CFA institute for Financial Market Integrity (2008): Reflecting the Past, Envisioning the Future. Annual report.
- COMISIÓN EUROPEA (2001) *LIBRO VERDE Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas*. Disponible en: [europa.eu/eur-lex/es/com/gpr/2001/com2001\\_0366es01.pdf](http://europa.eu/eur-lex/es/com/gpr/2001/com2001_0366es01.pdf)
- COMISIÓN EUROPEA (2004): *Corporate Social Responsibility. National public policies in the European Union*. Disponible en: [http://ec.europa.eu/employment\\_social/soc-dial/csr/national\\_csr\\_policies\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/employment_social/soc-dial/csr/national_csr_policies_en.pdf)
- DE LA CUESTA, M ( 2004): "El porqué de la responsabilidad social corporativa". *Boletín Económico del ICE* . 2813:45-58.
- DE LA CUESTA, M; MUÑOZ, M.J.; FERNÁNDEZ-IZQUIERDO,M.A. (2006): "Analysis of social performnce in the Spanish Financial Industry through public data: A proposal". *Journal of Business ethics* December
- DEMBINSKI, P. H., BONVIN, J.M., DOMMEN, E. AND MONNET, F.M. (2003): The Ethical Foundation of Responsible Investment. *Journal of Business Ethics*, 48(2), 203-13.
- DERWALL, J. GUENSTER,R.; BAUER AND K. KOEDIJK (2005): "The Eco-Efficiency premium Puzzle". *Financial Analys Journal*. 61:51-63
- ECONOMSITAS SIN FRONTERAS (2007): Como fomentar la inversión socialmente responsable en España. UNED Varia.
- ESCRIG, E. (2008): "Análisis y valoración de criterios de screening en la inversión socialmente responsable". Trabajo Fin de Master de sostenibilidad y RSC. Universidad Jaume I.
- EUROSIF (2006): *European SRI Study*. [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)

- EUROSIF (2008): *European SRI Study*. www.eurosif.org
- FAMA,E.F. (1970): “ Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”. *The Journal of Finance*, 25 (2): 383-417.
- FERNÁNDEZ, M.A.; ARAGÓ,V.; MATALLIN,J.C.; NIETO, M.L.:(2009): “Do investors in Spain react to news on Sustainability and Corporate Social Responsibility (CRS)?” *International Journal of Sustainable economy*, vol 1, no 3, 227-244.
- FERNÁNDEZ-IZQUIERDO,M.A., MUÑOZ ,M.J.; RIVERA,J.M. (2008): “La RSC en las Universidades”. Congreso Conama 9. Madrid
- FERNÁNDEZ-IZQUIERDO,M.A; MATALLIN SAEZ,J.C. (2008)" Performance of ethical mutual funds in Spain: Sacrifice or premium?. *Journal of Business ethics* .Forthcoming
- FERNÁNDEZ-IZQUIERDO,M.A.; MUÑOZ,M.J.; BALAGUER,M.R. (2005). “Performance financiera, social y bursatil”. Working Papers. Novartis
- FERNÁNDEZ-RODRÍGUEZ, E., GÓMEZ-ANSON, S. AND CUERVO-GARCÍA, A., (2004): “The stock market reaction to the introduction of Best Practices Codes by Spanish Firms”. *Corporate Governance*, 12(1): 29-46.
- FOX, T., WARD, H., Y HOWARD, B. (2002). *Public sector roles in strengthening corporate social responsibility: a baseline study*. Corporate Social Responsibility Practice, The World Bank. Washington.
- GRAAFLAND,J. (2002): “Profits and Principles: Four Perspectives”. *Journal of Business Ethics* 35: 293-305.
- HAIGH, M. AND HAZELTON, J. (2004), “Financial markets: a tool for social responsibility?”, *Journal of Business Ethics*, 52 (1): 59-71.
- HAMILTON, S.; HOJE J.; STATMAN, M. (1.993): “Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds”, *Financial Analysts Journal* 49 (6):62-66.
- INVERCO (1999): *Circular sobre la utilización por las instituciones de inversión colectiva de la denominación ética, ecológica o cualquier otro que incida en aspectos de responsabilidad social*.
- KAHNEMAN;M.; TVERSY (1979): “Prospect Theory: An Analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47 (2) 263-291.
- LOE, TERRY W., FERRELL, LINDA; MANSFIELD, PHYLIS (2000): “ A Review of Empirical Studies Assessing Ethical Decision Making in Business”. *Journal of Business Ethics* 25 (3): 185–204.
- MARGOLIS,J. WALSH (2001): “Social Enterprises N 19- Misery Loves Companies: Whither Social Initiatives by Business? ”. Harward Business Working Paper Series, N. 01-058
- MCWILLIAMS,A.; SIEGEL,D. (1997): “Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues ”.*The Academy of Management Journal*, 40 (3).
- MEZNAR,M; NIGH,P; KWOK,C. (1998): “Announcements of withdrawal from south Africa revisited: Making sense of contradictory event Study findings”. *Academy of Mangement Journal*, 41 (5):715-730.
- MONEVA, J.M.; RIVERA, J.M.; MUÑOZ, M.J. (2007): “The Corporate Stakeholder Commitment and Social and Financial Performance”. *Industrial Management and Data Systems* 107.
- MOSKOWITZ, M. (1972) “Choosing socially responsible stocks.” *Business and Society Review*, 1: 71-75.

