



Trabajo Fin de Grado

La Inversión Socialmente Responsable.
Comparativa de los fondos ISR con los fondos
convencionales.

Autor

Fernando Rodríguez Villalba

Directora

Begoña Gutiérrez Nieto

Facultad de Economía y Empresa, Campus Paraíso
Año 2015

La Inversión Socialmente Responsable

Autor: Fernando Rodríguez Villalba

Directora: Begoña Gutiérrez Nieto

Titulación a la que está vinculado: Grado de Administración y Dirección de Empresas

RESUMEN

Este documento de trabajo puede diferenciarse en dos partes. En la primera se estudia el concepto de Inversión Socialmente Responsable (ISR), el crecimiento e importancia del mismo, las variedades de inversión que ofrece, las características del mercado español, así como el estudio en detalle de dos de las modalidades de implementación que han adquirido más relevancia en los últimos años: la inversión de impacto y la ISR en el capital riesgo.

En la segunda parte del trabajo se lleva a cabo un análisis empírico para ver la comparación entre las variables más relevantes que definen a los fondos ISR españoles con respecto a una muestra de fondos convencionales, emparejados según el tamaño, la antigüedad, el riesgo y el tipo de inversión (variable, fija, mixta, etc.). La comparación se estudia en términos de rentabilidad, comisiones o riesgo. Se concluye que, lejos de lo que pueda pensarse, la selección de inversiones basada en criterios sociales no va en detrimento de la rentabilidad. Incluso parece que el rendimiento de este tipo de fondos es ligeramente superior al de los fondos convencionales, si bien se puede llegar a la conclusión de que las diferencias entre ambos tipos de fondos no son estadísticamente significativas.

ABSTRACT

The study is divided in two parts. The first one is focused on the socially responsible investing (SRI) concept, its growth and importance, available typology of investing, Spanish market size and characteristics and a detailed review of impact investing and venture capital, which are two interesting modalities of SRI.

An empirical analysis is performed in the second part of the study to compare the most relevant variables (profitability, risk or fees) that define Spanish SRI funds with conventional ones. Both groups are matched according to size, age, risk and type of investment (equity, fixed, balanced, etc.) criteria. The results show that performance is not worse at all in the SRI group. In fact, it is even slightly better, although we conclude that this performance gap is not statistically significant.

ÍNDICE

CAPÍTULO I. PRESENTACIÓN E INTRODUCCIÓN	pág. 6
1.1 Presentación del proyecto	pág. 6
1.2 Introducción	pág. 7
1.2.1 ¿Qué es la ISR? Definición y tipos de ISR	pág. 7
1.2.2 Historia	pág. 9
1.2.3 Modalidades de implementación (estrategias)	pág. 10
CAPÍTULO II. DESARROLLO	pág. 11
2.1 Crecimiento e importancia ISR en la actualidad	pág. 11
2.2 Instrumentos financieros en el mercado de la ISR	pág. 15
2.3 Distribución según tipología	pág. 17
2.4 Características de los inversores	pág. 18
2.5 Fondos de capital riesgo	pág. 19
2.6 La inversión de impacto	pág. 24
2.6.1 ¿Qué hace específica la inversión de impacto?	pág. 24
2.6.2 El mercado europeo de la inversión de impacto	pág. 26
2.6.3 El aumento de los bonos de impacto social (SIBs)	pág. 27
CAPÍTULO III. LA ISR EN ESPAÑA	pág. 28
3.1 Contexto del país	pág. 28
3.2 Características mercado español	pág. 28
3.2.1 Prácticas de mercado	pág. 30
3.3 Predicciones mercado	pág. 31
3.4 Marco legal	pág. 32
3.5 Impulsores ISR en España	pág. 33
3.6 ¿Qué podemos hacer para crecer en materia de ISR?	pág. 35
CAPÍTULO IV. ANÁLISIS EMPÍRICO.	pág. 36
4.1 Rentabilidad fondos ISR vs convencionales	pág. 36
4.2 Literatura de referencia	pág. 36
4.3 Comparativa de las variables más relevantes	pág. 39

4.3.1 Metodología	pág. 39
4.3.2 Resultados	pág. 42
4.4 Estudio de correlaciones entre variables	pág. 42
4.5 Estudio Diferencia de medias	pág. 46
CAPÍTULO V. CONCLUSIONES	pág. 54
BIBLIOGRAFÍA	pág. 55
ANEXOS	pág. 59

CAPÍTULO I. PRESENTACIÓN E INTRODUCCIÓN

1.1 PRESENTACIÓN

La Inversión Socialmente Responsable (ISR) es aquella que incorpora criterios sociales, éticos y medioambientales a los tradicionales criterios financieros (rentabilidad y riesgo). Este tipo de inversión no era muy popular hasta hace unos años, especialmente en España, pero hoy en día ya se aprecia su potencialidad y se ha convertido en una modalidad de inversión muy a tener en cuenta. La ISR se está articulando fundamentalmente a través de instrumentos de inversión colectiva, fondos de pensiones y fondos de inversión. Precisamente, sobre esta última modalidad de inversión me centraré en la última parte del documento de estudio, ya que elegí este tema como línea de trabajo en mi proyecto final de carrera fundamentalmente porque tenía la curiosidad de saber si los fondos de inversión socialmente responsables, además de incorporar criterios ASG (ambientales, sociales y de gobierno), obtenían rentabilidades similares a la de los fondos convencionales. También se compararán otras variables como el riesgo o las comisiones de depósito y gestión, así como las correlaciones entre las variables de cada grupo de fondos.

Esta inquietud acerca del rendimiento de los fondos ISR sería el principal objetivo a estudiar. Pero también podemos ver otros aspectos de gran relevancia en el proyecto, como serían las modalidades de inversión socialmente responsable existentes, la historia y el contexto de este tipo de inversión, la evolución que han experimentado las siete estrategias ISR en Europa, las características que presentan los inversores que incorporan los criterios ASG en sus carteras, así como el estudio de la inversión de impacto (similar pero no exactamente igual a la ISR) y el capital riesgo. Por último, veremos las características que presenta el sector en España, su evolución y la predicción para el futuro, el marco legal existente, los impulsores fundamentales de la ISR (entre los que destaca Spainsif) y algunas ideas o directrices que permitirían aumentar la importancia de este tipo de inversión en nuestro país.

1.2 INTRODUCCIÓN¹

1.2.1 ¿Qué es la ISR? Definición y tipos de ISR

La Inversión socialmente responsable (ISR) es aquella que incorpora consideraciones ambientales, sociales o de gobierno corporativo (criterios ASG, ESG en sus siglas en Inglés) y éticas junto a las financieras en la toma de decisiones de inversión, tanto por la empresa como por los agentes inversores externos.

También puede definirse como un movimiento que comenzó en los años 60 y que toma principalmente como aproximación de inversión el comportamiento social, ético y medioambiental de la compañía en la que se va a invertir.

No obstante, la definición del término inversión socialmente responsable (ISR) es un tema sumamente complejo que ha evolucionado a lo largo de los últimos años y que cambia sustancialmente de un país a otro. Este intenso debate, así como las variaciones conceptuales internacionales, han hecho más difíciles los intentos rigurosos por dimensionar y explorar las estrategias que componen la ISR. Durante los últimos diez años, Eurosif ha sido una de las entidades que más ha dinamizado el debate para lograr un amplio consenso en la definición de la ISR. Esta definición ha ido evolucionando a la par que se han ido afianzando y consolidando estrategias ISR entre los principales gestores y propietarios de activos en Europa y el mundo. Eurosif creó a finales de 2011 un proceso con expertos internacionales para actualizar la definición de la ISR. El resultado de este proceso fue la definición de siete estrategias (las veremos más adelante) que incluyen todos los criterios utilizados por los gestores e inversores de activos que incorporan la sostenibilidad y la responsabilidad en sus decisiones de inversión o tienen en cuenta los aspectos ASG de diversas maneras y formas.

¹ Capítulo elaborado a partir de:

<http://www.unitedexplanations.org/2014/04/01/que-sabemos-de-la-isr-o-inversion-socialmente-responsable/>

<http://thefundscorner.com/fondos-de-inversion-socialmente-responsables/>

<http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf>

<http://www.ongawa.org/rscpymes/isr/>

<http://thefundscorner.com/principales-definiciones-para-entender-la-inversion-socialmente-responsable/>

http://ecosfron.org/ecosfron/wp-content/uploads/ISR_Y_PYME.DEFINITIVO.pdf

Aunque, como hemos visto, el término socialmente responsable es muy ambiguo, la mayoría de inversores o gestores de fondos éticos siguen una serie de pautas generales para seleccionar sus inversiones socialmente responsables. Una manera de seleccionar un activo socialmente responsable sería considerar aquel que evite causar enfermedades, plagas, muertes, aquellas que no destruyen o dañen el medioambiente o aquellas que traten a personas o clientes de forma deshonesta. Esta clasificación es muy general y no significa que los fondos éticos no inviertan en ninguna compañía de estos sectores o criterios, ya que no son a priori excluyentes.

Como no podía ser de otra manera, la transparencia es fundamental en este tipo de inversiones para asegurar que se cumplen los principios de la inversión ética. Los fondos de inversión son los productos financieros más habituales a la hora de canalizar las inversiones éticas. Podría considerarse la existencia de dos tipos de fondos de inversión socialmente responsables:

- Fondos éticos. Estos fondos seleccionan las empresas en las que se va a invertir en función del cumplimiento de una serie de requisitos éticos, muy ligados a la responsabilidad social corporativa. De esta manera, el inversor se asegura que su dinero no financia negocios con los que no está de acuerdo (industria armamentística, pornografía, juegos de azar, etc.) o cuya forma de actuar considera inaceptable, como serían la explotación laboral o el deterioro del medio ambiente.
- Fondos de inversión solidarios. Los fondos solidarios se caracterizan porque ceden una parte de la rentabilidad o la comisión de gestión a entidades benéficas, pero no realizan preselección de la cartera de fondos, sino que, simplemente, destinan un porcentaje de su comisión de gestión a organizaciones sociales, pero no incorporan restricciones a la inversión. Son una peculiaridad del mercado español, y constituyen una simple vía de financiación para proyectos sociales o de desarrollo. Así pues no queda muy claro si englobar o no este tipo de fondos dentro de la inversión socialmente responsable. De hecho, en ningún otro lugar de Europa se considera que estos fondos sean fondos ISR.

En España, aunque este tipo de inversiones es relativamente nuevo, algunos bancos tradicionales ofrecen fondos éticos a sus clientes. Además, existen una serie de índices a nivel mundial que permiten conocer a los inversores qué empresas cumplen estándares de responsabilidad social. También ha surgido la llamada banca ética, centrada en una economía real no especulativa y sostenible. Por último, otra forma de ejercer la responsabilidad en las inversiones es a través del activismo accionarial, que supone la participación activa en las juntas de accionistas de empresas para influir en su comportamiento.

Entre las oportunidades que ofrece la inversión socialmente responsable destacaría las siguientes:

- Alinear las inversiones que realiza la empresa con su política de responsabilidad.
- Combinar la rentabilidad financiera de los ahorros de la empresa con la rentabilidad social y medioambiental.
- Saber en todo momento a qué se destinan los ahorros invertidos.
- Facilitar el acceso a créditos a entidades que no pueden obtener financiación a través de los mecanismos tradicionales.

1.2.2 Historia

Este tipo de inversión tiene sus orígenes a finales de la década de los 60 y primeros 70, cuando grupos activistas sociales de Estados Unidos observaron que la inversión era un buen modo de acceder a plantear temas de relevancia social a las empresas para instarlas a cambiar comportamientos en la esfera de lo social y/o medioambiental. Era la época de la guerra de Vietnam y de una carrera armamentística acelerada. Por tanto, se dio un proceso de toma de conciencia sobre la existencia de grandes daños en el medio ambiente o de problemas sociales y raciales. En los años 80, la inversión social en Estados Unidos y Reino Unido experimentó importantes avances, ayudada en gran medida por las protestas contra el Apartheid en Sudáfrica. En los años 90, la ISR comenzó a extenderse definitivamente. Actualmente existen en Estados Unidos y en Europa muchas iniciativas empresariales socialmente responsables que ofrecen una alternativa de inversión a un segmento de la sociedad sensible a estas cuestiones que, como veremos, está en continuo crecimiento.

