



Universidad Complutense de
Madrid

Facultad de CC. Económicas
y Empresariales

**Máster Universitario en
FINANZAS DE EMPRESA**

Trabajo Fin de Máster

**NUEVA FILOSOFÍA DE INVERSIÓN:
INVERSIONES SOCIALMENTE RESPONSABLES**

Autor: Coral Jiménez Peña

Tutor: Gustavo Lejarriaga Pérez de las Vacas

V.b° del tutor

Firma y Fecha

2016

ÍNDICE

1. Introducción.....	4
1.1. <i>Presentación del tema elegido</i>	4
1.2. <i>Justificación elección del tema</i>	4
1.3. <i>Estructura trabajo</i>	5
2. Marco teórico conceptual	7
2.1. <i>Concepto</i>	7
2.2. <i>Orígenes</i>	9
2.3. <i>Tipos</i>	10
2.4. <i>Estrategias</i>	11
3. Situación actual.....	15
3.1 <i>ISR en España</i>	15
3.2 <i>Comparación con otros países</i>	17
3.3 <i>Evolución</i>	18
3.3.1 <i>Índices de sostenibilidad</i>	19
3.3.2 <i>Agencias de calificación</i>	20
3.3.3 <i>GRI</i>	20
4. Propuesta.....	22
4.1 <i>Análisis cualitativo</i>	22
4.2 <i>Fondos de Inversión Socialmente Responsables</i>	28
4.2.1. <i>Principios</i>	29
4.2.2. <i>Ética de los fondos</i>	30
4.3 <i>Inversiones de Impacto</i>	31
4.3.1. <i>Instrumentos financieros de las inversiones de impacto</i>	33
5. Conclusiones.....	35
6. Referencias bibliográficas	37
7. Anexos	42
7.1. <i>Anexo 1: Definiciones ISR</i>	42
7.2. <i>Anexo 2: Estrategias ISR</i>	43
7.3 <i>Anexo 3: Estudios rentabilidad ISR</i>	44
7.4 <i>Anexo 4: FISR comercializados en España</i>	45

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Ejemplos criterios ASG	7
Figura 2: Estrategias ISR.....	14
Figura 3: Círculo vicioso ISR España	16
Figura 4: Factores explicativos desarrollo tardío ISR España.....	16
Figura 5: La ISR en el mundo	18
Figura 6: Evolución ISR.....	19
Figura 7: Principios GRI	21
Figura 8: Posicionamiento conceptual Inversión de Impacto.....	31
Figura 9: Ecosistema Inversión de Impacto	32

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

ASG	: Ambientales, Sociales y Gobierno Corporativo
CECU	: Confederación Española de Consumidores y Usuarios
CERES	: Coalición de Economías Responsables del Medio Ambiente
CNMV	: Comisión Nacional del Mercado de Valores
DJSI	: Dow Jones Sustainability Índices
EUROSIF	: European Social Investment Forum
Et. Al.	: Y otros autores
Etc.	: Etcétera
FISR	: Fondos de Inversión Socialmente Responsable
GIIN	: Global Impact Investing Network
GRI	: Global Reporting Initiative
GSIA	: Global Sustainable Investment Alliance
ICCR	: Interfaith Center on Corporate Responsibility
IIC	: Instituciones de Inversión Colectiva
INVERCO	: Asociación de Instituciones de Investigación Colectiva y Fondos de Pensiones
ISR	: Inversión Socialmente Responsable
OIT	: Organización Internacional Trabajo
OCDE	: Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico
PM	: Pacto Mundial
PNUMA	: Programa de Medio Ambiente de las Naciones Unidas
PRI	: Principios Inversión Responsable
RSC	: Responsabilidad Social Corporativa
SAM	: Sustainability Asset Management
SCR	: Sociedad de capital riesgo
SGFCR	: Gestora de fondos de capital riesgo
SIF	: Social Investment Forum
SPAINSIF	: Foro de Inversión Social de España
SRI	: Pensions Disclosure Regulation
UNEP FI	: Iniciativa Financiera Programa Ambiental de Naciones Unidas
UNPRI	: Iniciativa Principios de Inversión Responsable

1. INTRODUCCIÓN

Podemos considerar la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) como un concepto relativamente novedoso que refleja una nueva dimensión de la empresa en la que la atención no sólo se centra en temas económicos sino también sociales y medioambientales primando, por tanto, el desarrollo sostenible. Así, debemos tomar conciencia sobre el impacto que tiene el buen funcionamiento del sistema financiero en el bienestar de la sociedad de lo que se deriva la necesidad de asumir la RSC como eje primordial a la hora de tomar decisiones. Uno de los motores de la RSC es la Inversión Socialmente Responsable (ISR).

1.1. PRESENTACIÓN DEL TEMA ELEGIDO

La ISR es una filosofía de inversión que incorpora a los tradicionales criterios financieros, criterios sociales, ambientales y de gobierno corporativo. Podemos decir que el objetivo último de la ISR es influir en la actitud empresarial para lograr un desarrollo más sostenible y llevar a cabo comportamientos socialmente responsables que respondan al interés de sus inversores. Este nuevo modelo de inversión se ha materializado en una variedad de productos financieros, entre los que destacan los Fondos de Inversión Socialmente Responsables (FISR) a los que dedicamos un apartado de este trabajo dada su importancia en el desarrollo de este campo.

1.2. JUSTIFICACIÓN ELECCIÓN DEL TEMA

El objetivo que persigo es proponer la Inversión Socialmente Responsable como un nuevo tipo de inversión a considerar tan válido como cualquier otro y contribuir al impulso de esta nueva filosofía de inversión. En vista de todos los artículos, estudios, informes y documentos encontrados con opiniones contrapuestas, me pareció interesante realizar un análisis cualitativo más que cuantitativo pues este tipo de análisis no lo he encontrado en ningún sitio, lo que nos aclara un poco cuánto queda por hacer para que la ISR evolucione y cómo los resultados de los distintos estudios varían dependiendo de los datos que se obtengan, ya que no es nada fácil su acceso, y el momento y el lugar que se analice pues, como veremos a lo largo del trabajo, existen grandes diferencias entre países respecto al desarrollo de la ISR.

Es evidente que desde hace algunos años está brotando un nuevo paradigma en el ámbito empresarial que resalta la responsabilidad social de las empresas aunque, tras

atravesar la crisis económica iniciada en 2007, algunos aspectos que engloban la RSC han quedado relegados a un segundo plano. Los consumidores y el público en general precisan recuperar la confianza y credibilidad en las empresas y el sistema bancario lo que promueve que los aspectos éticos, sociales y medioambientales estén en la agenda de los diferentes agentes que participan en el sistema financiero. Por tanto, la crisis financiera ha puesto de manifiesto la necesidad de asumir una filosofía de inversión basada en una mayor transparencia, una mayor presencia de valores éticos y una mejor y más amplia gestión del riesgo.

Mi principal motivación es el estudio de este concepto novedoso, más aún en nuestro país, proponiendo esta nueva filosofía de inversión que permita saber a los inversores en qué se está utilizando su dinero y así poder ser congruentes con su modo de pensar. Además, la ISR es una palanca de cambio que impulsa a las empresas hacia prácticas socialmente responsables y sirve como mecanismo de presión desde el sector privado, utilizando su poder como inversor, para influir en las políticas llevadas a cabo por las empresas en las que se invierte. Este tipo de inversión parte de la creencia que las empresas deben jugar un papel en la sociedad que va más allá de únicamente obtener beneficios económicos y deben contribuir también a la creación de valor social y ambiental. Las empresas también salen beneficiadas, pues el vínculo entre la RSC y la reputación va en aumento, ventaja a tener en cuenta en este entorno en que nos encontramos cada vez más globalizado y complejo en el cual los riesgos y oportunidades ligados a la RSC no deben ser ignorados si se desea obtener valor a largo plazo tanto económico como social y medioambiental.

1.3. ESTRUCTURA DEL TRABAJO

El trabajo se estructura en siete grandes bloques empezando por una breve introducción sobre el tema que he elegido así como la justificación de esta elección. La segunda parte está dedicada al marco teórico conceptual de la ISR para ir entrando en materia y dejar claro el concepto que vamos a abordar durante los siguientes bloques así como el origen del mismo. En la tercera sección trato de contextualizar el momento en que está escrito el trabajo realizando una separación entre España y el resto de países para después describir la evolución de la ISR en su conjunto. El cuarto bloque es uno de los más importantes ya que se describe el objetivo que persigo en este trabajo y el consiguiente desarrollo, primero realizando un análisis cualitativo en el que se pone de manifiesto las

principales áreas estudiadas en materia de ISR y seguidamente paso a describir el producto por excelencia de la ISR: los FIRS. Para acabar con el análisis, me centro en el concepto más novedoso surgido a partir de la ISR, son las llamadas Inversiones de Impacto con características muy similares que llevan a pensar que se trata de la última evolución que ha sufrido el concepto de la ISR dado su carácter tan dinámico. El siguiente es el otro bloque más importante junto con el anterior ya que describe las principales conclusiones extraídas a lo largo de todo el trabajo. Para acabar, se muestra la bibliografía utilizada así como diferentes anexos para complementar la información y enriquecer el trabajo.

2. MARCO TEÓRICO CONCEPTUAL

2.1. CONCEPTO

La Inversión Socialmente Responsable (ISR) es una filosofía de inversión cuya particularidad es integrar las variables financieras tradicionales como la rentabilidad y el riesgo, con variables que consideramos extra-financieras (rentabilidad social y medioambiental) con el fin último de contribuir a una economía más sostenible. Actualmente a estas consideraciones sociales y medioambientales se les ha añadido el criterio de gobierno corporativo lo que a su conjunto se le conoce como criterios ASG (Ambientales, Sociales y Gobierno Corporativo). Por tanto, las inversiones ISR son aquellas que combinan los objetivos financieros con criterios ASG aunando así los valores y preocupaciones sociales de los inversores con sus objetivos financieros sin tener por ello una rentabilidad menor. Cabe destacar la importancia de distinguirla de la denominada inversión solidaria pues ésta última se caracteriza por donar parte de la rentabilidad obtenida. En este sentido, un producto solidario promueve la acción social pero no necesariamente la Responsabilidad Social Empresarial (RSE) ni la ISR y no tiene por qué considerar criterios extra-financieros en sus políticas de inversión. El factor económico es lo que diferencia la ISR de una actividad meramente altruista.

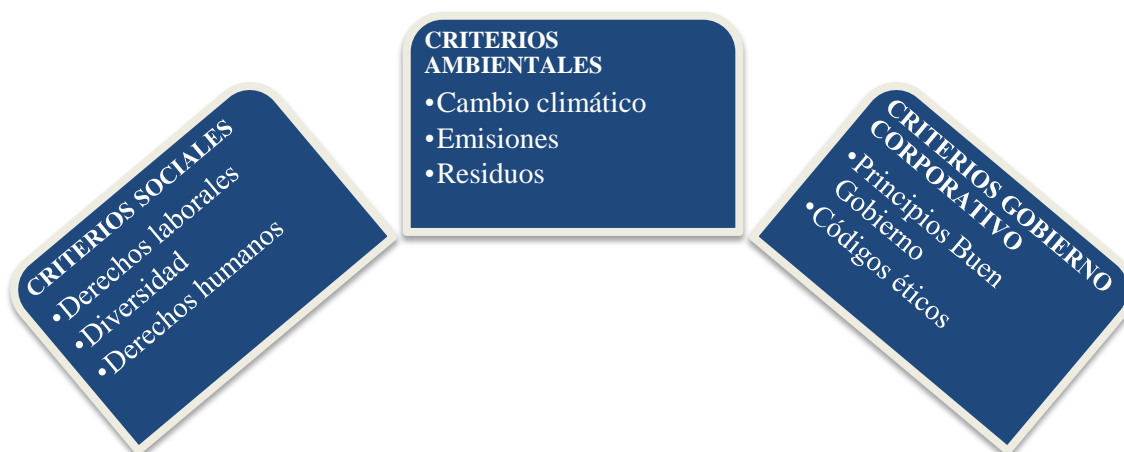


Figura 1. Ejemplos criterios ASG. Elaboración propia.