- MUÑOZ, M.J.; FERNÁNDEZ, M.A, BALAGUER,M.R. (2004): "The social responsibility performance of ethical and solidarity funds: An approach to the case of Spain". *Business Ethics. A European Review*. Vol 13, number 2/3 April July.
- MUÑOZ, M.J.; RIVERA, J.M.; MONEVA, J.M (2008): "Evaluating Sustainability in Organizations with A Fuzzy Logic Approach". *Industrial Management and Data Systems*. 108 (6): 829-841
- NICOLAU, J.L. AND SELLERS,R. (2002) : "The stock market's reaction to quality certification: Empirical evidence from Spain". *European Journal of Operational Research* 142:632-641.
- NICOLAU,J.L., CALDERÓN,A. AND MAS, F., (2005): "Commercial and philanthropic sponsorship: Direct and interaction effects on company performance". *International Journal of Market Research*, 47(1), 75-99.
- PORTER, M.E Y KRARMER, M. R. (2006): "The link between Competitive Advantage y Corporate Social Responsibility ". *Harvard Business Review*. ([www.hbr.org](http://www.hbr.org))
- POSNIKOFF, J.F. (1997): "Disinvestment from South Africa: They did Well by Doing Good", *Contemporary Economic Policy* 15: 76-86.
- PUEYO, R.(2003): *Anuario sobre la Responsabilidad Social Corporativa*. Ecología y Desarrollo. [www.ecodes.es](http://www.ecodes.es)
- REED (1999) "Three Realms of Corporate Responsibility: Distinguishing Legitimacy, Morality and Ethics" .*Journal of Business Ethics*.(21),23-35
- RIAA (2007) *2007' Benchmark Report*. Responsible Investment Association Australasia.
- RIAA (2008) *Responsible Investment 2008*. Responsible Investment Association Australasia.
- SABATER,A.; LAFFARGA,J.(2004): "Comportamiento diario del mercado continuo español ante un evento laboral: Un análisis empírico". *Ivie*. wp-ec 2004-19
- SEN, A.K. (1970) *Collective choice and social welfare*. Holden-Day
- SIF (2008) *2007 Report on Socially Responsible investing Trends in The United States*. [www.sif.org](http://www.sif.org).
- SIRI Group (2006): *Green, social and ethical funds in Europe 2005* [www.siricompany.com](http://www.siricompany.com)
- SOCIAL INVESTMENT ORGANIZATION (2007): *Canadian Socially Responsible Investment Review 2006*. [www.social.investment.ca](http://www.social.investment.ca)
- TEOH, S.H., WELCH, I.; WAZAN C.P. (1999): "The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott", *Journal of Business* 72: 35-89.
- TIPPET,J. (2001): "Performance of Australia's Ethical Funds". *The Australian Economic Review*, vol. 34, n° 2, 170178..
- UNEP FI (2007): *Demystifying Responsible Investment Performance A review of key academic and broker research on ESG factors*. <http://www.unepfi.org/publications>.
- VERMEIR,W.; CORTEN (2.001): "Placements durables: La relation complexe entre durabilite et rentabilite". *Cordius Asset Managements*. Janvier.
- VERONA, M.C.; DÉNIZ,J.J. (2001): "Reacción del mercado de acciones española ante anuncios de carácter medioambiental: Una aplicación del estudio de eventos". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. 110: 1037-1069.

- WARD, H. (2004). *Public sector roles in strengthening corporate social responsibility: taking stock*. World Bank. [www.ifc.org](http://www.ifc.org)
- WRIGHT, P.; FERRIS, S.P (1997): "Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value". *Strategic Management Journal* 18:77-83.
- YANKELOVICH, INC. (2006): *Attitudes Toward Socially Responsible Investing*. Executive Summary, [www.calvert.com](http://www.calvert.com).