1.2.3 Estrategias ISR

Las modalidades de implementación de la ISR son muy variadas. Atendiendo a la clasificación promovida por Eurosif en su último informe anual (Eurosif, 2013), podemos distinguir siete estrategias:

Inversión en fondos temáticos (Sustainability themed)

Es la inversión en temas o en activos vinculados al desarrollo de la sostenibilidad. Los fondos temáticos se focalizan en cuestiones específicas o múltiples relativas a los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (criterios ASG).

Selección de las estrategias de inversión best-in-class (mejores compañías de cada sector)

Este enfoque selecciona o pondera las inversiones con mejores rendimientos dentro de un universo, categoría o clase con base en los criterios ASG.

Exclusión de valores del universo de inversión (Exclusions)

Este enfoque excluye inversiones específicas o clases de inversión del universo susceptible de inversión como empresas, sectores o países. Entre los criterios comunes se incluyen las armas, la pornografía, el tabaco o los ensayos con animales.

Filtro basado en normas internacionales ASG (Norms-based screening)

Consiste en aplicar un filtro de inversiones según su cumplimiento de los estándares y normas internacionales basadas en criterios ASG como los desarrollados por la OCDE, la ONU y las agencias de ésta última (Global Compact, OIT, UNICEF y ACNUR).

Integración de los factores ASG en el análisis financiero (ESG integration)

Este tipo de inversión se caracteriza por la inclusión explícita de los riesgos y oportunidades ASG por parte de los gestores de activos en el análisis financiero tradicional y en las decisiones de inversión basadas en un proceso sistemático y en las fuentes de investigación adecuadas.

Diálogo activo, activismo accionarial y votación sobre cuestiones de sostenibilidad (Engagement and voting)

Supone activismo accionarial e implicación activa mediante el compromiso con empresas sobre cuestiones ASG y la votación en las Juntas Generales de Accionistas. Es un proceso a largo plazo que busca influir en los comportamientos o aumentar la transparencia.

Inversión de impacto (Impact investing)

Son inversiones realizadas en empresas, organizaciones y/o fondos con la intención de generar impacto social y medioambiental junto con un retorno financiero. Se pueden realizar tanto en mercados emergentes como desarrollados. Más adelante profundizaré en este tipo de inversión.

CAPÍTULO II. DESARROLLO

2.1 CRECIMIENTO E IMPORTANCIA ISR EN LA ACTUALIDAD

Tal y como se muestra en la Tabla 2.1 y en la Figura 2.1, estas siete estrategias ISR categorizadas según el marco de referencia de Eurosif y definidas anteriormente han experimentado un gran crecimiento en los últimos tiempos. La inversión de impacto destaca sobre todas las demás con un crecimiento del 52% CAGR (Tasa de Crecimiento Anual Compuesto o Compound Annual Growth Rate, en Inglés), aunque bien es cierto que parte de una base inicial. Si bien el continuo crecimiento de las estrategias ISR en toda Europa es bienvenido, puede decirse que hay una diferencia considerable de crecimiento según el país, y algunas estrategias se concentran en unos pocos mercados.

Este crecimiento del mercado de ISR viene motivado por muchos factores, pero cabe destacar las numerosas iniciativas desarrolladas a nivel internacional para dar impulso a la Responsabilidad Social de la Empresa como el Pacto Mundial de Naciones Unidas (United Nations Global Compact), las Directrices OCDE para Empresas Multinacionales, la Guía ISO 26000, etc. Gran parte del crecimiento de la ISR en los países líderes puede ser atribuido también al establecimiento de regulaciones pro transparencia sobre la aplicación de criterios de sostenibilidad en la gestión de los activos.

En todo caso, la principal iniciativa diseñada específicamente para promover la ISR son los seis Principios de Naciones Unidas para la Inversión Socialmente Responsable, los denominados “UNPRI” (United Nations Principles for Responsible Investment). Esta iniciativa fue lanzada en 2006 por un grupo de trabajo coordinado por la “UNEP FI” (Programa de Naciones Unidas para el Medioambiente, Iniciativa Financiera - United Nations Environment Programme Finance Initiative). Los seis principios que componen los UNPRI se enfocan directamente en la ISR y hacen hincapié en la inclusión de criterios ASG dentro de la estrategia de inversión. Los UNPRI se dirigen a gestores de activos, propietarios de activos y proveedores de servicios de inversión. Su firma es voluntaria y no incorpora mecanismos sancionadores en caso de su no cumplimiento, fuera de lo que es eliminar al incumplidor como signatario. Actualmente los UNPRI cuentan con unos 900 firmantes a nivel mundial (más de la mitad de ellos europeos) que acumulan unos activos de más de 25 billones de dólares americanos bajo gestión². Los seis principios son los siguientes:

1. Incorporar ASG en el análisis de inversión y proceso de toma de decisiones.
2. Ser activos empresarios e incorporar ASG dentro de nuestras políticas y buenas prácticas.
3. Realizar y buscar criterios ASG en las empresas en las que vamos a invertir.
4. Impulsar la aceptación e implementación de ASG dentro de la industria.
5. Trabajar conjuntamente para aumentar la efectividad en la implementación de los ASG.
6. Comunicar nuestras actividades ASG e implementar los principios ASG.

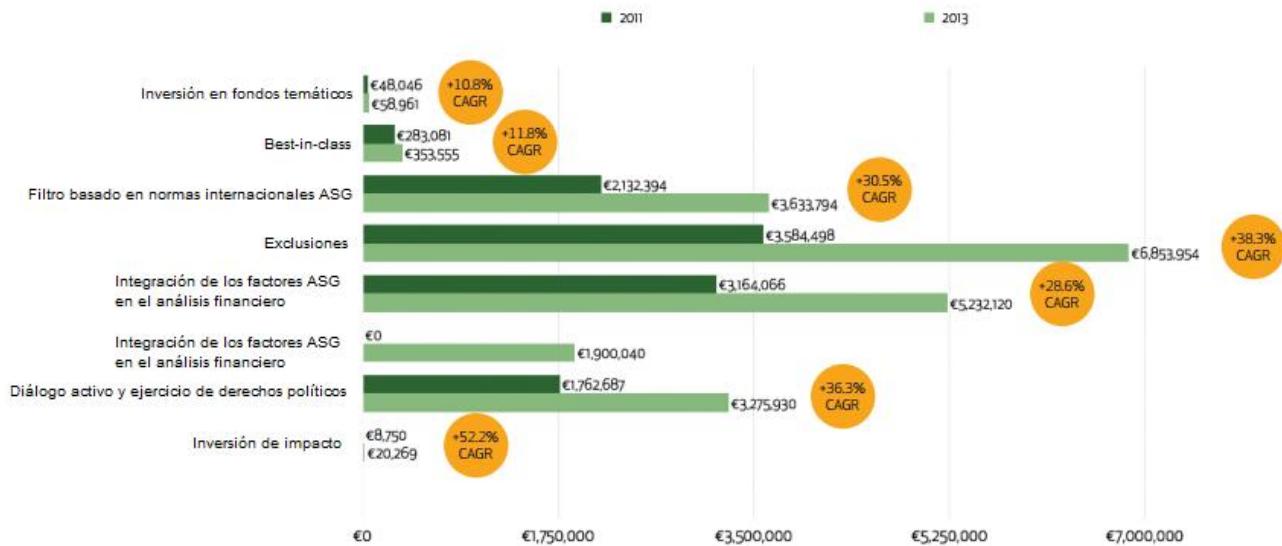
² http://ecosfron.org/ecosfron/wp-content/uploads/ISR_Y_PYME.DEFINITIVO.pdf

Tabla 2.1: Crecimiento estrategias ISR en Europa (2011-2013)

En millones de €	2011	2013	CAGR 2011-2013	Crecimiento 2011-2013
Fondos temáticos	48.046 €	58.961 €	10,8 %	22,6 %
Best-in-class	283.081 €	353.555 €	11,8 %	24,9 %
Normas internacionales	2.132.394 €	3.633.794 €	30,5 %	70,4 %
Exclusiones	3.584.498 €	6.853.954 €	38,3 %	91,2 %
Integración factores ASG	3.164.066 €	5.232.120 €	28,6 %	65,4 %
Diálogo activo y voto	1.762.687 €	3.275.930 €	36,3 %	85,8 %
Inversión de impacto	8.750 €	20.269 €	52,2 %	131,6 %

Fuente: elaboración propia a partir de Eurosif (2014)

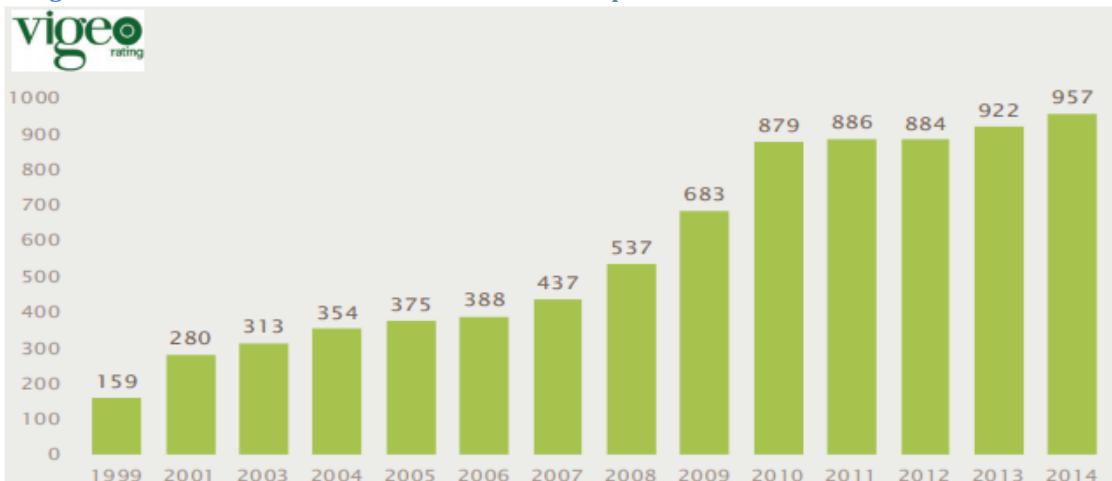
Figura 2.1: Vista de las estrategias ISR en Europa



Fuente: elaboración propia a partir de Eurosif (2014)

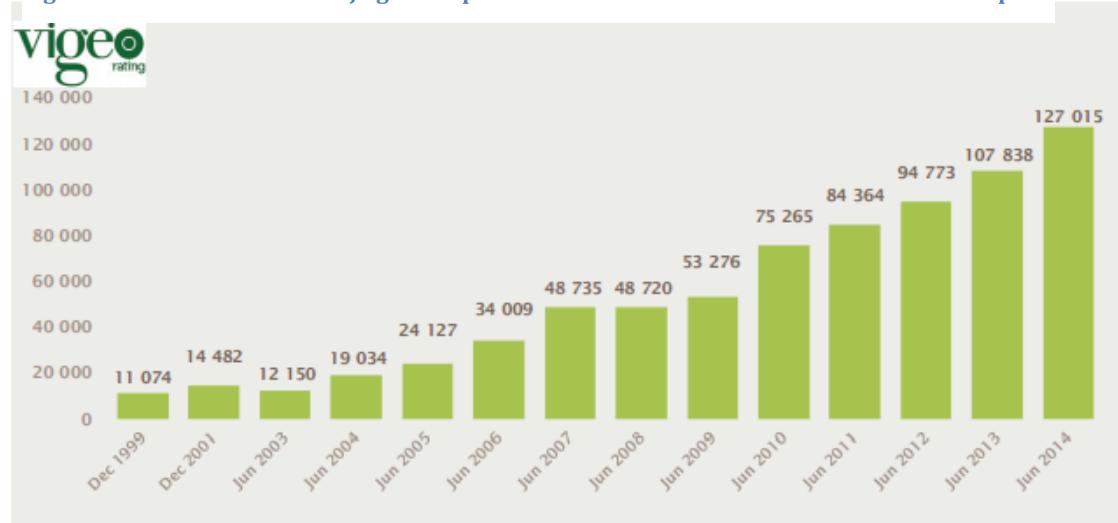
Otro estudio más reciente realizado por Vigeo (2014) muestra un análisis de la evolución **del número de fondos ISR europeos** hasta el año 2014 (figura 2.2) y de los activos bajo gestión para fondos ISR minoristas domiciliados en Europa (figura 2.3):

Figura 2.2: Número de fondos ISR minoristas en Europa. Evolución 1999-2014.