La ISR posee numerosos sinónimos (inversión ética, inversión sostenible...) debido al problema de su conceptualización originada por la continua evolución a lo largo de estos últimos años del concepto. En general, la tendencia es evitar el adjetivo ético y reemplazarlo por una terminología más relacionada con la responsabilidad social ya que hay cierta incomodidad al vincular lo ético con lo financiero. Existe un debate abierto

acerca de si la ISR se refiere realmente a fondos éticos o no ya que ciertos criterios pueden ser controvertidos y éticamente injustificables. La existencia de esta abundancia de términos lleva a confusión al disponer de infinidad de definiciones dependiendo del autor y su perspectiva. En el anexo 1 podemos ver algunas de ellas muy interesantes que he ido encontrando a lo largo de mi investigación. De todas ellas podemos extraer algunas características comunes de la ISR:

- Es una filosofía de inversión aplicable a todos los productos financieros: fondos de inversión, planes de pensiones individuales y de empleo, seguros de vida y fondos de capital riesgo entre otros. Dentro de ellos también se incluye el modelo de banca ética.
- Considera criterios financieros y extra-financieros para obtener una rentabilidad tanto financiera como social buscando la relación óptima del binomio rentabilidad-riesgo.
- Es una herramienta válida tanto para el inversor institucional como para el particular. Al igual que en la adquisición de cualquier otro producto financiero es importante previamente informarse de las características del mismo.
- Puede invertir en las diferentes categorías de inversión: activos monetarios, renta fija y renta variable.
- Tiene un impacto positivo en la sociedad y en el medioambiente ya que, al igual que el consumo responsable, la ISR es una herramienta más de promoción de las políticas responsables en las entidades en las que se invierte puesto que toma en consideración los intereses de las partes (trabajadores, consumidores...) y las organizaciones que las representan (sindicatos, organizaciones de consumidores...).

En definitiva, consideramos a la ISR como una filosofía de inversión que mezcla objetivos ambientales, sociales y de gobierno corporativo con objetivos puramente financieros. Por consiguiente, las llamadas empresas socialmente responsables son aquellas que responden a un estilo de gestión que se basa en el desarrollo sostenible descrito como aquel que satisface las necesidades de la sociedad actual sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer sus propias necesidades. En este sentido estamos ante un tipo de inversión que combina lo ético y lo moral, es decir, características sociales y éticas con actuaciones financieras.

2.2. ORÍGENES

Aunque la Inversión Socialmente Responsable es una tendencia actualmente en alza, sus orígenes son muy antiguos con una estrecha relación a las comunidades religiosas. Hace miles de años, la ley judía establecía que un judío no podía hacer negocios que violaran códigos éticos, morales o religiosos. Posteriormente en el siglo XVIII, algunos grupos de origen religioso, como los cuáqueros y los anabaptistas, animaban a sus feligreses a excluir de sus inversiones todas aquellas actividades que estaban vinculadas al tráfico de esclavos o a la producción de alcohol, tabaco y armamento ya que creían que no era ético lucrarse con actividades que dañaban el tejido moral de la sociedad. En EEUU, otros colectivos religiosos, en especial la Iglesia Metodista, se posicionaron en contra de las transacciones económicas que consideraban inmorales: alcohol, tabaco o pornografía y se creó en 1928 la llamada “Fundación Pionera”, que siguiendo criterios morales buscaba invertir éticamente.

Sin embargo, el origen de la actual ISR, tal y como la entendemos hoy en día, se remonta al clima acalorado del entorno socio-político vivido en EEUU en los años 60 como consecuencia de diversos acontecimientos. Era la época de la guerra del Vietnam y de una carrera armamentística descontrolada, de grandes daños medioambientales sin que existiese una legislación protectora. Ante esta situación, numerosas universidades estadounidenses se manifestaron en contra de la guerra y promovieron las desinversiones en empresas dedicadas a producir armas y electrónica militar. La gran sensibilización de la opinión pública estadounidense propició cambios en la actitud de los inversores y un ejemplo de ello fue la creación en 1971, por iniciativa de los metodistas, del primer Fondo de Inversión Socialmente Responsable (FISR), el Pax World Fund que respondía a la demanda de los inversores de excluir de sus operaciones a todas aquellas empresas estadounidenses vinculadas económicamente al mantenimiento militar de la guerra del Vietnam¹. Más tarde, ya en la década de los 80, la ISR fue utilizada como herramienta en contra de la política de Apartheid practicada por el gobierno en Sudáfrica con el objetivo de combatir y acabar con la discriminación racial en los puestos de trabajo de las empresas que operaban allí, lo que atrajo a un grupo más numeroso de inversores americanos. Las sociedades administrativas de los

¹ Calvo J.A. y Garayar A. (2009): “La inversión socialmente responsable como herramienta impulsora de mejores prácticas sociales y ambientales en las empresas”. En *XV Congreso AECA*. http://www.aeca1.org/pub/on_line/comunicaciones_xvcongresoaeeca/general.htm. [Consulta: 25/05/16].

fondos de pensiones de Nueva York y otras ciudades se deshicieron de aquellos valores de su cartera de fondo de pensiones pertenecientes a las organizaciones que hacía negocios en Sudáfrica. Todo ello sirvió para intensificar la sensibilidad de la población y el mundo empresarial, y la ISR pasó a un primer plano en la sociedad internacional. Así, comenzó a extenderse por Europa, especialmente en países como el Reino Unido y Francia, para consolidarse, posteriormente en la década de los 90.

Cabe destacar que en España el interés por la ISR es bastante reciente desarrollándose paralelamente al lanzamiento y comercialización en el mercado a finales de los 90, de los primeros fondos ISR. De hecho, el primer Fondo Ético, Iberfondo 2000, se constituye en 1994, y en 1997 el Iberfondo 2020 Internacional, ambos dirigidos tanto a inversores individuales como institucionales que exigían que sus inversiones fuesen respetuosas con los principios de la moral católica. Pero no es hasta mediados de 1999 cuando se crean en España un mayor número de este tipo de fondos, quizás porque hasta entonces no se había introducido regulación alguna. En Noviembre de 1999, la comisión ética de la Asociación de Instituciones de Investigación Colectiva y Fondos de Pensiones (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»,² que define los criterios que deben de cumplir los fondos de inversión para poder incluir en su denominación estos términos. Debido a esto, las empresas españolas interesadas en participar en este tipo de fondos se vieron obligadas a cumplir determinados requisitos éticos y de transparencia.

En definitiva, este tipo de inversión ha evolucionado a lo largo del tiempo desde un ámbito más restringido (religioso) a un público general.

2.3. TIPOS

El mercado de la ISR se puede dividir en inversión minorista (el denominado mercado retail) e institucional, según el Observatorio de la IRS³. El primero de ellos está

² INVERCO (1999): " 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 ". En SPAINSIF. <http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/1999-CIRCULAR%20IIC%20ETICAS.pdf> . [Consulta: 13/06/16].

³ NOVASTER (2015): " Observatorio de la ISR en España". En SPAINSIF. <http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/Observatorio%20ISR%20Espa%C3%B1a%202014.pdf>. [Consulta: 30/06/16].

compuesto básicamente por los ahorros e inversiones particulares que en España queda reducido a fondos de inversión ISR comercializados por instituciones financieras extranjeras. Por otra parte, entre los inversores institucionales encontramos, sobre todo los planes y fondos de pensiones de empleo, los fondos de pensiones públicos, las inversiones privadas de las instituciones religiosas, de las fundaciones y de las grandes organizaciones no gubernamentales. Todos estos instrumentos de inversión institucionales, en especial los planes y fondos de pensiones, por sus características estructurales, pueden ser uno de los marcos más favorables para integrar los criterios sociales, ambientales y de gobierno corporativo a las inversiones. Así, aunque en una primera fase fue el mercado minorista el que mostró mayor interés y ayudó a crear el mercado de la ISR, parece ser que en estos momentos de continua incertidumbre económica la inversión institucional se erige como un elemento capaz de consolidar e impulsar la expansión de la ISR en los mercados financieros, siempre teniendo en cuenta que el mercado institucional es más voluminoso que el minorista.

2.4. ESTRATEGIAS

La ISR se caracteriza por incorporar consideraciones sociales y ambientales en el proceso de toma de decisiones de inversión a través de tres estrategias principales: estrategia pasiva, estrategia activa e inversión social. A continuación algunos detalles de cada una así como las subdivisiones más importantes.

Estrategia pasiva

Consiste en aplicar criterios medioambientales, morales, éticos o sociales en las decisiones de inversión. Dentro de esta estrategia podemos distinguir dos tipos de criterios:

- **Criterios negativos:** también conocido como screening negativo, consiste en la exclusión de inversiones en empresas, sectores económicos o incluso países que estén involucrados en actividades controvertidas independientemente de la calidad de sus políticas y prácticas de responsabilidad social o ambiental en otros ámbitos. Se trata de una estrategia de inversión con una fuerte carga ideológica ya que el inversor evita colocar su dinero en compañías cuyas prácticas vayan en contra de sus valores morales.

- Criterios positivos: también conocido como screening positivo, consiste en la selección de un conjunto de empresas que cumplen con unos filtros establecidos con anterioridad para invertir en ellas. Dentro de este tipo cada vez es más común la utilización del conocido como “best in class” que no es otra cosa que seleccionar a las mejores empresas en base a criterios ASG dentro de un determinado sector, categoría o clase.

En el siguiente cuadro podemos ver ejemplos de criterios negativos y positivos utilizados en las ISR⁴.

Criterios negativos	Criterios positivos
Industria de alcohol y tabaco	Compromiso solidario con la sociedad
Degradación medioambiental	Protección del Medio Ambiente
Explotación laboral de menores	Respeto de los derechos fundamentales de los trabajadores
Juego	Promoción del desarrollo local o comunitario
Pornografía	de países en vías de desarrollo
Industria de armamento/material nuclear	Seguridad en el trabajo
Fomento de la violencia	Transparencia en la información
Utilización publicidad agresiva u ofensiva	Ayudas a la formación
Manipulación genética	

Cuadro 1. Ejemplos criterios estrategia pasiva ISR. Elaboración propia.

- Norm-based screening: se trata de una nueva modalidad ,dentro de las estrategias pasivas de la ISR, que consiste en analizar y seleccionar a las empresas esta vez utilizando como criterio el cumplimiento de normas internacionales sobre protección ambiental, derechos laborales, derechos humanos y anticorrupción propuestas por organismos internacionales. Como ejemplos de estas normas podemos citar la política social de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) o el Pacto Mundial de las Naciones Unidas.