Fuente: Vigeo (2014)

Figura 2.3. Total de activos bajo gestión para fondos ISR minoristas domiciliados en Europa



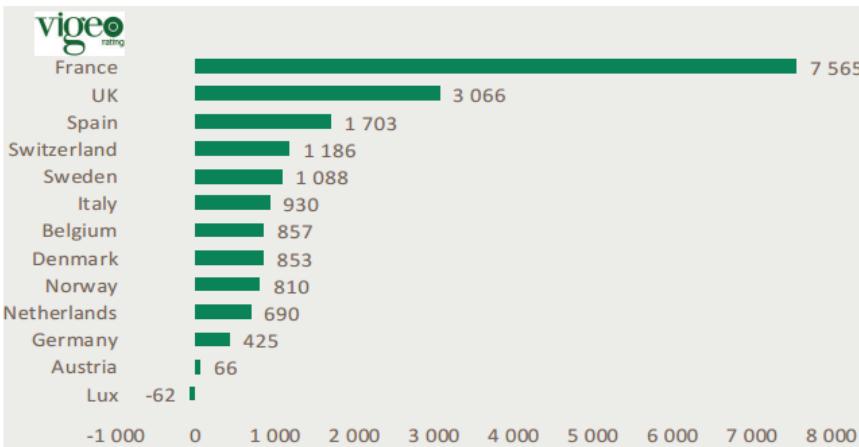
Fuente: Vigeo (2014)

Como se puede apreciar, del 2013 al 2014 el mercado minorista de fondos ISR continuó con su crecimiento: los activos bajo gestión (Assets Under Management, AUM) tienen un volumen actual de 127 billones de euros por los 108 del año pasado (incremento del 18%) con un total de 957 fondos por los 922 de 2013 (incremento del 4%).

Según refleja este mismo estudio, los cinco grandes incrementos han sido registrados en Francia (7,6 billones de euros), Reino Unido (3,1), España (1,7), Suiza (1,2) y Suecia (1,1). Como vemos, el mercado ISR ha adquirido gran relevancia en los últimos años hasta convertirse en un tipo de inversión muy a tener en cuenta. Por último, en la figura 2.4 vemos como es la distribución de fondos ISR en los diferentes países europeos

según el número de fondos, donde Francia se destaca claramente. Le siguen, a gran distancia, Reino Unido y España.

Figura 2.4: Número de fondos ISR minoristas domiciliados en cada país



Fuente: Vigeo (2014)

2.2 INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN EL MERCADO DE LA ISR³

Una de las etapas del proceso de inversión pasa por la elección del instrumento financiero (producto) que se va a utilizar para canalizar el ahorro hacia la ISR. Tal y como hemos comentado, existen diferentes estrategias de ISR y 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 o instituciones financieras no formales– y del objetivo que el producto pretenda cubrir en términos de sostenibilidad. En los países desarrollados, lógicamente, los productos de inversión con mayor calado son los negociados en los mercados organizados.

La gran mayoría de las inversiones socialmente responsables se canalizan hoy a través de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) como fondos y sociedades de inversiónmobiliaria y fondos de pensiones. Los fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables (FISR) son instituciones de inversión colectiva que captan los ahorros de un gran número de inversores (particulares, empresas y otras entidades) para invertirlos

³ Elaborado a partir de:

<http://repositori.uji.es/xmlui/bitstream/handle/10234/25763/32571.pdf?sequence=1>

conjuntamente en una cesta de distintos activos financieros como acciones, renta fija pública y privada o productos derivados y estructurados, con el objetivo de dirigir el ahorro hacia las empresas y organizaciones que realicen alguna estrategia de ISR, bien sea cumplir con los criterios valorativos y/o negativos en él reflejados o incluso permitir realizar estrategias de inversión socialmente responsables de forma activa (activismo o 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, coexistiendo distintas generaciones de fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables, que van desde los FISR de primer generación, que aplican únicamente filtros excluyentes en la preselección de activos, hasta aquellos de quinta generación que realizan activismo accionarial y estrategias de inversión en la comunidad, e incluso instituciones de inversión colectiva que realizan a través de un fondo todas las estrategias de inversión socialmente responsables.

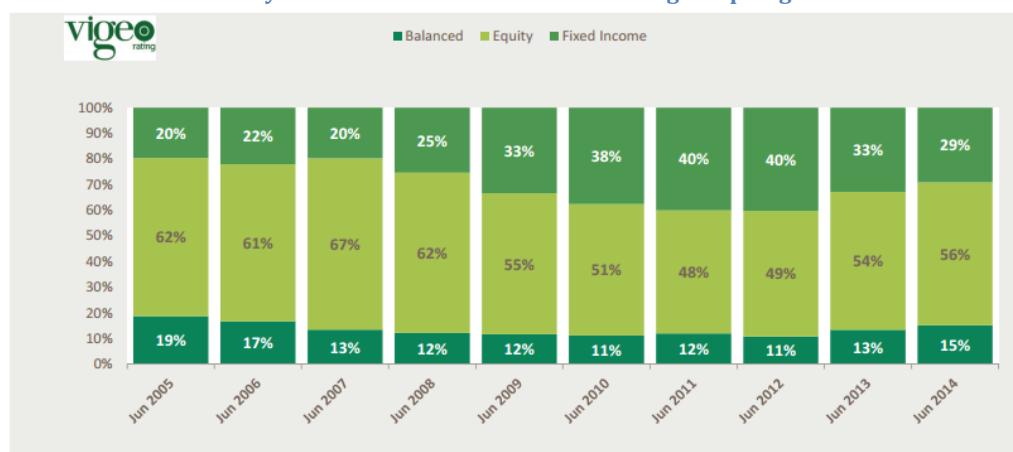
La finalidad de la inversión en la ISR es muy variada, abarcando desde aquella que fomenta productos que permiten canalizar la inversión hacia mecanismos de financiación de proyectos de cooperación o empresas y organizaciones que contribuyen al desarrollo de los países en vías de desarrollo (PVDs), hasta la participación directa en el accionariado de empresas y organizaciones socialmente responsables. Existen también otros instrumentos en el mercado, como son los fondos rotatorios, que constituyen el mecanismo de microfinanciación más habitual en los países en desarrollo; los fondos de garantía que sirven de apoyo para la obtención de crédito por parte de colectivos excluidos; la Inversión en fondos destinados a microcréditos.; el capital riesgo o las cuentas corrientes y depósitos solidarios y socialmente responsables.

Esta amalgama de productos socialmente responsables puede encontrarse comercializada tanto a través de la denominada Banca ética como a través de la banca tradicional. La diferencia entre ambas radica fundamentalmente en el alcance de esta tipología de productos sobre el total de su oferta. En la banca ética, toda su oferta de intermediación financiera se guía por criterios de sostenibilidad, mientras que en la banca tradicional las consideraciones sociales o medioambientales sólo se contemplan en determinados productos.

2.3 DISTRIBUCIÓN SEGÚN TIPOLOGÍA

Como se puede apreciar en la tabla 2.2, la renta variable (equity) representa aproximadamente el 56% de los activos ISR a Junio de 2014. El incremento ha sido notable, si lo comparamos con las cifras de 2011 y 2009. Sin embargo, la renta fija (fixed income) sufrió un ligero descenso en el último año y se situó en el 29%. Los títulos de deuda a corto plazo (Money market) también sufrieron una drástica caída (del 6,9% en 2011 al 1% en 2013), según el “Eurosif SRI Study 2014”.

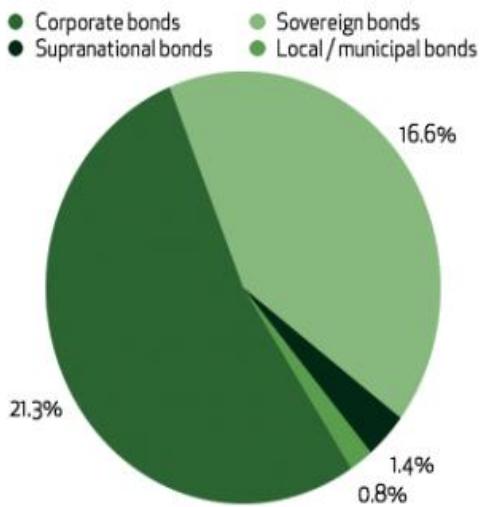
Tabla 2.2: Distribución y evolución fondos ISR minoristas según tipología.



Fuente: Vigeo (2014)

Además, este año se recogieron a través de Eurosif por primera vez los datos relativos a bonos. El 21,3% del mercado ISR fue invertido en bonos corporativos, el 16,6% en bonos soberanos y el 1,4% en bonos supranacionales (figura 2.5). Las propiedades inmuebles (real estates) y las materias primas (commodities) registraron un ascenso significativo entre 2011 y 2013, mientras que los fondos de cobertura (hedge funds) redujeron su importancia.

Figura 2.5: Desglose de los bonos ISR europeos



Source: Eurosif

Fuente: Eurosif (2013)

Hay que decir que la variación en el porcentaje total de bonos según el estudio de Eurosif (2013) es inferior al que realizó Vigeo (2014). Ello se debe a que éste último recoge los datos a Junio de 2014 y el primero lo hace a finales de 2013.

En la siguiente tabla (tabla 2.3), podemos ver una distribución detallada de la tipología de activo ISR según cada país. En ella se aprecia que en España predomina claramente la renta mixta (Balanced), probablemente debido a la prematura implantación de la ISR existente.

Tabla 2.3: Distribución tipología según país

Tipo	España	Alemania	Francia	Italia	Suecia	Suiza	Bélgica	Holanda	Reino Unido
Renta variable	3%	35%	48%	45%	86%	58%	46%	52%	74%
Mixta	95%	42%	5%	27%	11%	20%	7%	27%	13%
Renta Fija	0%	16%	46%	28%	4%	12%	40%	21%	12%
Otros	2%	7%	1%	0%	0%	9%	7%	1%	1%

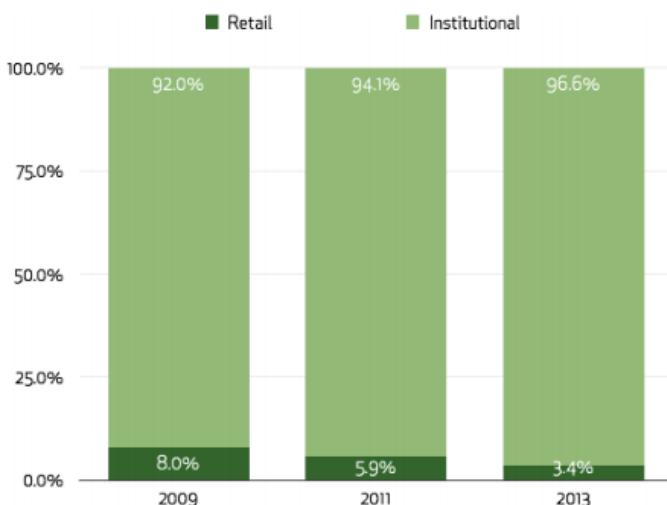
Fuente: elaboración propia a partir de Vigeo (2014)

El apartado considerado como “Otros” es un área en crecimiento que incluye principalmente Capital Riesgo (Private Equity/Venture Capital), materias primas (Commodities) y activos inmobiliarios (Real Estate). Más adelante comentaré este apartado con más detalle. En términos generales, puede decirse que la renta variable acapara en Europa el 50% del total de activos en los que se invierte. Los bonos, un 40%.

2.4 CARACTERÍSTICAS DE LOS INVERSORES

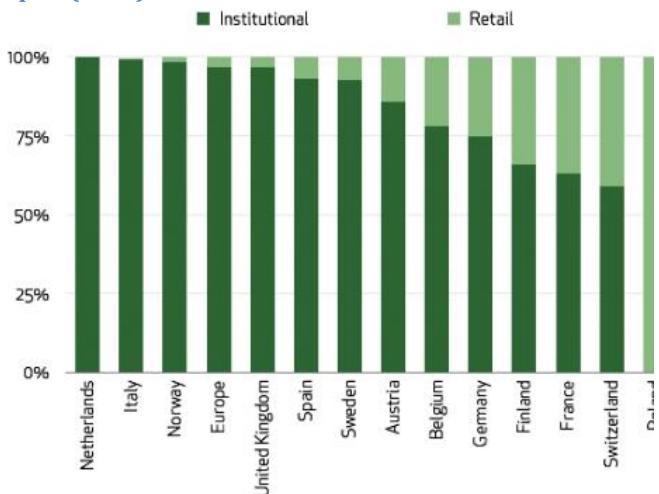
El gran crecimiento de la ISR en Europa se atribuye principalmente a los inversores institucionales. La diferencia total entre el mercado minorista y el institucional se ha inclinado a favor del último ya que, hoy en día, el 96,6% del mercado pertenece al mercado institucional. En las siguientes figuras se observa este hecho con claridad:

Figura 2.6: Mercado institucional vs minorista (retail) en Europa 2009-2013 (%)



Fuente: Eurosif (2014)

Figura 2.7: Mercado institucional vs minorista por país (2013)



Fuente: Eurosif (2014)

2.5 FONDOS DE CAPITAL RIESGO (PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL) CON CRITERIOS ASG⁴

Según una encuesta realizada por Spainsif, se estima que el capital riesgo llega en España a 2.101 empresas, donde suele jugar un papel importante, por lo que su importancia para la ISR es evidente. El concepto de “Private Equity” se refiere a las inversiones realizadas en empresas no cotizadas y abarca desde la inversión en “start ups” (denominado también Venture Capital), a la financiación “mezzanine” de empresas consolidadas que buscan una venta comercial o una salida a bolsa, o hasta adquisiciones de compañías cotizadas. En España, en general, a todas estas distintas formas de inversión en empresas no cotizadas se les denomina Capital Riesgo y, por tanto, así lo haremos también a lo largo de este apartado.

Este tipo de inversiones en empresas no cotizadas generalmente están al alcance de inversores institucionales, inversores de Capital Riesgo, particulares de grandes patrimonios o Family offices (plataformas de inversión dedicadas a llevar íntegramente los grandes patrimonios). Muchos de los inversores invierten en Capital Riesgo de forma indirecta a través de fondos de Capital Riesgo, también llamado “fondos de

⁴ Extraído a partir de:

http://ecosfron.org/ecosfron/wp-content/uploads/ISR_Y_PYME.DEFINITIVO.pdf

<http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/Observatorio%20ISR%202013.pdf>

fondos”, con la finalidad de mitigar los riesgos y diversificar adecuadamente sus carteras.

Centrándonos en lo que nos interesa, el “Venture Capital For Sustainability” (VC4S) es aquel segmento de Capital Riesgo (Venture Capital) en el que los objetivos de beneficio se complementan con una misión que tiene efectos directos en la sostenibilidad, tal y como lo define Eurosif. Generalmente, la “misión sostenible” de estos fondos VC4S se puede categorizar en base a 3 áreas:

- 1) Los productos que la compañía ofrece en cartera, que pueden modificar la naturaleza de la industria incrementando su sostenibilidad.
- 2) El Impacto Económico Focalizado (Targeted Economic Impact) de la compañía en cartera (por ejemplo, cuando la compañía está localizada en zonas desfavorecidas, también a veces denominado “community investing”).
- 3) Los procesos u operaciones internas que la empresa utiliza en relación a una gestión sostenible.

Por otro lado, a la categoría concreta de fondos de Capital Riesgo que invierten en proyectos empresariales que por su actividad satisfacen preocupaciones sociales y medioambientales también se les denomina “Capital Riesgo Social” o “Fondo Social”. Este enfoque de Capital Riesgo permite trasladar la fórmula económica del Capital Riesgo (centrada en rentabilidad económica) a la creación de valor social, convirtiéndose en un instrumento de desarrollo social estratégico adaptado a las necesidades y características específicas de los proyectos en los que invierte. Hoy en día existen aproximadamente unos cien Fondos de Capital Riesgo Sociales en el mundo.

Un análisis de varios de los Fondos de Capital Riesgo que incluyen los criterios ISR o ASG nos permite realizar una agrupación de los mismos en base a distintas características, como pueden ser: el enfoque geográfico (países en vías de desarrollo vs comunidad local), la focalización en la tipología de pyme (“empresas o emprendedores sociales” vs pymes convencionales) o el enfoque filantrópico (obtención de rentabilidad vs donación de la misma), entre otros. A continuación se muestran varios ejemplos:

- Fondos dirigidos a comunidades desfavorecidas en países en vías de desarrollo: este tipo de Fondos de Capital Riesgo suele tener como objetivo la inversión en pymes o en negocios en la base de la pirámide (BdP) en países en vías de desarrollo y emergentes. La base de la pirámide es un segmento demográfico compuesto por más de 4.000 millones de personas con ingresos anuales menores de 8 dólares diarios. Es decir, dos tercios de la humanidad que permanecen excluidos del sistema económico. El concepto de negocios en la BdP se ha popularizado en los últimos años para explicar diversas actividades empresariales dirigidas a poblaciones pobres.

En general, este tipo de productos tratan de promover el emprendimiento, identificando empresas que crean valor ofreciendo productos o servicios a clientes de la BdP o integrando proveedores de la BdP en la cadena de valor económico entre otros. La financiación generalmente se dirige a apoyar las fases tempranas de crecimiento o expansión de las mismas.

- Fondos dirigidos hacia comunidades desfavorecidas locales: estos Fondos de Capital Riesgo tienen una vocación de inversión a través de pymes situadas en zonas marginales o comunidades desfavorecidas de su país de origen y, por lo tanto, buscan combinar la rentabilidad financiera de sus inversiones con las posibilidades de generar un alto impacto social local mediante las mismas. La estrategia de este tipo de fondos también se suele denominar “community investing” o “Targeted Economic Impact”. Ejemplos de este tipo de productos con criterios ISR son los Fondos de Capital Riesgo Bridges Venture en Reino Unido y DBL Investors en Estados Unidos entre otros.

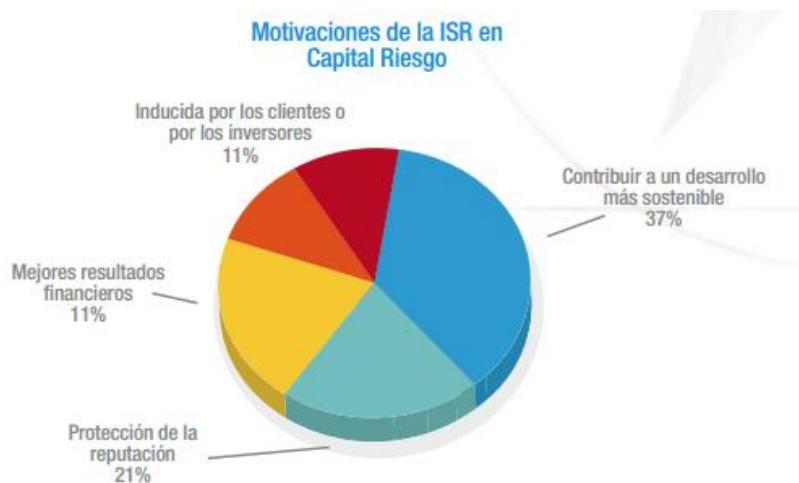
- Fondos que invierten en Empresas Sociales y/o de Economía Social: en este apartado englobaríamos a aquellos Fondos de Capital Riesgo que canalizan su inversión a empresas consideradas como sociales o del sector de economía social.

- Fondos con un enfoque filantrópico: en esta categoría englobaríamos aquellos Fondos de Capital Riesgo que, cumpliendo las características de algunos de los anteriores fondos descritos en materia ASG, no cumplen sin embargo el criterio de rentabilidad económica. Pueden catalogarse como “filantrópicos o solidarios” dado que, o bien el rendimiento total que reciben por el mismo se dona a modo de reinversión para aumentar en número de inversiones del fondo, o bien la contraprestación económica

para los inversores es de tan solo preservar el capital, ya que la ganancia se dona igualmente al propio fondo. Por tanto, este tipo de fondos se catalogarían como “solidarios” y escapan del objeto central del estudio, cuya finalidad es centrarse en productos ISR que son los que aplican criterios ASG a la vez que buscan obtener una rentabilidad económica a las inversiones.

Un estudio llevado a cabo por Spainsif muestra que la principal motivación en este sector también es la de contribuir a un desarrollo más sostenible, según se aprecia en la figura 2.8 (37% de las respuestas). La protección de la reputación y el control de riesgos reciben otro 21% de las respuestas cada una. Es destacable que sólo dos respuestas (11%) se refiere a perseguir unos mejores resultados financieros.

Figura 2.8



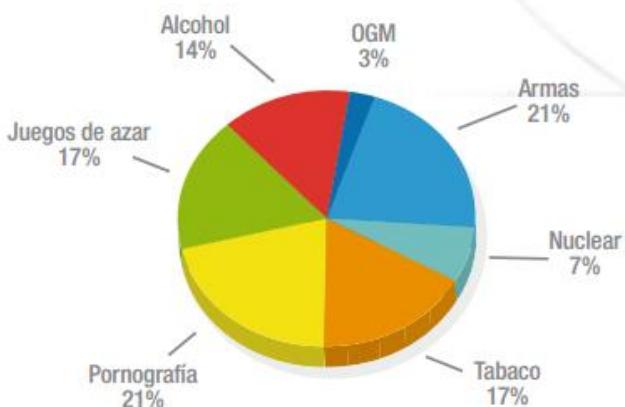
Fuente: Spainsif (2013)

En cuanto a las exclusiones en las que se basan sus políticas ASG (ver distribución en Figura 2.9), seis de las ocho entidades consultadas por Spainsif las realizan de acuerdo a la siguiente distribución:

1. Todas excluyen el armamento.
2. Cinco excluyen el tabaco y los juegos de azar.
3. Cuatro el alcohol.
4. Dos los temas nucleares.
5. Una los organismos genéticamente modificados.
6. La clonación con fines reproductivos y otras clonaciones sin autorización legal o no ética.

Figura 2.9

Exclusiones por Actividades Tradicionales



Fuente: Spainsif (2013)

Por otro lado, cinco entidades asignan el enfoque ISR al consejo o comité de inversiones, una a un responsable de estos temas, otra a todos los empleados y, finalmente, una lo encargaría a un tercero externo (Figura 2.10). El estudio también analiza la información pública facilitada. Se observa que tres entidades lo hacen, o lo harán, mediante el “reporting” del PRI. Una lo hace también mediante otros medios públicos. En concreto, Cofides publica una Memoria de Sostenibilidad. Otras tres entidades lo hacen, o lo harán, mediante el informe anual y otras dos entidades no informan de ello (Figura 2.11).