Estrategia activa

Más conocida como Activismo Accionarial, consiste en el ejercicio de los derechos políticos con el fin de influir en las empresas en las que se invierte para fomentar que

⁴ Del Campo, J. I., Gordon, J. L. M., y Martínez, C. V. (2007):” Productos y servicios financieros socialmente responsables: situación actual y previsiones de crecimiento en las entidades financieras de economía social”. En *Dialnet*. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2480618.pdf> [Consulta: 01/08/2016]

éstas mejoren su rendimiento social y medioambiental así como adoptar una postura clara en su política respecto a los temas del desarrollo sostenible. El activismo de los accionistas se concreta en tres vías:

- Voto por delegación: consiste en proponer cambios en las políticas y estrategias de la empresa sobre temas ASG para que sean votadas en las asambleas de accionistas.
- Desinversión: informar públicamente a los accionistas sobre la venta de acciones de algunos inversores que no están de acuerdo con las políticas de la empresa.
- Engagement o diálogo constructivo: se trata de desarrollar vías de diálogo con el equipo directivo con el fin de impulsar o adoptar políticas de responsabilidad social. Puede darse en dos ámbitos:
 - Privado: participan únicamente el inversor institucional y los órganos directivos de la empresa.
 - Público: involucra a otros grupos de interés en la junta general de accionistas.

Inversión social

Estrategia que consiste en secundar una actividad o una causa a través de inversiones que buscan una rentabilidad tanto social como financiera. Las opciones más comunes son⁵:

- Inversión en la comunidad: inyección de capital en comunidades, individuos, proyectos y empresas que no tienen acceso a financiación en el mercado tradicional.
- Banca social: su política de inversión se dirige en exclusiva a empresas y organizaciones con objetivos sociales.
- Fondos de capital riesgo social: incorporación de criterios sociales y ambientales en la gestión de fondos de capital riesgo para facilitar financiación y asistencia técnica a empresas cuya misión es ofrecer soluciones a problemas de tipo social o ambiental.

⁵ Vargas Escudero, L. (2006): *Mitos y realidades de la responsabilidad social corporativa en España: un enfoque multidisciplinar*. Cívitas, S.A.Cap. XIV. Págs.: 281-300.

Para tener una visión global de todas las estrategias descritas, podemos observar la figura 2.

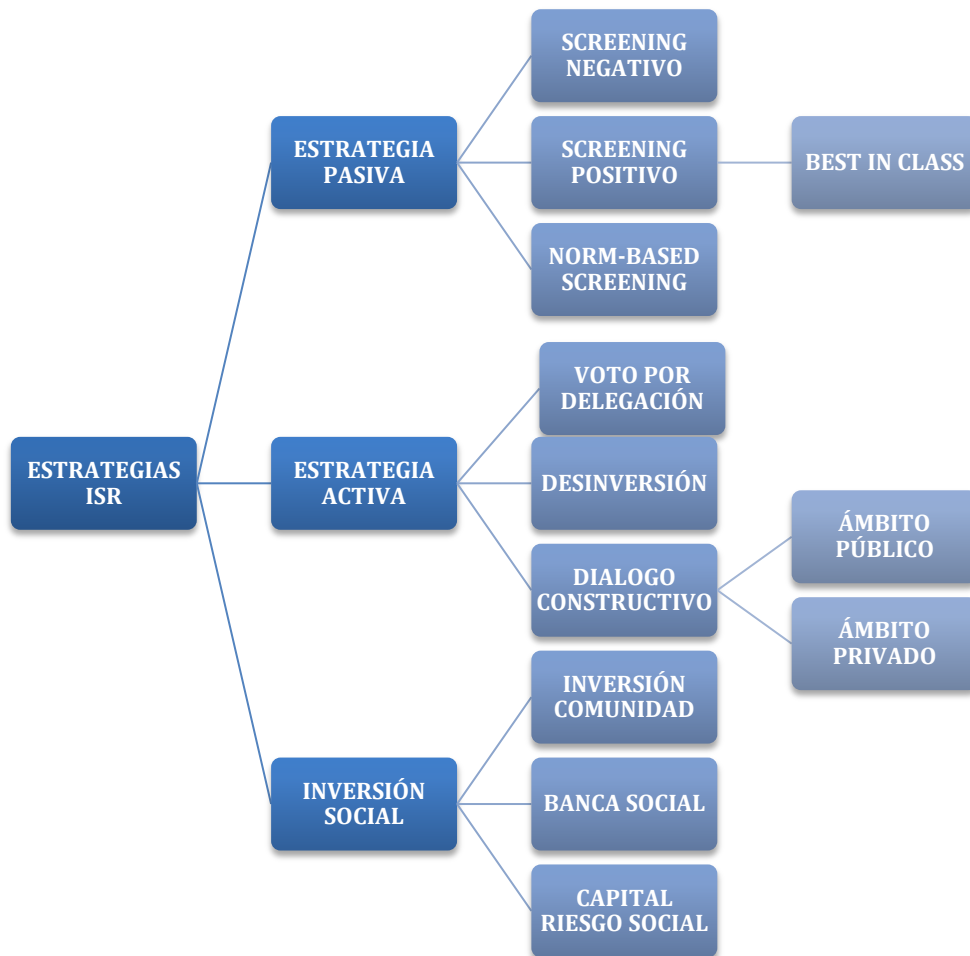


Figura 2. Estrategias ISR. Elaboración propia.

Como vemos, la ISR puede tener diferentes estrategias que van desde visiones más restrictivas de exclusión a enfoques que pretenden integrar todos los factores de riesgo en los modelos de valoración mediante la introducción explícita de criterios ASG en la gestión de riesgos del análisis financiero tradicional. Esta es sólo una de las numerosas clasificaciones de estrategias realizadas por diferentes autores. En el anexo 2 podemos ver otra clasificación muy interesante en la que se añade la integración de criterios ASG en las inversiones como una estrategia aparte.

3. SITUACIÓN ACTUAL

En los últimos años se ha experimentado por parte de los inversores un aumento del interés por la ISR. Al principio se limitaba sólo a la preocupación por cuestiones medioambientales pero este interés ha ido evolucionando hasta convertirse en la actualidad en un concepto más complejo, abarcando no sólo las mencionadas cuestiones medioambientales, sino también enfocado hacia actividades referentes al ámbito social así como al buen gobierno corporativo. Por tanto, como dijimos en el anterior apartado, se trata de un concepto dinámico y en continua evolución que se ha redefinido en este siglo.

Según el último informe de la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)⁶ el mercado global de la ISR ha seguido creciendo tanto en términos absolutos como relativos pasando de 13,3 miles de millones de dólares a finales de 2012 a 21,4 miles de millones de dólares en 2014 casi un 30,2% del total de inversiones que se realizan en el mundo. Es una cantidad bastante considerable teniendo en cuenta el actual entorno financiero afecta todavía por la crisis vivida y soportando aun fuertes presiones. Este crecimiento se debe a varios factores. Por una parte, existe una mayor concienciación a nivel corporativo, académico y de medios de comunicación acerca de la importancia de factores éticos y sociales como la RSC. Además, existe un mayor acceso a la información, gracias al gran avance de las telecomunicaciones, sobre opciones de inversión más sostenibles. Por otro lado, la madurez de este mercado también lo podemos observar en la creación de índices de sostenibilidad, foros de inversión a nivel mundial, iniciativas de organizaciones internacionales (como el Pacto Mundial y los Principios de la ONU) y agencias especializadas en ISR (la más conocida EIRIS en el Reino Unido).

3.1. ISR EN ESPAÑA

De forma global, la valoración de la situación de la ISR en España no es positiva lo que lleva a concluir al observatorio IPES-ESADE⁷, además de a varios autores, la existencia de un círculo vicioso en nuestro país que obstaculiza el desarrollo de la ISR: la falta de

⁶ GSIA (2015): "Global Sustainable Investment Review". En GSIA. <http://www.gsi-alliance.org/members-resources/global-sustainable-investment-review-2014/> [Consulta: 01/06/16].

⁷ Arenas, D.; Albareda, L., y Balaguer, M. R. (2006): "Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable en España" *IPES-Esade, Fundación Caixa Sabadell*.

conocimiento sobre estos productos por parte de los inversores limita la demanda lo que a su vez limita la oferta por parte de las entidades financieras (figura 3).



Figura 3. Círculo vicioso IRS España. Elaboración propia.

Por su parte, EUROSIF en su último informe sobre la ISR en España⁸ resume los principales factores que pueden explicar esta situación en cuatro bloques diferenciados (figura 4).



Figura 4. Factores explicativos desarrollo tardío IRS España. Elaboración propia.

En resumen, existe una menor tradición de invertir en acciones en nuestro país y esto añadido a la poca costumbre del consumidor español de exigir información sobre el uso

⁸ SPAINISIF (2012): " La ISR en España". En *SPAINISIF*. http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/spainsif_informe_2012_web_1.pdf [Consulta: 12/06/16].

que se da a su dinero y a solicitar productos financieros innovadores, provoca que exista una confusión entre responsabilidad y solidaridad que, por su parte, la oferta incrementa por su falta de interés derivada de la escasa formación proporcionada a los agentes encargados de promocionar la ISR. A todos estos hechos desencadenantes del retraso de la ISR en España, le añadimos la ausencia de un marco regulatorio encargado de clarificar el concepto e incentivar la ISR desarrollando un proyecto colectivo en el que participasen todos los actores implicados⁹.

Sin embargo, cabe destacar que en estos últimos años, en parte a causa de los grandes escándalos de compañías multinacionales y de las prácticas abusivas de ciertos grupos empresariales, los conceptos de ISR y RSC están resurgiendo logrando que los intereses corporativos se giren poco a poco hacia un foco de ISR. Esto ha provocado que la denuncia de la actividad socialmente responsable sea cada vez más frecuente a medida que los inversores, clientes y otras partes interesadas exigen una mayor transparencia en todos los aspectos de los negocios. En este sentido, desde que comenzó la crisis financiera cada vez son más las gestoras que están reorientando sus estrategias para centrarse en ámbitos sociales, ambientales y de gobierno corporativo.

3.2. COMPARACIÓN CON OTROS PAÍSES

En términos generales, hay un evidente crecimiento de la ISR a nivel mundial. La mayor se encuentra sobre todo en Europa, EEUU y Canadá, que representan casi un 96% del total global (según datos del último informe de EUROSIF)¹⁰. Sin embargo, como he adelantado en el apartado anterior, este crecimiento no es homogéneo en todos los países debido a la existencia de diferencias notables entre los mercados financieros derivadas del tratamiento legislativo pero también por factores históricos, culturales y socioeconómicos. En la figura 5 podemos ver con mejor perspectiva las diferencias entre países.

⁹ Balaguer, M. R. (2007): "El desarrollo de la inversión socialmente responsable en España". *Documentación Social*, 1 (146), Págs.63-78.

¹⁰ EUROSIF (2015): " European SRI Study". En *EUROSIF*.
<http://www.eurosif.org/publication/view/european-sri-study-2014/> [Consulta: 11/07/16].



Figura 5. La ISR en el mundo. Fuente: IESE Business School. La ISR: una opción comprometida con el bienestar, Cuadernos de la Cátedra “La Caixa” (2012).

EEUU es el país donde el mercado de la ISR cuenta con más instrumentos y está más desarrollado. Por su parte, Europa, pese a que sigue en la distancia a este último en cuanto a cifra de activos, cuenta con un mercado de ISR cada vez más maduro. Dentro de Europa, es el Reino Unido el país donde la ISR está creciendo a mayor velocidad, apoyado por dos eventos importantes. Por un lado, la SRI Pensions Disclosure Regulation introducida en 2002 que requiere que los fondos de pensiones indiquen si toman en consideración criterios ASG. Por otro lado, ha sido la aplicación por parte de un creciente número de empresas aseguradores de criterios de ISR en sus fondos de renta variable. Los demás países como Suecia, Francia, Holanda o Noruega también han tenido una tendencia al alza evidente y se consideran punteros en esta materia, cosa que en España no ha ocurrido. El panorama español de la ISR cuenta con una limitada gama de productos en comparación con el resto de países de Europa ya que siguen primando los criterios financieros tradicionales.