Figura 2.10

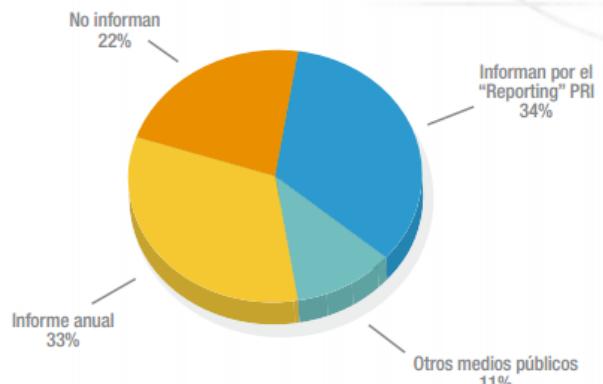
Responsabilidad Interna de la ISR



Fuente: Spainsif (2013)

Figura 2.11

Forma de Integración de la ISR en la Actividad



Fuente: Spainsif (2013)

2.6 LA INVERSIÓN DE IMPACTO⁵

La Inversión de Impacto (Impact Investing) es un término que fue utilizado por primera vez en 2007 en la Cumbre Bellagio convocada por la Fundación Rockefeller en Estados Unidos. Desde entonces, el término ha ganado aceptación en ambos lados del Atlántico. El término es sinónimo de “inversión social”, especialmente en Europa. La inversión de impacto abarca un gran rango de temas y aspectos que pueden clasificarse en dos categorías:

- Integración social, ya sea sobre viviendas asequibles, salud, finanzas, educación, cuidado personal o empleabilidad. Las microfinanzas irían dentro de esta categoría.
- Sostenibilidad referida a proyectos en el área de la producción y acceso a, por ejemplo, energía renovable, comida, agua, agricultura sostenible. Esta categoría está fuertemente focalizada en mercados en desarrollo.

2.6.1 ¿Qué hace específica la inversión de impacto?

A veces se confunde entre inversión de impacto e inversión socialmente responsable (ISR). La inversión de impacto ha sido presentada también por otros como otra clase de activos en los que invertir. Ello conlleva a la confusión. De hecho, la inversión de impacto es un término general que trasciende varias clases de activos (renta fija, renta variable) y es otra manera distinta de encauzar la financiación hacia organizaciones sociales o empresas que quieren abordar específicos retos “sociales” a través de mecanismos de mercado.

La financiación alternativa para estas empresas vendría de la filantropía, dinero público y más recientemente, a través del crowdfunding. Mientras que las donaciones (filantropía) no son técnicamente inversión de impacto (no se espera un retorno financiero), pueden y deben jugar un papel muy importante para la financiación de empresas sociales, especialmente cuando están empezando o están en una fase inicial.

⁵ Extraído a partir de:

<http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf>

<http://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/Informeinversiones.pdf>

Lo que está claro es que los inversores de impacto buscan generar un retorno financiero (en distinta medida) junto a una contrapartida social (impacto social). Son inversores socialmente concienciados. Como tal, Eurosif considera legítimamente la inversión de impacto como otro modo de implementar una estrategia ISR, siendo conscientes de que goza de su propio ecosistema y retos al mismo tiempo. La inversión de impacto, sin embargo, presenta algunas características distintas con respecto a otras estrategias ISR más tradicionales: la primera sería la expectación explícita de impactos sociales medibles o cuantificables y la segunda la medición activa de ellos.

Otra diferencia entre ISR e inversión de impacto sería la dada por Ruiz de Munain y Martín (2011) en su informe “Mapa de las inversiones de Impacto en España”. En dicho informe, se habla de que las inversiones de impacto se diferencian de las Inversiones Socialmente Responsables (ISR) en que estas son un conjunto de decisiones de inversión normalmente en empresas cotizadas (sea renta variable o fija) o deuda soberana, que incluyen en su análisis, además de los criterios tradicionales (rentabilidad y riesgo), variables ambientales, sociales y de gobernanza por entender que aportan valor a la rentabilidad financiera.

Las ISR no buscan, a diferencia de las inversiones de impacto, invertir directamente en un proyecto cuya finalidad específica sea generar un impacto social o medioambiental positivo, sino invertir en empresas cotizadas que previamente han superado un análisis de desempeño en las áreas sociales, medioambientales y de gobierno.

Así pues, estas serían las características principales de los inversores de impacto y lo que les hace distintos de otros inversores ISR. Esto puede ser explicado en parte por la manera en que la inversión de impacto es implementada en la práctica. Normalmente, los inversores de impacto invierten en un portfolio de empresas concienciadas socialmente que buscan generar beneficios sociales para una zona en concreto (bien sea en un país de la OCDE o uno en vías de desarrollo). Esta proximidad con la sociedad participada y el foco geográfico de esta última hace que las medidas del impacto social sean muchas veces menos incómodas de lo que sería para una sociedad cotizada con presencia global.

Por último, hay que remarcar que el término inversión de impacto, en su acepción moderna anglosajona, no considera completamente la diversidad del panorama europeo en términos de responsabilidad social. No incluye, por ejemplo, la larga tradición europea de cooperativas sociales y bancos sociales especializados en el tercer sector, mutuas, etc., por ejemplo, organizaciones creadas para atender un problema general, para contribuir al bien común o para satisfacer una demanda social específica de determinados segmentos de la población.

2.6.2 El mercado europeo de la inversión de impacto

El mercado de la inversión de impacto en Europa ha crecido significantemente desde 2011 – la primera vez que Eurosif empezó a recabar información- a 2013, alcanzando un volumen cercano a los 20 billones de euros. Ello supone un crecimiento anual del 52,3% (figura 2.12).

Una vista detallada sobre el tipo de inversiones de impacto hecha sobre los propietarios y managers de activos europeos a finales de 2013 (figura 2.14) revela que sobre el 55% de ellos apuesta por las microfinanzas. La otra categoría incluye el community investing, inversión en empresas sociales, inversiones temáticas, especialmente relacionadas con temas medioambientales o de energías renovables. En la figura 2.13 vemos la importancia por países de la UE. Holanda y Suiza lideran el mercado.

Figura 2.12. Crecimiento de la Inversión de Impacto en Europa

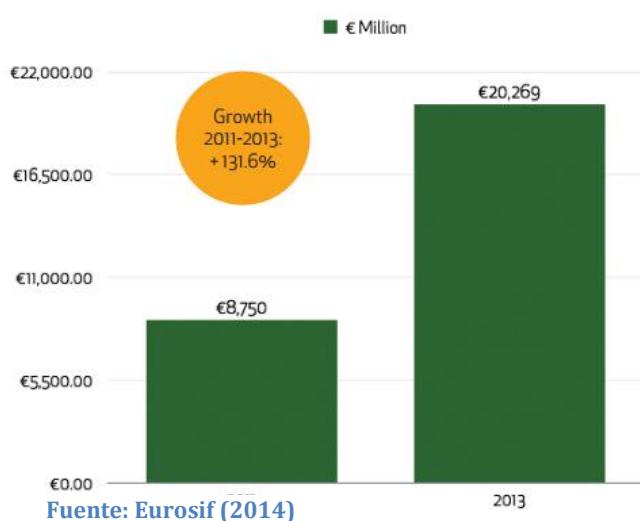
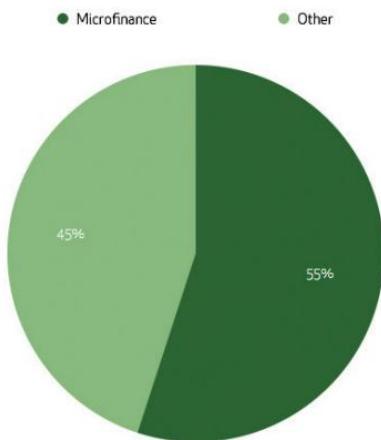


Figura 2.13. Inversión de Impacto por país

Country (€ Mn)	2013
Austria	€ 217
France	€ 1,020
Germany	€ 1,366
Italy	€ 2,003
Netherlands	€ 8,821
Spain	€ 87
Sweden	€ 1,058
Switzerland	€ 4,231
United Kingdom	€ 1,400
Other EU	€ 65
Europe	€ 20,269

Fuente: Eurosif (2014)

Figura 2.14. Inversión de Impacto por tipo en Europa



Fuente: Eurosif (2014)

Un reto importante a superar para la inversión de impacto en el mercado institucional es la relativa falta de productos “a escala”, así como la ausencia de información histórica similar que se requiere de los productos principales. Los inversores institucionales pueden invertir grandes cantidades de dinero y para ello necesitan acceder a los productos con un rango suficiente de oportunidades de inversión. Por tanto, son reacios a invertir en fondos pequeños. También tienden a preferir la inversión en productos donde los riesgos sean compartidos con otros inversores de manera común y donde ellos permanezcan con partes minoritarias. Esto explica, por ejemplo, por qué algunos grandes inversores prefieren a veces estructurar las oportunidades ellos mismos antes que contratar proveedores de inversión socialmente responsable.

2.6.3 El aumento de los bonos de impacto social (SIBs)

Este tipo de bonos fueron introducidos en el Reino Unido en 2010. Los SIBs no deben ser confundidos con los bonos tradicionales. Son un contrato entre un inversor privado, un creador, normalmente una entidad pública, y una organización (una empresa de carácter social, por ejemplo). El inversor encomienda capital a la empresa, que es responsable de un reto social (gente sin hogar, marginación social, etc.). El inversor recibe a cambio una contraprestación financiera basada en los resultados logrados de una intervención exitosa (por ejemplo, que haya menos gente en prisión, lo que supone menos costes para las autoridades públicas).

Los SIBs son interesantes alianzas público-privadas y una novedosa forma de trasladar los resultados sociables deseados a retornos económicos medibles. Esto explicaría por

qué los SIBs han tenido un gran impulso en los últimos años y han capturado la atención de numerosos inversores.

CAPÍTULO III. LA ISR EN ESPAÑA⁶

3.1 CONTEXTO DEL PAÍS

En un entorno económico caracterizado por una ligera recuperación de la actividad económica, después de dos años de recesión continuada, el cambio de tendencia en la actividad económica fue confirmado en 2014. La industria de la gestión de activos ha experimentado una mejora después de la suavización de tensiones en los mercados financieros, con una menor volatilidad y una mejora en la confianza experimentadas en la segunda mitad del 2013. Después de tres años de pérdidas, el IBEX alcanzó un resultado positivo del 21,4% en su índice de referencia (IBEX-35), siendo así el segundo índice que más rápido creció en Europa. Este escenario tuvo un efecto positivo en la industria de activos española, con un incremento del 20,2% de activos gestionados entre 2011 y 2013.

En este contexto económico, la ISR está empezando a llamar la atención como alternativa a las opciones de inversión tradicionales.

3.2 CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO ISR ESPAÑOL

Pese al repunte observado en el último año, el mercado español sigue estando considerablemente menos desarrollado que muchos de sus vecinos del norte de Europa y continúa luchando por desatar el potencial todavía sin explotar que muchos analistas han estado prediciendo desde hace bastantes años dado el tamaño y la sofisticación del sector de la gestión de activos españoles en general. Sigue siendo una tipología de

⁶ Capítulo extraído a partir de:

http://ecosfron.org/ecosfron/wp-content/uploads/ISR_Y_PYME.DEFINITIVO.pdf
<http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf>
http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/ficheros/evento_anual_2013/informe2013.pdf
http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/spainsif_informe_2012_web.pdf

inversión nicho dominada por un número reducido de inversores institucionales poderosos, en particular grandes fondos de pensiones de empleo.

La presencia de estrategias de inversión ISR en fondos del sistema individual de planes de pensiones sigue siendo marginal en la actualidad. Esta influencia predominante de unos pocos gestores y propietarios de activos sobre la evolución de la ISR en el mercado español alerta sobre la escasa consolidación de la ISR en España y apunta a la necesidad de alcanzar una mayor aceptación y apoyo a la ISR entre un número mayor de actores clave en los mercados.

Mientras que la ISR sigue su trayectoria ascendente entre los fondos de pensiones, el desarrollo de la ISR en otros segmentos del mercado sigue sin ser equiparable al de otras economías de la Eurozona. Aunque no existen estudios rigurosos explorando las causas de la baja penetración de la ISR en el mercado retail (o minorista), diversos expertos en el ámbito de la inversión responsable, así como estudios desarrollados sobre consumo e inversión responsable, apuntan a varios factores explicativos de esta precaria expansión. Por el lado de la demanda, se evidencia la escasa difusión de información sobre la ISR, que ha propiciado un desconocimiento generalizado, así como el perfil conservador del inversor medio. Por el lado de la oferta, se apunta al escaso abanico de productos ISR disponibles en las principales entidades financieras en el mercado español.