3.3. EVOLUCIÓN

Desde sus orígenes, la ISR ha evolucionado, al igual que han evolucionado los mercados financieros. Así, en un principio, la IRS tuvo una motivación básicamente moral, ideológica o social y se centró en la exclusión de determinados sectores industriales, es lo que se conoce como ISR de primera generación. Más adelante, se recondujo de una idea negativa a otra más positiva apostando por la inclusión en las inversiones de empresas con buenas prácticas en el ámbito económico, social y medioambiental, es la llamada ISR de segunda generación. La tercera generación se

basó en elegir a las mejores empresas de cada sector de actividad acercándose cada vez más al concepto de sostenibilidad, problemática que cobra importancia entre los inversores y que tendrán que tener en cuenta las empresas a la hora de orientar estratégicamente su negocio. Por último, existe una cuarta generación en la que se añade una nueva dimensión que tiene en cuenta que la información presentada por las compañías esté verificada por una organización externa e independiente. Complementariamente, para las empresas que se incorporan a esta cuarta generación, resulta fundamental establecer mecanismos de validación y comunicación con los diferentes grupos de interés (stakeholders)¹¹. Para impulsar el enlace entre los grupos de interés y las empresas han ido apareciendo diferentes herramientas que describimos a continuación.

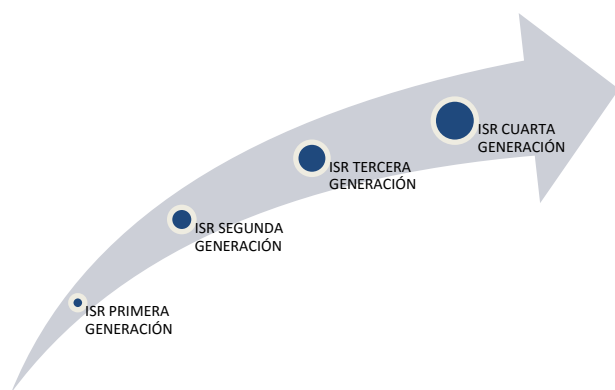


Figura 6. Evolución IRS. Elaboración propia.

3.3.1. ÍNDICES DE SOSTENIBILIDAD

Son índices de reciente creación, también llamados Índices ISR, que, al igual que los índices bursátiles tradicionales, son indicadores de la evolución de los títulos más representativos de un mercado bursátil, en este caso de los mercados socialmente responsables. Además de ser una medida representativa de la totalidad del mercado sirven como referencia para la gestión de carteras socialmente responsables. Según la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, la pertenencia a este tipo de índices proporciona a las empresas una serie de ventajas, tales como facilidad para acceder a ser empresa seleccionada en FISR, información comparativa con otras

¹¹ Sánchez, P., Rodríguez, M.A., Ricart, J.E., Capdeville, S. y Gai, E. (2004): “La inversión socialmente responsable: Evolución, tendencias e implicaciones para la dirección de empresas”, *Documento de Investigación del IESE*. Nº 464.

empresas en materia de sostenibilidad y aumento de la difusión de una imagen de compañía implicada con su entorno.

Los índices ISR más importantes y conocidos, en general, son los índices de la familia FTSE, los MSCI Global Socially Responsible Indices, el Domini 400 Social Index y los pertenecientes a la familia de Dow Jones Sustainability. En abril de 2008, el FTSE amplió su serie de índices para incluir el Índice FTSE4Good Ibex en el mercado español.

La existencia de índices bursátiles socialmente responsables es un indicador del grado de madurez de los mercados financieros y uno de los principales impulsos para el desarrollo de la ISR. Sin embargo, es importante recalcar que estos índices sostenibles se construyen a partir de un universo de empresas, generalmente las más grandes, que son seleccionadas, en primera instancia, bajo criterios puramente financieros.

3.3.2. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN

Paralelamente al desarrollo de estos índices surgieron también las agencias de análisis de sostenibilidad (agencias de rating ISR). Son entidades que recopilan, analizan y organizan la información acerca de los criterios ASG de las compañías cotizadas poniendo a disposición de los inversores información homogénea y comparable para una mejor configuración de sus inversiones. Para definir los criterios de análisis estas agencias tienen en cuenta las convenciones internacionales como la OIT, la Declaración Universal de Derechos Humanos y las recomendaciones de la OCDE, y el rating social suele incluir tres niveles de análisis, el medioambiental, el social y el corporativo¹².

Un ejemplo es la agencia Sustainability Asset Management (SAM), cuya sede está en Suiza, que se encarga entre otras tareas de realizar la selección de las compañías a incluir en el Dow Jones Sustainability Index.

3.3.3. GRI

Global Reporting Initiative (GRI) es una organización constituida, en 1997 en EEUU, por iniciativa conjunta de dos organizaciones no gubernamentales, la Coalición de

¹² Escrig, E., Fernández, M^a A. y Muñoz, M^a J. (2006):” Inversión Socialmente Responsable: Criterios de Valoración y Análisis de ISR seguido por los Índices y Agencias de Análisis de Sostenibilidad”, *Proyectos de Investigación CICYT*
http://www.academia.edu/8604506/inversi%C3%93n_socialmente_responsable_criterios_de_valoraci%C3%93n_y_an%C3%81lisis_de_isr_seguidos_por_los_%C3%8Dndices_y_agencias_de_an%C3%81lisis_de_sostenibilidad [Consulta: 08/08/2016].

Economías Responsables del Medio Ambiente (CERES) y el Programa de Medio Ambiente de las Naciones Unidas (PNUMA) con el objetivo de impulsar la elaboración de memorias de sostenibilidad en todo tipo de organizaciones para una mejor interpretación por parte de los grupos de interés. Estas memorias de sostenibilidad son un nuevo tipo de informe de carácter público que recoge toda la actividad económica, social y medioambiental realizada por la empresa en el ámbito de la RSC cuya publicación ha ido en aumento estos últimos años acelerando la necesidad de proporcionar credibilidad y legitimación a la información suministrada. Para la elaboración de estas memorias pone a disposición de las empresas una serie de principios como indicadores de sostenibilidad (figura 7). En este sentido, GRI elabora y difunde anualmente una lista internacional de empresas que realizan memorias de sostenibilidad así como la calificación otorgada a dichas memorias una vez evaluada la información contenida en las mismas.

Materialidad	La memoria contendrá información sobre los relevantes efectos sociales, ambientales y económicos de la organización.
Participación	Describir como se han cubierto los intereses de los principales grupos de interés.
Contexto de sostenibilidad	Determinar como contribuirá la organización en la mejora de las condiciones económicas, ambientales y sociales.
Exhaustividad	La cobertura de los indicadores de la memoria deben ser suficientes para reflejar los impactos sociales, económicos y ambientales y permitir una evaluación del desempeño.
Equilibrio	La memoria deberá reflejar los aspectos positivos y negativos del desempeño de la organización para permitir su valoración.
Comparabilidad	La información debe ser recopilada, seleccionada y divulgada de forma consistente, permitiendo un análisis de los cambios experimentados.
Precisión	La información debe ser precisa y suficientemente detallada como para que los grupos de interés puedan valorar el desempeño de la organización.
Periodicidad	La información se presentará a tiempo y siguiendo un calendario periódico de forma que los grupos de interés puedan tomar decisiones
Claridad	La información debe exponerse de forma comprensible y accesible
Fiabilidad	Tanto la información como los procesos de recopilación, análisis y presentación deberán hacerse de tal forma que puedan ser sujetos a examen y valoración de su calidad.

Figura 7. Principios GRI. Elaboración propia.

4. PROPUESTA

La ISR es un concepto relativamente reciente que se está extendiendo poco a poco pero que aún le falta para llegar a ser un mercado maduro comparable al que tenemos en la actualidad. Es por esta razón que me ha parecido interesante realizar en lugar de un análisis cuantitativo, recurrir al uso de una metodología cualitativa con el objetivo de obtener información que refleje el contenido y significado de la literatura previa empírica acerca de la ISR. Por tanto, se ha procedido a realizar un examen exploratorio de los principales artículos que estudian los aspectos más destacados de la ISR para posteriormente centrarnos en el producto más desarrollado y estudiado, los Fondos de Inversión Socialmente Responsable en contraposición del más novedoso, las inversiones de impacto.

4.1. ANÁLISIS CUALITATIVO

La ISR se ha extendido y materializado de diversos modos y en distintos espacios: creación de foros de ISR, fomento y difusión de los Principios de Inversión Responsable (PRI) de la ONU, creación de diversos índices socialmente responsables y de agencias de calificación, entre otros. En consecuencia, este nuevo panorama ha atraído el interés en las ISR por parte de los sectores académicos, la opinión pública, los consumidores y los medios de comunicación.

La literatura existente sobre ISR es muy amplia, aunque existen tres grandes bloques en los que se han centrado la mayoría de los artículos publicados en los últimos años¹³: rentabilidad de las ISR, análisis de los Índices Socialmente Responsables y estudio de los FISR.

Rentabilidad

La principal consideración que surge en torno a la ISR se refiere a su capacidad para competir, en términos exclusivamente financieros, con las inversiones consideradas convencionales. Esto es debido al hecho de que puede pensarse en un principio que la inclusión de criterios ASG limita las opciones de inversión implicando la obtención de

¹³ Cañal, V., Antomil, J. y Rodríguez M.V. (2008): “La selección de carteras socialmente responsables: revisión crítica de la literatura”. *Revista Electrónica de Comunicaciones y Trabajos de ASEPUMA*. Nº 9. Págs.: 147-172.

unas rentabilidades inferiores¹⁴. Existe un importante debate teórico al respecto del cual surgen diferentes líneas. Son tres las posibles respuestas a esta pregunta siguiendo a Hamilton Statman (1993)¹⁵:

- “No effect” (sin efecto): las rentabilidades de las ISR son similares a las de las inversiones convencionales.
- “Doing good but not so well”: las rentabilidades de las ISR son menores.
- “Doing well while doing good”: las rentabilidades de las ISR son mayores.

La mayoría de los estudios concluyeron que no hay evidencia significativa alguna de una diferencia entre la rentabilidad de la ISR y la de las inversiones convencionales, es decir, se cumpliría la hipótesis de “no effect” (Hamilton et al., 1993; Gregory et al., 1997, Reyes y Grieb, 1998; Goldreyer et al., 1999; Statman, 2000; Bauer et al. 2005). Además, hay algunos autores que sugieren que las ISR pueden situarse por encima de la media del mercado (Luther et al., 1992; Mallin et al., 1995; Viederman y Camejo, 2000)¹⁶. En el anexo 3 se detallan los diferentes estudios que acabamos de nombrar así como sus referencias. En esta misma línea, es importante destacar el estudio realizado por Basso y Funari (2012) en el que remarcan a través de un análisis con un modelo DEA que los dos tipos de inversiones, ISR y convencional, explícitamente tienen el mismo resultado económico¹⁷.

Índices Socialmente Responsables

Otra gran línea de investigación es la basada en los Índices Socialmente Responsables o Índices Sostenibles de reciente creación que, como veíamos en el punto anterior, su objetivo es facilitar y servir como referencia a la hora de gestionar la ISR. La mayoría de los estudios se centran de nuevo en comparar los rendimientos de estos índices con los índices convencionales.

¹⁴ Miralles Marcelo, J.L. y Miralles Quirós, M.M. (2012): “Performance bursátil de las empresas socialmente responsables”. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*. Vol. 15 nº 4. Diciembre. Págs.: 221-230.

¹⁵ Hamilton, S. y Statman, M. (1993):” Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds”. *Financial Analysts Journal*. Nº 49. Diciembre. Págs.: 62-66.