También influye en esta situación el perfil de riesgo del inversor español medio, que tiende a ser muy conservador, favoreciendo la renta fija y/o los depósitos bancarios tradicionales frente a la renta variable.

Sin embargo, hay que destacar que los activos ISR de inversores minoristas han incrementado su número en un 4% durante los últimos dos años (del 3% en 2011 al 7% en 2013). Este crecimiento significativo indica una tendencia positiva para el mercado español. Los planes de pensión ocupacionales permanecen como los más demandados en términos de inversión responsable, debido sobre todo al liderazgo de algunas grandes instituciones, sindicatos y otros grandes empleadores. Además, ahora la ISR está presente en el mutualismo y en las EPSV's (Entidades de Previsión Social Voluntaria), cuando hace cuatro años era inexistente.

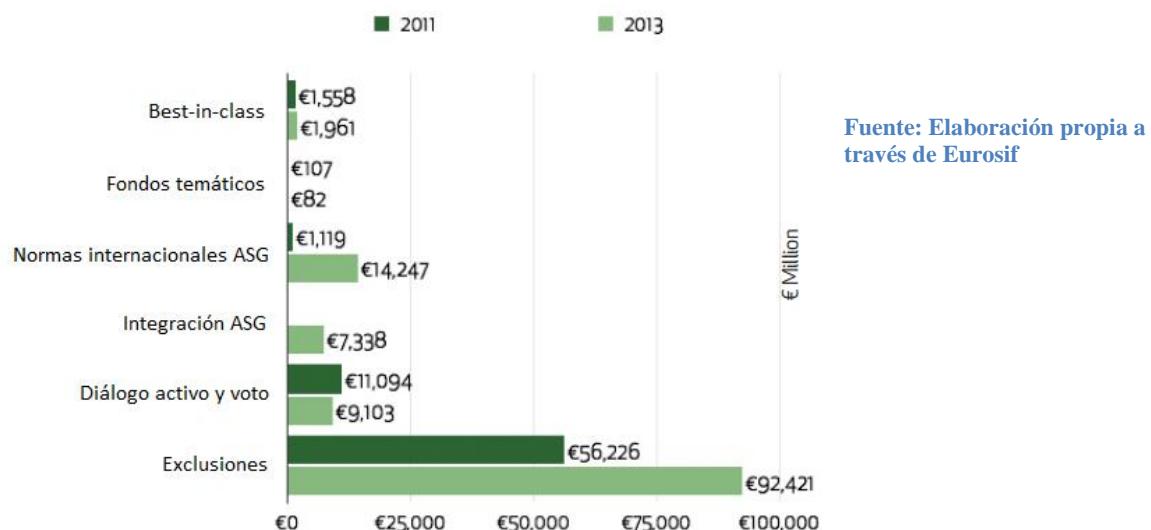
Aspectos a destacar

- La mayoría de las estrategias han experimentado crecimiento en los últimos años.
- La estrategia de exclusiones es la más popular y ha experimentado el crecimiento más fuerte.
- El crecimiento de activos para el mercado minorista muestra una señal positiva a la industria.
- La Inversión Socialmente Responsable (ISR) ha pasado de mover un volumen de unos 15.000 millones de euros en 2010 a los 137.000 millones euros en 2013.

3.2.1 Prácticas de mercado

Una mirada rápida a las estrategias ISR (Figura 3.1) muestra que gran parte del crecimiento viene por el incremento de las exclusiones, que han crecido un 28% por año entre 2011 y 2013 y se destaca como la estrategia dominante en España. Este tipo de estrategia ha crecido fundamentalmente por los nuevos entrantes en el mercado que normalmente despliegan estrategias negativas de cribado, ya que estas estrategias están vistas como muy fáciles y poco costosas de implementar. El criterio de exclusión más común del mercado de la ISR español sigue siendo el negocio y producción de armamento, seguido de exclusiones con juicios morales o éticos como la pornografía, el tabaco, la energía nuclear, el juego y el alcohol. Por su parte, el uso de exclusiones basadas en normas internacionales como el Pacto Mundial o los Principios de Inversión Responsable de las Naciones Unidas (PRI por sus siglas en inglés) ha crecido muy poco en España, utilizándose con mucha menor frecuencia que los filtros de exclusión más tradicionales.

Figura 3.1. Desglose del mercado español ISR por estrategias



La estrategia de normas internacionales ASG ha registrado un crecimiento significativo con un CAGR del 256,8% (si bien hay que decir que tenía un punto de partida bastante bajo), convirtiéndose en la segunda estrategia ISR más popular, por delante de Diálogo activo y voto. Este hecho podría indicar un crecimiento en términos de sofisticación del mercado español de ISR. Además, cada vez más managers de activos o inversores institucionales introducen el cribado basado en normas y tratados internacionales, como el Pacto Mundial de las Naciones Unidas.

Los activos invertidos bajo compromiso y políticas de voto registraron una ligera contracción entre 2011 y 2013. Sin embargo, diversos debates con participantes del mercado revelan un interés creciente por este tipo de estrategia. La propiedad activa, hablando en términos de accionistas, y/o el ejercicio de derechos de voto siguen principalmente enfocados a temas de gobierno corporativo, y menos frecuentemente, en aspectos medioambientales y administrativos. Por su parte, el compromiso indirecto sigue siendo la forma de compromiso más común. Es usado en los grandes fondos de pensiones ocupacionales, que son el tipo más habitual dentro de los fondos institucionales.

El criterio best-in-class crece un 12% mientras que los fondos temáticos siguen siendo un tipo de estrategia marginal, con un descenso del 12,3%. La integración ASG sigue estancada. Sin embargo, es interesante darse cuenta de que los inversores institucionales españoles y los managers de activos que practican la integración ASG lo hacen de un modo cada vez más sistemático y explícito, en vez de realizar estudios o análisis ASG (producidos internamente o comprados) para sus analistas principales y gestores de carteras.

3.3 PREDICCIONES DEL MERCADO

En los próximos años se espera que la recuperación económica siga su curso. El mercado ISR ha conseguido crecer durante el peor período económico posible y ahora está empezando a ser considerada como una estrategia de inversión alternativa creíble. Además, el gobierno y otras autoridades reguladoras están empezando a preparar la legislación considerando criterios ASG, inversiones socialmente responsables y la

transparencia en la información. El rebote en la extensa industria de gestión de activos debería producir también un efecto positivo en el mercado español ISR.

También se espera que el reciente crecimiento de las opciones de banca ética en España, así como el lanzamiento de varios fondos minoristas nuevos de ISR impulsen el crecimiento del mercado minorista ISR a medio plazo. No obstante, se requerirá redoblar los esfuerzos para que la ISR alcance el nivel de penetración del mercado minorista que se ha visto en otros países europeos más avanzados en este ámbito.

Por tanto, existen expectativas de que el mercado ISR español continúe creciendo y convirtiéndose cada vez más sofisticado, pese a que las exclusiones sigan siendo la estrategia más común en los próximos años. El reciente crecimiento del filtro basado en normas internacionales ASG parece indicar una evolución progresiva en las prácticas del mercado.

Finalmente, incluso aunque los inversores institucionales continúen dirigiendo y liderando el mercado, se espera que los activos ISR minoristas incrementen su cuota de mercado, gracias a la legislación favorable, la promoción activa por parte de los gestores de activos y la creciente demanda, empujada por las asociaciones de consumidores, algunas ONG internacionales, varias de las más importantes gestoras de fondos de pensión del sistema de empleo, grupos financieros y otros grupos de interés (stakeholders), como Spainsif.

3.4 MARCO LEGAL

El margo legal para la ISR en España está todavía atrasado con respecto a otros países europeos, pero el entorno legislativo ha experimentado en los últimos años cambios significativos.

En 2011, con el aprobado de la Ley de Economía Sostenible (Ley 2/2011, 4 de Marzo, 2011) y su actualización, Ley de mejora, adecuación y modernización del Sistema de Seguridad Social (Ley 27/2011, 1 de Agosto, 2011), comenzó un cambio en la administración pública y otros estamentos similares en lo referente a la ISR en España. Actualmente, se está discutiendo una nueva propuesta de regulación para inversiones y

fondos de pensiones que incluyan criterios ASG y otros mecanismos de transparencia y comunicación.

A principios de 2014, INVERCO (Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Planes de Pensiones) publicó su regulación interna voluntaria sobre aplicaciones ASG, como actualización de su última regulación interna voluntaria de Inversiones éticas (1999). La CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), por su parte, introducirá un sesgo socialmente responsable en su Código de Buen Gobierno

Por último, la CNMV actualizó en 2013 su antiguo Código Unificado de Buen Gobierno. También realizó un borrador de la enmienda de la Ley de Sociedades de Capital (Ley1/2010, 2 de Julio, 2010) que se basará en la transparencia de la información.

3.5 IMPULSORES DE LA ISR EN ESPAÑA

Spainsif

El foro español para la inversión socialmente responsable fue creado en el año 2010 con el objetivo de promocionar la ISR en España integrando todas aquellas entidades que tenían un interés en el desarrollo de la misma. Fueron constituidos cinco grupos: entidades financieras, entidades gestoras, proveedores de servicios ISR, organizaciones sin ánimo de lucro vinculadas a la ISR y sindicatos.

Precisamente ese carácter integrador ha sido el principal responsable de la consolidación del proyecto, que goza en la actualidad con el empaque necesario y la representatividad que debía tener en el mercado español. Destacan las actividades de divulgación desarrolladas, tanto las semanas de la ISR organizadas este año 2014 como la publicación de estudios propios. Además, la gran presencia en redes y medios de comunicación auguran un futuro prometedor a este foro.

Por su parte, la aprobación dentro de su plan estratégico 2013-2015 de la promoción de la ISR retail potenciará el crecimiento de la misma.

Los PRI

Los Principios de Inversión Responsable, que nacieron al amparo del programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente (UNEP por sus siglas en inglés) y del Pacto Mundial, son un catalizador de gran relevancia en el sector financiero privado español para fomentar y promover las mejores prácticas medioambientales y de sostenibilidad en las operaciones de entidades financieras.

Los PRI, tal y como se explicita en su ideario, comprometen a los inversores institucionales con el deber de actuar en el mejor interés a largo plazo de sus beneficiarios. En esta función fiduciaria, los inversores institucionales estiman que las cuestiones ambientales, sociales y de gobernanza empresarial (ASG) pueden tener efectos en el rendimiento de las carteras de inversión (en diferentes grados según las empresas, sectores, regiones, clases de activos y el momento). También reconocen que la aplicación de estos principios podrá hacer que los inversores actúen más en consonancia con objetivos más amplios de la sociedad.

Las Comisiones de Control de los Planes de Pensiones de Empleo

Las Comisiones de Control, principalmente a través de sus representantes sindicales, han ido introduciendo paulatinamente idearios éticos dentro de las políticas de inversión de esos planes de pensiones del sistema empleo. Estos idearios éticos se han focalizado en la preselección y exclusión de valores dentro del universo de inversión de la cartera y, fundamentalmente, en el ejercicio de derechos de voto en las juntas generales de accionistas. La comisión de control comunica su mandato a la entidad gestora para que aplique la política definida y la cumpla.

La concentración de entidades gestoras y depositarias

Aunque pueda parecer no haber relación entre este hecho y los impulsores del mercado ISR, cabe remarcar que el proceso de concentración de entidades financieras experimentado en los últimos tiempos tendrá, a medio y largo plazo, un efecto catalizador. Esto es debido a que la concienciación de las principales entidades financieras en este sentido se transmite con mayor rapidez y claridad a todo el sistema, provocando un aumento del porcentaje de inversiones socialmente responsables.

3.6 ¿QUÉ PODEMOS HACER PARA ALCANZAR RATIOS DE PENETRACIÓN SIMILARES A OTROS PAÍSES DE NUESTRO ENTORNO?

Como ya se ha visto anteriormente, existen unos claros impulsores de la ISR en España y sobre ellos deben concentrarse los esfuerzos para lograr el avance y asentamiento de esta estrategia de inversión:

- Spainsif, como foro para la ISR en España, tiene un papel primordial para la divulgación. Una mayor presencia en redes y medios de comunicación, así como en ambientes especializados, tendría efectos muy positivos para dar a conocer la ISR.
- Las Comisiones de Control de los planes de pensiones de empleo que ya están aplicando estrategias ISR deben también divulgarlas a través de sus redes y asociaciones, para que otros puedan aprender de su experiencia y replicarla.
- Las principales entidades financieras deben afrontar el reto de diseñar productos ISR atractivos que se adecuen a un perfil de riesgo conservador así como aumentar los esfuerzos para dar a conocer y concienciar a sus clientes sobre la ISR. Ello se lograría mediante la formación a la plantilla en sus redes de oficinas a fin de que tengan unos conocimientos sobre ISR y su importancia. Sólo de esta manera podrán trasmitir el conocimiento sobre la ISR a los potenciales clientes inversores.
- Los gestores de fondos deben incluir el análisis ASG como una variable adicional en sus análisis de selección de inversiones. Esta parte, que quizás genera mucha reticencia por la aparente complejidad de la misma, debe ser fomentada a través de las experiencias compartidas y adquiridas. Spainsif también adquiere un papel relevante en este sentido.
- Se debe buscar el medio de concienciar a las administraciones públicas sobre su deber de gestionar e invertir el dinero público con criterios de sostenibilidad. La creación de un marco jurídico que sirva para potenciar tanto la ISR institucional como retail (minorista) sería primordial.
- Fomentar la educación financiera entre la población. Al igual que ha ocurrido con la concienciación de la sociedad en términos de reciclado o cambio climático, conceptos como invertir nuestros ahorros de un modo responsable deberían formar parte del sentir general. Mejorar nuestro entorno gracias al efecto que el dinero puede tener sobre el comportamiento de las empresas es la idea que deberíamos ser capaces de transmitir.

CAPÍTULO IV. ANÁLISIS EMPÍRICO. COMPARATIVA FONDOS ISR VS FONDOS CONVENCIONALES

4.1 RENTABILIDAD FONDOS ISR VS CONVENCIONALES⁷

Los fondos de inversión socialmente responsables (ISR) resultaron en 2013 más rentables que el conjunto de la industria de fondos española. Según un documento elaborado por Santander Asset Management para Spainsif (el Foro Español de Inversión Socialmente Responsable), los 13 fondos ISR que se gestionan desde entidades españolas (con un patrimonio total de 184 millones de euros, un 0,14% del mercado español y una representación sobre el total de fondos de la industria española del 0,55%) obtuvieron en el primer semestre de 2013 un rendimiento del 3,45%, frente al 1,98% del conjunto (donde también se incluyen esos 13 mismos fondos ISR).

En 2009, 2010 y 2012 también ocurrió lo mismo, en base a datos de Inverco y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). En esos años, los rendimientos de estos productos socialmente responsables fueron del 7,5%, del 1,08% y del 6,7%, respectivamente, mientras que la globalidad de los fondos nacionales obtuvo rentabilidades del 4,93%, del 0,12% y del 5,15%, respectivamente.

Sin embargo no ocurrió lo mismo en 2011, año donde los mercados arrastraron a los fondos ISR más que al conjunto de la industria, debido al “perfil más agresivo” y, por tanto, más enfocado a la renta variable que poseen, contextualiza Santander AM, autor del informe. Los fondos ISR obtuvieron una rentabilidad negativa del 1,59%, frente al también rendimiento negativo del 0,52% del conjunto de fondos.

4.2 LITERATURA DE REFERENCIA⁸

A priori, podría pensarse que las carteras seleccionadas con criterios ISR presentan una rentabilidad financiera inferior por el hecho de restringir considerablemente el universo de inversión. Numerosos estudios (Hamilton *et al.*, 1993; Brooks, 1997; Gregory *et al.*, 1997; Reyes y Grieb, 1998; Goldreyer *et al.*, 1999; Statman, 2000; Bauer *et al.*; 2005,

⁷ <http://www.fundspeople.com/noticias/los-fondos-espanoles-de-isr-superan-en-rentabilidad-al-conjunto-de-la-industria-nacional-108390>

⁸ Este apartado está basado en:
Balaguer, M.R; Albareda, L. (2006)

Balaguer, 2006) han abordado esta cuestión y, si bien es difícil obtener conclusiones definitorias, se intuye la existencia de una correlación positiva entre RSE y rendimiento financiero. Además, se confirma que las carteras que asumen en su selección criterios sociales, medioambientales y éticos son al menos tan rentables como sus homólogas que no adoptan este tipo de selección.

Dentro de la línea de investigación que compara la performance de fondos ISR con la *performance* de fondos convencionales, destaca la metodología del *matched pair analysis*. Esta metodología fue introducida por Mallin *et al.* (1995) con la finalidad de analizar y comparar la *performance* de los fondos ISR con los fondos convencionales. Esta metodología se basa en comparar fondos de similares características en cuanto al volumen de activos y la fecha de constitución. De esta manera se pretende paliar el efecto de las características propias de los fondos ISR, que podrían distorsionar el análisis de la cartera. Esas características serían las siguientes:

- La relativa “juventud” de los fondos ISR, dado que su existencia es relativamente reciente.
- El hecho de que sus carteras estén formadas, principalmente, por inversiones en compañías de pequeño tamaño.

Partiendo de esta metodología, Mallin *et al.* (1995) comparan la *performance* de un grupo de fondos ISR con una muestra de fondos convencionales homogeneizados en cuanto a fecha de constitución y volumen de patrimonio. Así, estudian los rendimientos de 29 fondos ISR en el Reino Unido y 29 fondos convencionales durante el período 1986- 1993, mediante el cálculo de los índices de Jensen, Sharpe y Treynor, y concluyen que, una pequeña parte de fondos de ambos grupos se sitúa por debajo del índice de mercado *Financial Times All Share Actuaries* (utilizado como *benchmark* de mercado). Los fondos ISR se comportan tan bien como sus homónimos no socialmente responsables, e incluso obtienen mejores resultados que estos últimos cuando se utiliza el alfa de Jensen. Basándose en esta investigación, y utilizando también la metodología del *matched pair analysis*, Kreander *et al.* (2005) analizan la *performance* de 80 fondos ISR de siete países europeos; a partir de los resultados obtenidos en el alfa de Jensen, confirman que no existen diferencias significativas entre los fondos ISR y los fondos convencionales.

Estrechamente relacionados con las investigaciones de Mallin *et al.* (1995) están los trabajos de Gregory, Matatko y Luther (1997), quienes comparan la *performance* de una muestra de 18 fondos ISR con un grupo de 18 fondos convencionales en el Reino Unido. Ambos grupos son homogéneos en cuanto al volumen de activos; además, se distingue entre fondos formados por activos de empresas grandes y pequeñas. Para comparar la *performance* de los fondos integrados por activos de empresas grandes y los de las pequeñas emplean un componente de ajuste por tamaño en los fondos con activos de empresas pequeñas. El análisis de sus resultados reafirma que no existen diferencias significativas entre los rendimientos de los fondos ISR y los fondos convencionales. Además, observan que las carteras de fondos —tanto ISR como convencionales— de empresas grandes tienden a tener menor *performance* que las carteras de fondos ISR y fondos convencionales formados por empresas pequeñas. Un estudio similar es el llevado a cabo por Statman (2000), quien realiza un análisis comparativo de fondos ISR y fondos convencionales, considerando fondos de igual tamaño. Los resultados obtenidos muestran que la *performance* de los fondos ISR es mejor que la de los fondos convencionales, si bien la diferencia no es estadísticamente significativa. A continuación, se muestra un cuadro resumen de las líneas de investigación llevadas a cabo en este ámbito:

Líneas de investigación de la <i>performance</i> financiera de la ISR		
Líneas de investigación	Autores	Conclusiones
Investigaciones que comparan la <i>performance</i> de los fondos ISR con la <i>performance</i> de los fondos de inversión convencionales (matched pair analysis)	Mallin <i>et al.</i> (1995) Gregory, Matatko y Luther (1997) Hamilton <i>et al.</i> (1993) Reyes y Grieb (1998) M'Zali y Turcotte (1997) Statman (2000) Bauer <i>et al.</i> (2005)	No hay diferencias significativas entre los fondos ISR y los fondos de inversión convencionales.
Investigaciones que comparan la <i>performance</i> de los fondos ISR con la <i>performance</i> de los índices de mercado	Gregory, Matatko y Luther (1994) Diltz (1995) Arms (1999) Cummings (2000) Vermeir y Corten (2001) Balaguer y Muñoz (2003) Kreander <i>et al.</i> (2005)	No hay diferencias significativas entre los fondos ISR y los índices de mercado.
Investigaciones que comparan la <i>performance</i> social y la <i>performance</i> financiera de la empresa	Moskowitz (1972, 1975) Cowen <i>et al.</i> (1987) Wokutch y Spencer (1987) McGuire <i>et al.</i> (1988) Morris <i>et al.</i> (1990) Hart y Ahuja (1994) Johnson y Greening (1994) Waddock y Graves (1997) Roman, Hayibor y Agle (1999) Orlitzky <i>et al.</i> (2004)	La mayoría de las investigaciones concluyen que, por lo menos, una buena <i>performance</i> social no conduce a una baja <i>performance</i> financiera.

Fuente: Balaguer, M.R; Albareda, L. (2006)

Nota: Conviene aclarar que, cuando hablamos de "fondos convencionales", nos referimos a aquellos fondos que no realizan preselección de la cartera a partir de criterios ISR, es decir, a los fondos tradicionales.

Por tanto, podríamos concluir que, tanto de acuerdo a la literatura estudiada como a los resultados obtenidos en los últimos años, la selección basada en criterios sociales no va en detrimento de la rentabilidad. Es decir, los fondos ISR no son necesariamente peores en términos de rentabilidad. En los siguientes apartados se refutará esta hipótesis con mi análisis empírico.

4.3 COMPARATIVA DE LAS VARIABLES MÁS RELEVANTES

4.3.1 METODOLOGÍA

El primer análisis a realizar consiste en la comparación de las variables más relevantes que definen a un fondo de inversión. Empezaremos por comparar las **rentabilidades** de los fondos de inversión socialmente responsables comercializados en España con el resto de fondos convencionales y nacionales de similares características. El modo de operar será comparar cada fondo socialmente responsable con los equivalentes convencionales en términos de patrimonio, antigüedad, riesgo y siempre según el tipo de inversión (renta variable, fija, mixta, internacional, etc.). La base de datos a utilizar ha sido la base de datos de VDOS (empresa española líder en información de fondos de inversión, sociedades de inversión, IIC extranjeras y planes de pensiones en España) a través del buscador de www.quefondos.com.

Los fondos ISR registrados en la CNMV, domiciliados, gestionados y comercializados en España los podemos encontrar en el Foro Español de Inversión Socialmente Responsable (www.spainsif.es). Actualmente, y a tenor de los criterios utilizados por Santander AM a la hora de elaborar el documento para Spainsif, aunque existen 12 fondos ISR comercializados en España, sólo son 11 las entidades que los ofertan: Santander (tiene tres fondos de este tipo), BBVA, Kutxabank, Banco Sabadell, Caja Ingenieros, Banco Mare Nostrum, La Caixa, Bankinter, BNP Paribas España, Inverseguros y Banca Privada de Andorra.

Los 12 fondos tienen en común el ser de ISR, es decir, en sus procesos de inversión incorporan criterios de valoración de empresas tanto financieros como ambientales, sociales y de gobierno corporativo. Además, siete de ellos son solidarios, puesto que

destinan parte de la comisión de gestión cobrada a una o varias ONG o iniciativas de carácter social para ayudarlas en su labor diaria.