¹⁶ Balaguer, M. R. (2007):”El desarrollo de la inversión socialmente responsable en España”. *Documentación Social*, 1 (146), Págs.63-78.

¹⁷ Basso, A. y Funari, S. (2012):” Constant and variable returns to scale DEA models for socially responsible investment funds”. En *UNIVE*.
http://www.unive.it/media/allegato/DIP/Economia/Working_papers/Working_papers_2012/WP_DSE_basso_funari_20_12.pdf [Consulta: 02/08/2016].

En este sentido, Schröder (2005)¹⁸ compara entre sí los rendimientos de 29 índices socialmente responsables y los confronta con los rendimientos de sus índices convencionales de referencia obteniendo evidencia de que no hay una desviación estadísticamente significativa en el rendimiento, mientras que por el contrario, en cuanto al riesgo, sí observa que muchos de los índices ISR tienen un perfil más arriesgado que los convencionales. También Statman (2006)¹⁹ realiza una comparativa entre los rendimientos de cuatro índices ISR y el convencional S&P 500 para el período 1990-2004. Los resultados a los que llega ponen de manifiesto que en general, los rendimientos de los índices socialmente responsables son superiores a los del S&P 500 concluyendo también que las correlaciones entre todos los índices son elevadas.

En referencia al mercado español, Charlo et al (2012)²⁰ realizan un estudio para verificar si las empresas del índice sostenible FTSE4Good IBEX presentan diferencias en el rendimiento respecto a las empresas incluidas en su índice de referencia, el IBEX. Obtienen evidencia de que, de entre las variables consideradas, aquellas que más contribuyen a diferenciar entre ambos grupos de empresas son el endeudamiento (mayor en empresas ISR) y el tamaño (también mayor en empresas ISR). Adicionalmente, concluyen que las empresas que forman parte del índice socialmente responsable obtienen una mayor rentabilidad en el mercado durante el período de estudio (2007-2008).

FISR

Desde los inicios de la ISR se ha centrado gran parte de la atención en los Fondos de Inversión Socialmente Responsables. Es por ello que dedicamos el apartado siguiente a su descripción.

Respecto al estudio de los FISR, existe una amplia evidencia empírica centrada en su mayor parte en los mercados de EEUU y Reino Unido. Así, Statman (2000)²¹, con anterioridad a estudiar los índices sostenibles, compara para el período de 1990-1998

¹⁸ Schröder, M. (2005): "Is There a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices". *Journal of Business Finance and Accounting*. Nº 34. Págs.: 331-348.

¹⁹ Statman, M. (2006): "Socially Responsible Indexes". *The Journal of Portfolio Management*. Vol. 32 nº. 3. Págs.:100-109.

²⁰ Charlo, M. J., Moya, I. y Muñoz, A. M. (2012): "Factores diferenciadores de las empresas del índice de responsabilidad español". *Cuadernos de Gestión*. Vol. 13 nº 2. Págs.: 15-37

²¹ Statman, M. (2000): "Socially Responsible Mutual Funds". *Financial Analysts Journal*. Vol. 56 nº4. Págs.: 30-39.

los rendimientos de los FISR con los convencionales en el mercado americano llegando a la conclusión que estos rendimientos no son significativamente diferentes entre un tipo de fondo y otro. Por su parte, Bauer et al (2005)²² llegan al mismo resultado analizando el rendimiento de los FISR esta vez de los mercados de EEUU, Inglaterra y Alemania para el período comprendido entre 1990 y 2001. Adicionalmente, otro resultado interesante que obtienen es que para llegar a esta situación de igualdad en comparación con los fondos convencionales, los FISR superaron una primera fase de aprendizaje.

En la misma línea se sitúa el trabajo de Climent y Soriano (2011)²³ centrado en el mercado estadounidense de los fondos de inversión pero esta vez enfocándose en el aspecto medioambiental para el período 2001-2009. Aun así, llegan a unas conclusiones análogas a las anteriores y nuevamente constatan la existencia de una fase de aprendizaje.

Para el caso de los FISR en el mercado español, Albareda y Balaguer (2007)²⁴ llevan a cabo un estudio similar a los anteriores concluyendo que los FISR en España pueden ser tan rentables como los fondos convencionales. También Fernández Sánchez y Luna Sotorrio (2006)²⁵ analizan, entre 2000 y 2004, FISR y fondos convencionales a partir de datos de Infobolsa y no obtienen diferencias estadísticamente significativas. Deducen que la gestión de los fondos, y no su naturaleza, determina su rentabilidad, y por tanto los FISR presentan una rentabilidad similar a los convencionales.

En contraposición a lo anterior, Gregory et al. (1997)²⁶ detectan un mayor riesgo en los FISR que en los fondos convencionales. Siguiendo con la teoría de selección de carteras, al emplear criterios de selección más restrictivos se reducen con creces las posibilidades de inversión así como de diversificar el riesgo. Otro estudio es el que

²² Bauer, R., Koedijk, K. Y Otten, R. (2005): "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style". *Journal of Banking and Finance*. Vol. 29 nº7. Págs.: 1751-1767.

²³ Climent, F. y Soriano, P. (2011): "Green and Good? The Investment Performance of US Environmental Mutual Funds". *Journal of Business Ethics*. Nº103 Págs.: 275-287.

²⁴ Albareda L. y Balaguer M.R. (2007): "Análisis comparativo de la rentabilidad financiera de los fondos de inversión socialmente responsables en España". *Análisis financiero*. Nº105. Págs.: 34-44.

²⁵ Fernández Sánchez, J.L. y Luna Sotorrio, L., (2006): "Análisis comparativo de eficiencia de los fondos de inversión sociales españoles frente a los fondos de inversión tradicionales en el periodo 2000-2004". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Nº 128. Págs.: 181-197.

²⁶ Gregory, A.; Matakó, J. y Luther, R.(1997) : " Ethical unit trust financial performance: small company effects and fund size effects". *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 24, nº 2. Págs.: 705-725.

realiza Mill (2006)²⁷ analizando un fondo convencional que con posterioridad se transforma en un FISR, comprueba que se tras el cambio, la volatilidad aumenta pero se estabiliza en el largo plazo.

Como vemos, lo más estudiado, aunque centrado en diferentes ámbitos de la ISR, es la rentabilidad puesto que es la principal razón por la que se realizan inversiones de cualquier tipo y como ya hemos apuntado en alguna otra ocasión la ISR no deja de ser una inversión.

Cabe destacar otros análisis muy interesantes, pero menos frecuentes, que se han realizado al margen de los tres bloques principales que acabamos de describir:

- Konar y Cohen (2001)²⁸ estudiaron la relación entre las prácticas sociales de las empresas y su influencia sobre el valor de sus activos. Llegaron a la conclusión de que las malas prácticas sociales y la correspondiente reputación medioambiental negativa derivada de ello, tiene para la empresa efectos negativos sobre el valor de sus activos intangibles.
- San-Jose y Esnal (2014)²⁹ analizan el proceso de decisión de las ISR y desarrollan un modelo determinante con el fin de obtener eficiencia en dicho proceso. En su análisis concluyen que las entidades gestoras deben ser transparentes y establecer sus procesos decisionales de forma actualizada, formar a sus empleados y además, cumplir con la legislación vigente, algo que parece muy lógico pero que desafortunadamente no ocurre con frecuencia.
- González Fernández y González Velasco (2012)³⁰ estudian el rendimiento y riesgo de fondos de inversión considerados no convencionales: FISR, fondos Behavioral Finance y Vice Fund. En sus resultados muestran que no existen diferencias estadísticamente significativas entre las rentabilidades de las tres categorías de fondos pero sí en sus volatilidades. Al analizar dos períodos

²⁷ Mill, G.A. (2006): "The financial performance of a socially responsible investment over time and a possible link with corporate social responsibility". *Journal of Business Ethics*. Nº 63. Págs.: 131-148.

²⁸ Konar, S. y Cohen, M.A., (2001): "Does the market value environmental performance?". *Review of Economics and Statistics*. Nº 83. Págs.: 281-289.

²⁹ San-Jose, L. y Esnal, P. (2014): "Propuesta de un modelo determinante de las ISR". *Revista de Dirección y Administración de Empresas* .Nº 21. Diciembre. Págs.: 102-118.

³⁰ González Fernández M. y González Velasco C. (2012): "¿Difiere la rentabilidad y el riesgo en los fondos de inversión no convencionales?". *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*. Vol.16 nº3. Septiembre. Págs.: 194-204.

alcistas y un bajista se contrasta que los FISR presentan rentabilidades superiores en el segundo período alcista obteniendo mejores resultados en el largo plazo.

- Cañal- Fernández y Caso-Pardo (2014)³¹ realizan un análisis en España sobre la caracterización del perfil del inversor español socialmente responsable. En sus resultados obtienen que las características que definen el perfil más interesado en los aspectos sociales son: hombre joven, con estudios superiores, con responsabilidades familiares, religioso, con un nivel de renta medio y una estrategia de inversiones bastante conservadora.

En resumen de todo lo expuesto hasta ahora en este apartado, observamos que efectivamente existe clara evidencia empírica de una correlación positiva entre el rendimiento social y financiero. Se han realizado numerosos estudios en torno a la ISR en diferentes mercados financieros en distintos intervalos de tiempo con metodologías variadas y en todos ellos no se ha obtenido evidencia de que existan diferencias estadísticamente significativas en cuanto a rentabilidad. Por tanto, podemos decir que la ISR es una opción más que los inversores deberían tener en cuenta y barajar la posibilidad de invertir de una forma socialmente responsable sin comprometer esa rentabilidad deseada y comprobar que, al contrario de lo que la mayoría piensa, sí ofrecen un valor añadido. Aunque es difícil concluir taxativamente que siempre existe una correlación positiva entre la RSC y el desempeño financiero, si se ha podido constatar que los productos financieros diseñados bajo criterios ASG son, al menos, tan rentables como los convencionales, es decir, la rentabilidad es neutral, condición necesaria para lograr el éxito de la ISR ya que si, por el contrario, la rentabilidad fuese distinta éste sería un factor determinante de su éxito o fracaso³². En este caso se trata de buscar no sólo una rentabilidad económica sino también una rentabilidad social, es decir, un efecto positivo para la sociedad cada vez más valorable para el inversor que también evoluciona con el paso del tiempo y quieren inversiones consecuentes con sus valores y creencias recurriendo al uso de la información social por parte las empresas y gestoras. Éstas últimas tienen un papel muy importante en el desarrollo de los FISR para

³¹ Cañal- Fernández, V. y Caso-Pardo, C. (2014): “Caracterización de los inversores españoles: la influencia de la inversión socialmente responsable”. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* .Vol. 43 nº1. Págs.: 69-90.

³² Gómez-Bezares, F., Muñoz, F y Vargas M. (2013). “The cost or benefit of socially responsible investment”. *Harvard Deusto Business Research*. Vol. II, nº 2. Diciembre. Págs.: 102-129.

fomentar la confianza y con ella la demanda contribuyendo a que el mercado de la ISR madure.

Por último, hacer mención al mercado español de la ISR sobre el cual aún no existen tantos estudios debido al menor desarrollo de este tipo de inversión. Aun así, se contrasta también que no existen diferencias significativas en cuanto a rentabilidad y se deduce que en los FISR es su gestión el factor determinante de la rentabilidad³³. Además, como hemos visto, se realiza un análisis muy interesante sobre el perfil del inversor socialmente responsable español.

4.2. FONDOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLES

Los Fondos de Inversión Socialmente Responsables (FISR) son el principal instrumento y uno de los productos de mayor desarrollo dentro de la ISR y es por ello que dedicamos este apartado a su análisis para entender mejor la evolución de la ISR.

Los FISR son Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) cuyo objetivo es dirigir el ahorro hacia aquellas empresas que, de acuerdo con el ideario del fondo, cumplan con los criterios en él reflejados. En otras palabras, introduce criterios de preselección en las actuaciones empresariales estableciendo una metodología que no se limita exclusivamente a criterios y técnicas económico-financieros, sino que incluye una preselección de la cartera de inversiones desde unos parámetros éticos y socialmente responsables. Este enfoque inversor pretende contribuir a mejorar las condiciones de vida de la sociedad y a un desarrollo sostenible del planeta.

Los FISR tienen dos objetivos fundamentales. En primer lugar, ofrecen a los inversores la oportunidad de que inviertan a partir de sus valores éticos y principios, lo que en el ámbito financiero se traduce en la exclusión/ inclusión de las empresas en el catálogo de valores invertibles. En segundo lugar, el hecho de valorar las empresas por sus actuaciones sociales, medioambientales y de gobierno corporativo (criterios ASG) fomenta el desarrollo en éstas de políticas de responsabilidad social. Así, su finalidad consiste en conseguir una triple línea de performance: social, medioambiental y financiera.

³³ Albareda L., Balaguer M.R. y Lozano J.M. (2008): “La inversión socialmente responsable en España: El screening de los fondos de inversión socialmente responsables”. *Revista de Contabilidad y Dirección*. N°7. Págs.: 77-101.

Al respecto, el FISR puede asumir tres actitudes:

- Rol pasivo: el fondo se limita a responder a la demanda de los inversores.
- Rol activo: el fondo propone productos ISR a inversores privados.
- Rol de influencia: el fondo negocia con las empresas para que formen parte de su cartera ISR exigiéndoles que asuman criterios ASG.

Además, los FISR incorporan en su estructura una serie de elementos que les permiten introducir sus propios criterios en los procesos de toma de decisiones de inversión (Lozano y Albareda 2001)³⁴:

- Política de ISR que define los criterios del fondo. También se conoce como ideario ético y debe aparecer en el Folleto del fondo.
- Preselección del catálogo o universo de valores invertibles (screening).
- Equipos de investigación sobre RSC. Pueden ser equipos internos de la gestora o externos a ella.
- Institución de Control independiente (Comisión Ética).

Como vemos, los elementos que configuran los FISR son los mismos que los que estructuran un fondo convencional pero con el añadido de realizar una preselección del catálogo de valores invertibles a partir de criterios ASG. Es importante subrayar que el hecho de que un FISR incorpore ciertos valores en su cartera no debe interpretarse como un rechazo del carácter social o ecológico de las empresas no incluidas ya que los criterios e indicadores varían dependiendo de la política de los inversores y los intereses de la gestora. En el anexo 4 podemos ver los FISR comercializados en España.

4.2.1. PRINCIPIOS

Para clarificar y dar una mayor transparencia al establecimiento de criterios en los FISR, se han establecido una serie de principios entre los cuales podemos destacar los siguientes (Joly, 1993)³⁵:

³⁴ Lozano, J.M. y Albareda, L. (2001): "Observatorio de los Fondos de Inversión Éticos, Ecológicos y Solidarios en España". En *IPES-ESADE*. http://itemsweb.esade.edu/wi/research/iis/pdfs_web/Fons_Etic.pdf [Consulta: 10/08/2016].

³⁵ Joly, C. (1993): "Ethical demands and requirements in investment management". *Business Ethics: a European Review*. N° 4. Págs.: 171-177.

- Principio de lo generalmente rechazado: no invertir en empresas cuyas actividades estén en conflicto con los requerimientos morales de la sociedad. Por ejemplo, el tráfico de drogas o la pornografía infantil.
- Principio de temas controvertidos: si una inversión entra en conflicto con la moralidad de un grupo social importante, el fondo debe excluir estas inversiones. Por ejemplo, la energía nuclear o el tráfico de armas.
- Principio de negligencia: los gestores de los FISR deben ser consecuentes con sus decisiones, la ignorancia no es una excusa.
- Principio de prudencia: se deben valorar todos los aspectos de las empresas para identificar resultados relevantes. Por ejemplo, temas relacionados con los empleados o el medioambiente.

4.2.2. ÉTICA DE LOS FONDOS

De forma habitual, cuando se habla de FISR se centra únicamente en la ética de las empresas en las que se pretende invertir dejando a un lado la ética del propio fondo. En numerosas ocasiones se ha cuestionado que las sociedades gestoras de FISR solo buscan beneficios y se discute acerca de sus obligaciones éticas adicionales en comparación con las que sólo ofrecen fondos tradicionales. En todo caso, todas las gestoras de fondos tienen obligaciones éticas que van más allá del cumplimiento legal y es interesante conocerlas. La denominada ética de los fondos incluye:

- La sociedad gestora debe contar con una estrategia de RSC: si así lo exigen a las empresas que forman parte de sus carteras también deben cumplirlo.
- Transparencia: debe guiar todos los aspectos del fondo por la gran importancia que tiene en este tipo de inversiones en el que no abunda la confianza.
- Adecuado manejo de la publicidad: evitar imágenes que utilicen la emotividad y los miedos para promover el fondo.

4.3. INVERSIONES DE IMPACTO

El término de inversiones de impacto, también conocido como Impact Investing en inglés, fue difundido por primera vez en 2007 por la Fundación Rockefeller en un encuentro organizado en el que líderes mundiales en filantropía, desarrollo y finanzas se reunieron para discutir la necesidad de crear una industria internacional que promoviese la inversión en proyectos con un claro impacto social o medioambiental³⁶. La definición más aceptada de las inversiones de impacto es la propuesta por el Global Impact Investing Network (GIIN)³⁷: aquellas inversiones llevadas a cabo en empresas sociales, de forma directa o a través de intermediarios, con la intención de generar un impacto social y medioambiental junto con un retorno financiero.

Podemos considerar a las inversiones de impacto como un paso más en el desarrollo de la inversión socialmente responsable. Esta nueva figura llega al mercado con fuerza y en su denominación ya desaparece la palabra social para evitar que se confunda con la filantropía como pasó con la ISR. En la figura 8 podemos ver dónde se sitúan conceptualmente las inversiones de impacto.



Figura 8. Posicionamiento conceptual Inversión de Impacto. Fuente: IESE Business School (2015). “La apuesta del Impact Investing”.

Las inversiones de impacto se diferencian de las ISR en que éstas últimas no buscan invertir directamente en un proyecto cuya finalidad sea generar un impacto social o medioambiental positivo sino que, como ya hemos visto, se centran en invertir en empresas cotizadas en su mayoría que superen un análisis de desempeño basado en criterios ASG y siguiendo un ideario ético previamente estipulado. Por su parte, las

³⁶ SPAINSIF (2015): " Las Inversiones de Impacto en España. Informe Spainsif 2015". En SPAINSIF. http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/Estudio_Spainsif_2015_0.pdf [Consulta: 20/07/16].

³⁷ Global Impact Investing Network. <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#s1> [Consulta: 20/07/16].

inversiones de impacto apuestan por modelos de negocio que sean económicamente rentables y eficientes. Podemos destacar dos características diferenciadoras ³⁸ : escalabilidad, en la medida en que propone modelos de negocio que pueden servir de inspiración para el futuro, y autosostenibilidad, ya que estas iniciativas pretenden mantenerse por sí mismas a través de su capacidad para generar ingresos.

Cabe destacar que, según el Foro Económico Mundial, la inversión de impacto es una cuestión de múltiples stakeholders de modo que para que pueda alcanzar su pleno potencial, debe analizarse desde la perspectiva de todos los implicados³⁹. En la figura 9 podemos ver el denominado ecosistema de las inversiones de impacto y sus diferentes tipos de agentes tal y como recoge la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)⁴⁰.

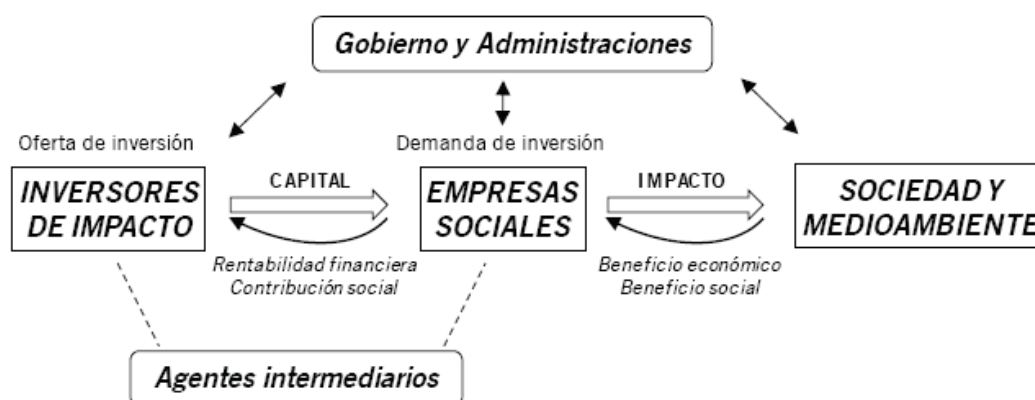


Figura 9. Ecosistema Inversión de Impacto. Fuente: IESE Business School (2015). “La apuesta del Impact Investing”.

Como vemos, las empresas sociales constituyen la demanda de inversión de impacto para poder desarrollar su actividad contribuyendo a una causa social o medioambiental además de ofrecer una rentabilidad financiera. La oferta la componen todos los inversores de impacto, tanto privados como del sector público (Gobiernos y Administraciones), que aportan capital a estas empresas sociales de forma directa o mediante agentes intermediarios.

³⁸ IESE Business School (2015): “La apuesta del Impact Investing” En *SPAINSIF*. <http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/La%20apuesta%20del%20Impact%20Investing.pdf> [Consulta: 22/07/16].

³⁹ Foro Económico Mundial (2013): “From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors”. En *World Economic Forum*. <http://reports.weforum.org/impact-investment/> [Consulta: 28/07/16].

⁴⁰ OCDE (2015): “Social Impact Investing: Building the Evidence Base” En *OECD publishing*. http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/finance-and-investment/social-impact-investment_9789264233430-en#page1 [Consulta: 31/07/16].

4.3.1. INSTRUMENTOS FINANCIEROS DE LAS INVERSIONES DE IMPACTO

Según el último informe de SPAINSIF⁴¹, las inversiones de impacto se materializan a través de un conjunto heterogéneo de productos financieros que, mediante diversos medios, captan fondos los cuales canalizan hacia proyectos o empresas aportando capital o deuda con el doble objetivo de obtener conjuntamente rentabilidad financiera y rentabilidad social/ambiental en las inversiones realizadas. A continuación se expone una breve descripción de los instrumentos financieros más relevantes de las inversiones de impacto: capital riesgo social, inversión en microfinanzas, bonos verdes/sociales, bonos de impacto social y plataformas de financiación participativa (crowdfunding).

Capital riesgo social

El capital riesgo social provee financiación a organizaciones que generan un impacto social o medioambiental positivo y a su vez obtienen una rentabilidad financiera atractiva para el inversor. Además de ser una estrategia de la ISR, como vimos anteriormente, es un instrumento de financiación de las inversiones de impacto en el que predomina el capital y el mezzanine.

Inversión en microfinanzas

Este tipo de inversión se destina comúnmente a financiar instituciones que ofrecen servicios financieros básicos, en su mayoría microcréditos, a buena parte de la población excluida del acceso al capital.

Bonos verdes y bonos sociales

Los bonos verdes y los bonos sociales poseen las características financieras de los bonos tradicionales con la diferencia de que están diseñados para financiar proyectos cuyo objetivo es la consecución de beneficios medioambientales y sociales, respectivamente. Destacar la Iniciativa de Bonos Climáticos que hizo consolidar los bonos verdes en los mercados financieros internacionales como una de las mejores opciones para invertir en productos relacionados con el cambio climático. Por su parte, los bonos sociales son

⁴¹ SPAINSIF (2015): " Las Inversiones de Impacto en España. Informe Spainsif 2015". En *SPAINSIF*. http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/Estudio_Spainsif_2015_0.pdf [Consulta: 20/07/16].

más recientes y menos evolucionados y a menudo se confunden con los bonos de impacto social.⁴²

Bonos de impacto social

A diferencia de los bonos sociales, los bonos de impacto social financian proyectos de inversión en los que se produce un seguimiento por parte de la Administración Pública encargada de fijar unos objetivos sociales previos a conseguir. Si finalmente éstos son alcanzados, la Administración Pública reembolsa a los inversores la inversión inicial y un extra por el riesgo financiero asumido. De lo contrario, si no se consiguen, pierden su inversión.

Financiación participativa (crowdfunding)

La financiación participativa, más conocida como crowdfunding, es una modalidad de financiación consistente en reunir aportaciones de dinero procedentes de una pluralidad de inversores a través de plataformas online con el fin de financiar un proyecto, en este caso que produzca un impacto positivo en la sociedad y el medioambiente.

Como sabemos, tras la crisis financiera por la que atravesamos, este tipo de financiación está en auge destacando la creación de la plataforma Bolsa Social creada recientemente en España la cual ha acuñado el término crowdimproving considerado como una modalidad de financiación participativa enfocada específicamente a las inversiones de impacto⁴³.

⁴² Banco Mundial (2015): “Financiamiento climático”. En *Banco Mundial*. <http://www.bancomundial.org/es/topic/climatefinance/overview> . [Consulta: 20/08/2016].

⁴³ La Bolsa Social (2015). En *Bolsa Social*. <https://www.bolsasocial.com/> [Consulta: 20/08/2016].

5. CONCLUSIONES

Es indudable que hoy día la RSC juega un papel especial en el mundo financiero ya que implica un compromiso por parte de las empresas por respetar y promover el cuidado del medioambiente, el crecimiento sostenible de la sociedad así como los derechos humanos. Este compromiso se ha traducido en una búsqueda incansable del beneficio a través de la creación de valor para todos aquellos grupos de interés, no sólo los accionistas a los que todavía se le presta casi toda la atención, que están involucrados en las actividades de la empresa hasta el punto de influir de modo determinante en su éxito o fracaso.

Uno de los principales motores de la RSC en la actualidad es la ISR siendo ésta un reflejo de que lo económico no tiene por qué ser contrario a lo ético. En este trabajo he intentado reflejar que invertir en ISR no es un acto de caridad, como muchos todavía piensan, sino una decisión racional en todos los sentidos. Como hemos visto a lo largo de todo los bloques desarrollados, el principal debate que ha surgido en torno a la ISR es sobre su viabilidad económica, tema central de la mayoría de los artículos publicados en los últimos años. Tras un análisis cualitativo se concluye que no existen diferencias estadísticamente significativas en rentabilidad de la ISR en comparación con la inversión tradicional. Esta conclusión es muy importante para el futuro de la ISR ya que supone que los inversores que decidan asumir una política financiera con criterios ASG pueden esperar a obtener al menos una rentabilidad similar a la de las opciones tradicionales derribando uno de los mitos que hace que siga siendo un nicho de mercado aunque en algunos mercados, como el de EEUU, su desarrollo es inminente.

En este contexto, es evidente que en España existen importantes carencias para que la ISR pueda despegar y consolidarse como un sector reconocido en el mercado financiero. Todo lo expuesto nos lleva a pensar que sólo el papel activo de algunas instituciones financieras, bancos o gestoras de inversión en España podría catalizar el rol de las inversiones, tanto individuales como institucionales, y potenciar el desarrollo de la ISR en nuestro país como ha ocurrido en el resto de Europa tomando iniciativas reglamentarias en el asunto en cuestión.

Paralelamente al desarrollo de la ISR en el mundo, ha aparecido la inversión de impacto como una llamada de atención a los inversores y al mundo financiero en general que tras atravesar la crisis económica de 2007, dejaron de lado la mayoría de las iniciativas

de sostenibilidad que se estaban desarrollando para centrarse exclusivamente en el beneficio personal. Esta nueva corriente llega con fuerza para implantarse y, aunque no se afirme oficialmente, en mi opinión es la siguiente fase del desarrollo de la ISR invirtiendo directamente en un proyecto que genere un impacto social o medioambiental positivo.

Por último, a modo de conclusión general, la gravedad de los conflictos sociales de nuestro tiempo exige la reflexión y la responsabilidad de todos los agentes económicos, no como valor añadido, sino desde la misma naturaleza de su actividad profesional. Debemos ser conscientes de la contribución que se puede hacer al desarrollo de la sociedad promoviendo iniciativas económicas y sociales capaces de generar riqueza y mejorar las condiciones de vida de miles de personas, logrando un verdadero desarrollo humano y medioambiental. Mi objetivo para participar en esta contribución es considerar una nueva filosofía de inversión en la que el compromiso de contribuir al bien común y la aspiración a obtener rentabilidad económica no tienen por qué ser excluyentes. Cabe mencionar que los retos que se plantean en este sector emergente, ya sea ISR o inversión de impacto, no son pequeños y que conlleva grandes cambios tanto de la estructura económica como de la sociedad en general.

6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ✚ Albareda L. y Balaguer M.R. (2007): “Análisis comparativo de la rentabilidad financiera de los fondos de inversión socialmente responsables en España”. *Análisis financiero*. Nº105. Págs.: 34-44.
- ✚ Albareda L., Balaguer M.R. y Lozano J.M. (2008): “La inversión socialmente responsable en España: El screening de los fondos de inversión socialmente responsables”. *Revista de Contabilidad y Dirección*. Nº7. Págs.: 77-101.
- ✚ Arenas, D.; Albareda, L., y Balaguer, M.R. (2006): “Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable en España” *IPES-Esade, Fundación Caixa Sabadell*.
- ✚ Balaguer, M. R. (2007):”El desarrollo de la inversión socialmente responsable en España”. *Documentación Social*, 1 (146), Págs.63-78.
- ✚ Banco Mundial (2015): “Financiamiento climático”. En *Banco Mundial*. <http://www.bancomundial.org/es/topic/climatefinance/overview> . [Consulta: 20/08/2016].
- ✚ Basso, A. y Funari, S. (2012):” Constant and variable returns to scale DEA models for socially responsible investment funds”. En *UNIVE*. http://www.unive.it/media/allegato/DIP/Economia/Working_papers/Working_papers_2012/WP_DSE_basso_funari_20_12.pdf [Consulta: 02/08/2016].
- ✚ Bauer, R., Koedijk, K. Y Otten, R. (2005):” International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style”. *Journal of Banking and Finance*. Vol. 29 nº7. Págs.: 1751-1767.
- ✚ Calvo J.A. y Garayar A. (2009): “La inversión socialmente responsable como herramienta impulsora de mejores prácticas sociales y ambientales en las empresas”. En *XV Congreso AECA*. http://www.aeca1.org/pub/on_line/comunicaciones_xvcongresoaeca/general.htm. [Consulta: 25/05/16].
- ✚ Cañal- Fernández, V. y Caso-Pardo, C. (2014): “Caracterización de los inversores españoles: la influencia de la inversión socialmente responsable”. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* .Vol. 43 nº1. Págs.: 69-90.

- ✚ Cañal, V., Antomil, J. y Rodríguez M.V. (2008): “La selección de carteras socialmente responsables: revisión crítica de la literatura”. *Revista Electrónica de Comunicaciones y Trabajos de ASEPUMA*. Nº 9. Págs.: 147-172.
- ✚ Charlo, M. J., Moya, I. y Muñoz, A. M. (2012): “Factores diferenciadores de las empresas del índice de responsabilidad español”. *Cuadernos de Gestión*. Vol. 13 nº 2. Págs.: 15-37
- ✚ Climent, F. y Soriano, P. (2011):” Green and Good? The Investment Performance of US Environmental Mutual Funds”. *Journal of Business Ethics*. Nº103 Págs.: 275–287.
- ✚ Del Campo, J. I., Gordon, J. L. M., y Martínez, C. V. (2007):” Productos y servicios financieros socialmente responsables: situación actual y previsiones de crecimiento en las entidades financieras de economía social”. En *Dialnet*. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2480618.pdf> [Consulta: 01/08/2016]
- ✚ Escrig, E., Fernández, M^a A. y Muñoz, M^a J. (2006):” Inversión Socialmente Responsable: Criterios de Valoración y Análisis de ISR seguido por los Índices y Agencias de Análisis de Sostenibilidad”, *Proyectos de Investigación CICYT* [http://www.academia.edu/8604506/inversi%
c3%93n_socialmente_responsable_criterios_de_valoraci%
c3%93n_y_an%
c3%81lisis_de_isr_seguidos_por_los_%
c3%84ndices_y_agencias_de_an%
c3%81lisis_de_sostenibilidad](http://www.academia.edu/8604506/inversi%c3%93n_socialmente_responsable_criterios_de_valoraci%c3%93n_y_an%c3%81lisis_de_isr_seguidos_por_los_%c3%84ndices_y_agencias_de_an%c3%81lisis_de_sostenibilidad) [Consulta: 08/08/2016].
- ✚ EUROSIF (2015): " European SRI Study". En *EUROSIF*. <http://www.eurosif.org/publication/view/european-sri-study-2014/> [Consulta: 11/07/16].
- ✚ Fernández Sánchez, J.L. y Luna Sotorrio, L., (2006): “Análisis comparativo de eficiencia de los fondos de inversión sociales españoles frente a los fondos de inversión tradicionales en el periodo 2000-2004”. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Nº 128. Págs.: 181–197.
- ✚ Ferruz, L. y Corral A. (2014): “La Inversión Socialmente Responsable: estrategias, políticas y criterios de inversión”. En *Instituto Español de Analistas Financieros*. ieaf.es/new/analisisfinanciero/.../655_19cf19a2bce72e2acf6a0d2075018c01.html [Consulta: 05/06/2016].
- ✚ Foro Económico Mundial (2013):“From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage

- Mainstream Investors”. En *World Economic Forum*.
<http://reports.weforum.org/impact-investment/> [Consulta: 28/07/16].
- # Global Impact Investing Network. <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#s1> [Consulta: 20/07/16].
 - # Goldreyer, E. y Diltz, D. (1999): “The performance of Socially Responsible Mutual Funds: Incorporating Sociopolitical Information in Portfolio Selection”. *Managerial Finance*. Vol. 25 n°1. Págs.: 23-36.
 - # Gómez-Bezares, F., Muñoz, F. y Vargas M. (2013). “The cost or benefit of socially responsible investment”. *Harvard Deusto Business Research*. Vol. II, n° 2. Diciembre. Págs.: 102-129.
 - # González Fernández M. y González Velasco C. (2012): “¿Difiere la rentabilidad y el riesgo en los fondos de inversión no convencionales?”. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*. Vol.16 n°3. Septiembre. Págs.: 194-204.
 - # Gregory, A.; Matakó, J. y Luther, R.(1997) : “ Ethical unit trust financial performance: small company effects and fund size effects”. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 24, n° 2. Págs. : 705-725.
 - # GSIA (2015): "Global Sustainable Investment Review". En GSIA. <http://www.gsi-alliance.org/members-resources/global-sustainable-investment-review-2014/> [Consulta: 01/06/16].
 - # Hamilton, S., H. y M. Statman (1993):” Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds”. *Financial Analysts Journal*. N° 49. Diciembre. Págs.: 62-66.
 - # IESE Business School (2015): “La apuesta del Impact Investing” En SPAINSIF. <http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/La%20apuesta%20del%20Impact%20Investing.pdf> [Consulta: 22/07/16].
 - # INVERCO (1999): " 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 ". En SPAINSIF. <http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/1999-CIRCULAR%20IIC%20ETICAS.pdf> . [Consulta: 13/06/16].
 - # Joly, C. (1993): “Ethical demands and requirements in investment management”. *Business Ethics: a European Review*. N° 4. Págs.: 171-177.

- ✚ Konar, S. y Cohen, M.A., (2001):” Does the market value environmental performance?”. *Review of Economics and Statistics*.Nº 83. Págs.: 281-289.
- ✚ La Bolsa Social (2015). En *Bolsa Social*. <https://www.bolsasocial.com/> [Consulta: 20/08/2016].
- ✚ Lozano, J.M. y Albareda, L. (2001):”Observatorio de los Fondos de Inversión Éticos, Ecológicos y Solidarios en España”. En *IPES-ESADE*. http://itemsweb.esade.edu/wi/research/iis/pdfs_web/Fons_Etic.pdf [Consulta: 10/08/2016].
- ✚ Luther, R., Matako, J. y Corner, D. (1992):” The Investment Performance of UK ethical Unit Trusts”. *Accounting Auditing & Accountability Journal*. Vol. 5 nº4. Págs.: 57-70.
- ✚ Mallin, C.,Saadouni, B. y Briston, R. (1995): “ The Financial Performance of Ethical Investment Funds”. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 22, nº 4. Págs. :483-496.
- ✚ Mill, G.A. (2006): “The financial performance of a socially responsible investment over time and a possible link with corporate social responsibility”. *Journal of Business Ethics*. Nº 63. Págs.: 131-148.
- ✚ Miralles Marcelo, J.L. y Miralles Quirós, M.M. (2012): “Performance bursátil de las empresas socialmente responsables”. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*. Vol. 15 nº 4. Diciembre. Págs.: 221-230.
- ✚ NOVASTER (2015): " Observatorio de la ISR en España”. En *SPAINSIF*. <http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/Observatorio%20ISR%20Espa%C3%B1a%202014.pdf>. [Consulta: 30/06/16].
- ✚ OCDE (2015):“ Social Impact Investing: Building the Evidence Base” En *OECD publishing*. http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/finance-and-investment/social-impact-investment_9789264233430-en#page1 [Consulta: 31/07/16].
- ✚ Reyes, M. y Grieb, T. (1998): “The external performance of socially-responsible mutual funds”. *American Business Review*. Vol.16 nº 1. Págs. : 1-7.
- ✚ Sánchez M.E., Aragón J., y Bravo C. (2012):” La inversión socialmente responsable: análisis de la situación actual, debate y propuestas. Las agencias de investigación sobre criterios sociales, medioambientales y de buen gobierno: una

- perspectiva sindical”. En *Fundación 1 de mayo*.
<http://www.1mayo.org/nova/files/1018/LibroISR.pdf> [Consulta: 20.05.2016].
- ✚ Sánchez, P., Rodríguez, M.A., Ricart, J.E., Capdeville, S. y Gai, E. (2004): “La inversión socialmente responsable: Evolución, tendencias e implicaciones para la dirección de empresas”, *Documento de Investigación del IESE*. Nº 464.
 - ✚ San-Jose, L. y Esnal, P. (2014): “Propuesta de un modelo determinante de las ISR”. *Revista de Dirección y Administración de Empresas* .Nº 21. Diciembre. Págs.: 102-118.
 - ✚ Schröder, M. (2005): “Is There a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices”. *Journal of Business Finance and Accounting*. Nº 34. Págs.: 331-348.
 - ✚ SPAINSIF (2012): " La ISR en España". En *SPAINSIF*.
http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/spainsif_informe_2012_web_1.pdf [Consulta: 12/06/16].
 - ✚ SPAINSIF (2015): " Las Inversiones de Impacto en España. Informe Spainsif 2015". En *SPAINSIF*.
http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/Estudio_Spainsif_2015_0.pdf [Consulta: 20/07/16].
 - ✚ Statman, M. (2000): “ Socially Responsible Mutual Funds”. *Financial Analysts Journal*. Vol. 56 nº4. Págs.: 30-39.
 - ✚ Statman, M. (2006): “Socially Responsible Indexes”. *The Journal of Portfolio Management*. Vol. 32 nº. 3. Págs.:100-109.
 - ✚ Vargas Escudero, L. (2006): *Mitos y realidades de la responsabilidad social corporativa en España: un enfoque multidisciplinar*. Cívitas, S.A.Cap. XIV. Págs.: 281-300.
 - ✚ Viederman, D. y Camejo, P. (2000): “ If return is fiduciary criterion, then social investing passes the test”. *Pensions and Investment*. Vol. 28 nº 3. Págs.: 16-17.

7. ANEXOS

7.1. ANEXO 1. DEFINICIONES ISR

AUTORES	DEFINICIÓN ISR
Lozano y Albareda (2001)	La ISR se define como aquella filosofía de inversión que incorpora a los tradicionales criterios financieros, criterios sociales y medioambientales, transmitiendo, a los inversores el mensaje de que es posible tomar decisiones de inversión que no se rijan de manera exclusiva y excluyente por criterios de rentabilidad económica, y transmitiendo a las empresas, que su gestión se valora desde unos parámetros que tienen en cuenta la integración de los aspectos sociales y medioambientales.
Rodríguez, Antomil y Cañal (2008)	La ISR es un tipo de inversión que integra en las decisiones de inversión, además de la relación binomial existente entre la rentabilidad y riesgo, valoraciones y principios basados en el compromiso medioambiental, social y de buen gobierno corporativo y al final, con un objetivo de acuerdo con la optimización de la relación entre rentabilidad y el riesgo.
Social Investment Forum (SIF, 2009)	La ISR es el proceso de inversión que tiene en cuenta impactos sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en un contexto financiero y/o la inversión en la comunidad y el activismo de los accionistas.
Cowton y Sandber (2012)	La ISR es una estrategia alternativa que consiste en inversiones que son clasificadas basándose en unos principios de responsabilidad social, medioambiental y de buen gobierno corporativo.
Sánchez, Aragón y Bravo (2012)	La ISR se define como el ejercicio de la responsabilidad social entre todos los participantes como son las entidades gestoras, las entidades financieras, entidades sin ánimo de lucro o como son las instituciones académicas entre otras, las cuales, a través de la integración de los procesos y decisiones que parten de la idea referente de la responsabilidad social, como por ejemplo, la participación en las juntas generales y también la identificación de riesgos y oportunidades que puedan ser importantes entre otras cosas.

Fuente: Elaboración propia.

7.2. ANEXO 2. ESTRATEGIAS ISR.

ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE	
ESTRATEGIA	DEFINICIÓN
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 un mejor comportamiento socialmente responsable, así como aquellas que producen servicios y/o bienes positivos.
Best-in-class	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 screening simple incluye también la selección simple por derechos humanos (ej. Birmania) o a través de estándares internacionales.
Engagement o diálogo de los inversores	Se basa en la capacidad de influencia de los inversores/accionistas como tales y se puede aplicar incluso a través del derecho a voto. Es utilizado por los gestores de los fondos para fomentar prácticas más responsables en las empresas.
Inversión en la comunidad	Apoyo a 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: Ferruz Agudo , L. y Corral Orea, A. (2015).

7.3. ANEXO 3.ESTUDIOS RENTABILIDAD ISR.

NO EFFECT	<p>Hamilton et al., 1993 Hamilton, S., H. y M. Statman (1993):” Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds”. <i>Financial Analysts Journal</i>. N° 49. Diciembre. Págs.: 62-66.</p> <p>Gregory et al., 1997 Gregory, A.; Matako, J. y Luther, R.(1997) : “ Ethical unit trust financial performance: small company effects and fund size effects”. <i>Journal of Business Finance & Accounting</i>. Vol. 24, n° 2. Págs. : 705-725.</p> <p>Reyes y Grieb, 1998 Reyes, M. y Grieb, T. (1998): “The external performance of socially-responsible mutual funds”. <i>American Business Review</i>. Vol.16 n° 1. Págs. : 1-7.</p> <p>Goldreyer et al., 1999 Goldreyer, E. y Diltz, D. (1999): “The performance of Socially Responsible Mutual Funds: Incorporating Sociopolitical Information in Portfolio Selection”. <i>Managerial Finance</i>. Vol. 25 n°1. Págs.: 23-36.</p> <p>Statman, 2000 Statman, M. (2000): “ Socially Responsible Mutual Funds”. <i>Financial Analysts Journal</i>. Vol. 56 n°4. Págs.: 30-39.</p> <p>Bauer et al. 2005 Bauer, R., Koedijk, K. Y Otten, R. (2005):” International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style”. <i>Journal of Banking and Finance</i>. Vol. 29 n°7. Págs.: 1751-1767.</p>
DOING WELL WHILE DOING GOOD	<p>Luther et al., 1992 Luther, R., Matako, J. y Corner, D. (1992):” The Investment Performance of UK ethical Unit Trusts”. <i>Accounting Auditing & Accountability Journal</i>. Vol. 5 n°4. Págs.: 57-70.</p> <p>Mallin et al., 1995 Mallin, C.,Saadouni, B. y Briston, R. (1995): “ The Financial Performance of Ethical Investment Funds”. <i>Journal of Business Finance & Accounting</i>. Vol. 22, n° 4. Págs. :483-496.</p> <p>Viederman y Camejo, 2000 Viederman, D. y Camejo, P. (2000): “ If return is fiduciary criterion, then social investing passes the test”. <i>Pensions and Investment</i>. Vol. 28 n° 3. Págs.: 16-17.</p>

Fuente: Elaboración propia.

7.4. ANEXO 4. FISR COMERCIALIZADOS EN ESPAÑA.

Fondo	Categoría	Valor liquidativo €
BANKINTER SOSTENIBILIDAD, FI	ÉTICO	102,18
BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI	ÉTICO	14,90
COMPROMISO FONDO ETICO, FI	ÉTICO	5,80
EUROVALOR COMPROMISO ISR, FI	RETORNO ABSOLUTO. VOLAT.MEDIA	106,49
FONENGIN ISR, FI	MIXTO CONSERVADOR GLOBAL	12,46
GVC GAESCO SOSTENIBLE ISR, FI A	MIXTO MODERADO GLOBAL	105,41
GVC GAESCO SOSTENIBLE ISR, FI R	MIXTO MODERADO GLOBAL	103,73
INVERACTIVO CONFIANZA, FI	MIXTO CONSERVADOR EURO	15,78
KUTXABANK FONDO SOLIDARIO, FI	MIXTO CONSERVADOR EURO	7,68
MICROBANK FONDO ETICO, FI	MIXTO MODERADO GLOBAL	7,65
MICROBANK FONDO ETICO GARANTIZADO, FI	GARANTIZADOS	8,37
SABADELL INVERSION ETICA Y SOLIDARIA, FI	MIXTO CONSERVADOR EURO	1.324,38
SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI	MIXTO CONSERVADOR EURO	135,95
SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA, FI	ÉTICO	87,72
SEGRUFONDO ETICO CARTERA FLEXIBLE, FI A	ÉTICO	12,09

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de SPAINSIIF.