A modo de ejemplo, la primera comparación será la del fondo BBVA Bolsa de Desarrollo Sostenible, FI. Primero buscamos una descripción del fondo en la propia página web para conocer sus características más importantes (antigüedad, patrimonio, riesgo, valor liquidativo, comisiones, etc.), así como sus rentabilidades y su política de inversión, que es la siguiente:

La gestión toma como referencia el comportamiento del índice FTSE 4 GOOD Global 100. Más del 75% de la exposición total será en renta variable OCDE, sin descartar otras zonas geográficas y sectores económicos. El objetivo es invertir en compañías consideradas como inversión sostenible, entendida como inversión en empresas que integren en su estrategia y actividades operativas oportunidades y riesgos medioambientales sociales y de gobernabilidad con perspectiva de crear valor a medio/largo plazo. El universo de empresas, será un conjunto de 300 compañías del IBEX35, el Standard & Poors 100, el Eurostoxx 50, el Topix30, el Eurotop 100 y el Standard & Poors 500 entre otros, sin descartar ampliar el universo de compañías si son OCDE.

Así pues, en el buscador de www.quefondos.com escogeremos que el tipo de inversión sea renta variable y en la categoría VDOS marcamos renta variable global. El resto de características para filtrar la búsqueda serán: fondos nacionales, riesgo alto, patrimonio superior a 10 millones y antigüedad superior a 10 años, tal y como resulta ser nuestro fondo socialmente responsable a comparar.

Una vez obtenida la muestra buscada (en este caso el resultado de búsqueda nos proporciona 23 fondos), la copiamos en una hoja Excel y pasamos a calcular la rentabilidad promedio para 2014 y la calculada a 3 años. Las comparamos con las rentabilidades del fondo BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible, FI y comprobamos que ambas son sensiblemente inferiores.

Hacemos el mismo procedimiento con los once fondos ISR españoles restantes y vemos que en la mayoría de los casos la rentabilidad es superior en el caso de las inversiones

socialmente responsables. Haciendo el promedio del conjunto de ambos grupos de fondos, comprobamos que la rentabilidad es superior en el caso de los fondos socialmente responsables, tanto la de un año (4,55% frente a 3,99%) como la calculada a 3 años vista (25,40% frente a 22,96%).⁹

La siguiente comparativa sería la del ratio **Patrimonio/Partícipes**, para conocer de esta manera cuanto capital aporta cada partícipe de media. Siguiendo el mismo procedimiento comparativo, vemos que la media de capital aportado es superior en el grupo de los fondos ISR (2360 frente a 661, en miles de euros), si bien esta comparación no es del todo representativa ya que el fondo Santander Responsabilidad Conservador, FI presenta un ratio muy elevado que distorsiona el análisis grupal.¹⁰

Otra característica a comparar sería la **rentabilidad riesgo**. En este caso, el grupo de fondos socialmente responsable también presenta unos datos más atractivos, ya que la volatilidad media es inferior a la del grupo de fondos convencionales (3,29% frente a 4,11%).

Por último, podemos estudiar también que tipo de fondo presenta mayores **comisiones**. En este caso, estudiaremos la comisión fija y la comisión de depósito. Esta vez, los fondos convencionales sí que presentan una pequeña ventaja sobre los fondos ISR. Tanto las comisiones fijas (1,46% frente a 1,48%) como las comisiones de depósito (0,10% frente a 0,13%) son más atractivas en los fondos convencionales.

También podemos comparar los fondos ISR nacionales con sus equivalentes en Estados Unidos. Tomando los datos de las rentabilidades de estos últimos a través de www.ussif.org podemos comprobar que las rentabilidades de los mismos son inferiores (4% frente a 4,55% en el caso de la rentabilidad a un año y 10% frente a 25,40% en el caso de la rentabilidad a tres años).

⁹ En el caso del fondo Microbank Fondo Etico Garantizado, FI sólo podemos conocer la rentabilidad de 2014 ya que dejó de comercializarse en 2012, por lo que no existe rentabilidad a 3 años vista en este momento. En el caso del Segurfondo Etico Cartera Flexible, FI desconocemos el motivo de la ausencia del dato de rentabilidad a 3 años.

¹⁰ No fue posible encontrar el número de partícipes del fondo Sabadell Inversión Ética y Solidaria, FI

4.3.2 RESULTADOS

A continuación vemos una tabla resumen de las comparaciones realizadas:

Tabla 4.1

Variable a comparar/Tipo de fondo	Fondos convencionales	Fondos ISR
Rentabilidad a 1 año	3,99%	4,55%
Rentabilidad a 3 años	22,96%	25,40%
Ratio patrimonio/partícipes	661 (miles de euros)	2360 (miles de euros)
Volatilidad	4,11%	3,29%
Comisión fija	1,46%	1,48%
Comisión de depósito	0,10%	0,13%

Fuente: elaboración propia

4.4 ESTUDIO DE CORRELACIONES ENTRE VARIABLES

Otro análisis interesante a realizar sería el estudio de las correlaciones entre las diferentes variables, tanto en la muestra de fondos socialmente responsables como en la de los fondos convencionales apareados según el tamaño, la edad, el tipo de inversión, el riesgo, etc. Con ayuda de una hoja de cálculo Excel obtenemos las siguientes matrices de correlación:

Tabla 4.2: Matriz correlación Fondos ISR

Matriz correlación fondos ISR	<i>Rentab. 1 año</i>	<i>Rentab. a 3 años</i>	<i>Volatilidad</i>	<i>Comisión fija</i>	<i>Com. Depósito</i>	<i>Patrimonio (miles)</i>	<i>Antigüedad (días)</i>
Rentab. 1 año	1						
Rentab a 3 años	0,929	1					
Volatilidad	0,525	0,754	1				
Comisión fija	0,755	0,850	0,529	1			
Com. Depósito	0,501	0,415	0,318	0,277	1		
Patrimonio (miles)	-0,017	-0,158	-0,306	-0,003	-0,272	1	
Antigüedad (días)	0,548	0,366	-0,142	0,285	0,219	-0,014	1

Tabla 4.3: Matriz correlación fondos convencionales

Matriz correlación fondos convencionales	<i>Rentab. 1 año</i>	<i>Rentab a 3 años</i>	<i>Volatilidad</i>	<i>Comisión fija</i>	<i>Com. Depósito</i>	<i>Patrimonio (miles)</i>
Rentab. 1 año	1					
Rentab a 3 años	0,988	1				
Volatilidad	-0,150	0,276	1			
Comisión fija	-0,085	0,126	0,626	1		
Com. Depósito	-0,013	0,116	-0,164	-0,318	1	
Patrimonio (miles)	-0,001	-0,043	-0,547	0,683	0,088	1

En primer lugar, vemos que entre la rentabilidad a tres años y la rentabilidad a un año existe una relación de dependencia bastante alta, algo evidente. Por tanto, decimos que ambas variables están bastante correlacionadas ya que el coeficiente de correlación nos da un valor de 0,98 para el caso de los fondos ISR y 0,93 para el de la muestra de fondos convencionales.

Para el caso de los fondos ISR podemos comentar lo siguiente:

- A mayor volatilidad, mayor rentabilidad, especialmente a 3 años (el coeficiente de correlación entre la volatilidad y la rentabilidad a un año es de 0,53 mientras que para la volatilidad y la rentabilidad a tres años el coeficiente nos da un valor superior al 0,75). Existe pues una correlación positiva entre ambas variables. Las dos variables se relacionan en sentido directo.
- También existe una correlación positiva entre las rentabilidades y las comisiones. Esta covariación es bastante patente en el caso de las comisiones fijas ya que los coeficientes rondan el 0,8 (el valor 1 nos mostraría una correlación positiva perfecta). En el caso de las comisiones de depósito, la relación entre ambas variables es más suave (0,5 y 0,41).
- Podría considerarse una correlación negativa entre las variables rentabilidad y patrimonio. Es decir, los fondos con mayores rentabilidades presentan un volumen de patrimonio inferior. Pero en este caso el valor está muy cercano a cero por lo que podría descartarse la existencia de correlación entre ambas variables.
- En cuanto a la antigüedad y su relación con la rentabilidad, parece existir una pequeña correlación positiva en el caso de la rentabilidad a un año (0,54).

Para el estudio de la correlación en la muestra de fondos convencionales pareados con los ISR se puede apreciar la no existencia de correlaciones significativas entre ninguna de las variables (ningún valor alcanza el 0,3). Además, no se introdujo la variable antigüedad en el análisis de la correlación debido a que la disparidad existente entre todos los fondos de acuerdo al tiempo era muy grande.

4.5 ESTUDIO DIFERENCIA DE MEDIAS

Anteriormente hemos visto la comparación de las rentabilidades entre los fondos ISR y los fondos convencionales de similares características. Dicha comparación nos mostraba una ligera diferencia de rentabilidad a favor de los fondos ISR. Ahora bien, ¿son esas diferencias en rentabilidad significativas? Para contestar a esta pregunta me apoyaré en la prueba t de Student para la comparación de medias en dos muestras dependientes o emparejadas.

En estadística, una prueba t de Student o Test-T es cualquier prueba en la que el estadístico utilizado tiene una distribución t de Student si la hipótesis nula es cierta. Se aplica cuando la población estudiada sigue una distribución normal pero el tamaño muestral es demasiado pequeño como para que el estadístico en el que está basada la inferencia esté normalmente distribuido, utilizándose una estimación de la desviación típica en lugar del valor real.

La característica fundamental de las muestras pareadas o dependientes es que a cada observación en el primer grupo le corresponde una en el segundo grupo. Este emparejamiento de las muestras me permitirá anular el efecto que puedan tener algunas variables, como el tamaño, la edad del fondo o el tipo de inversión (variable, fija, mixta, etc.). De esta manera, por ejemplo, el primer fondo ISR (BBVA Bolsa desarrollo sostenible) tendrá su “pareja” en la muestra de fondos convencionales. Ese fondo homónimo tendrá las mismas características: un invertirá en renta variable internacional, tendrá una antigüedad superior a 10 años, un patrimonio mayor de 10 millones de euros y un riesgo alto.

Por tanto, los datos no se presentan como dos muestras independientes, sino como una muestra de pares de variables aleatorias:

$$(X_1, Y_1), (X_2, Y_2), \dots, (X_n, Y_n)$$

que se supone que tienen distribución normal conjunta, con $E(X_i) = \mu_1$ y $E(Y_i) = \mu_2$. A continuación, se calculan las diferencias:

$$D_1 = X_1 - Y_1, D_2 = X_2 - Y_2, \dots, D_n = X_n - Y_n$$

y se trabaja con estas diferencias como una muestra aleatoria de una distribución normal $N(\mu_D, \sigma^2_D)$, donde $\mu_D = \mu_1 - \mu_2$

La hipótesis nula será:

$$H_o : \mu_{D1} - \mu_{D2} = 0, \text{ es decir, } \mu_1 = \mu_2$$

La hipótesis alternativa:

$$H_a : \mu_1 - \mu_2 \neq 0, \text{ es decir, } \mu_1 \neq \mu_2$$

Aceptaremos H_0 al nivel de significación α si $|t_{exp}| < t_\alpha(n - 1)$

Rechazaremos H_0 al nivel de significación α si $|t_{exp}| > t_\alpha(n - 1)$

En Excel podemos calcular directamente la prueba t de Student en la pestaña Datos/Análisis de Datos. Para acceder a esta última herramienta será necesario activarla previamente en Menú/Opciones de Excel/Complementos/Herramientas para el análisis

El primer caso será la comparación de **rentabilidades a un año** entre fondos ISR y convencionales:

Prueba t para medias de dos muestras emparejadas		
	Rentab. 1 año ISR	Rentab. 1 año conv
Media	0,045508333	0,039898556
Varianza	0,001374501	0,000394407
Observaciones	12	12
Coeficiente de correlación de Pearson	0,14026748	
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	11	
Estadístico t	0,491639097	
P(T<=t) una cola	0,316318798	
Valor crítico de t (una cola)	1,795884814	
P(T<=t) dos colas	0,632637596	
Valor crítico de t (dos colas)	2,200985159	

*El alfa (α) será del 0,05

Como vemos en la tabla, el valor del estadístico t es 0,49. Es inferior al valor crítico (1,796), por lo que aceptamos la hipótesis nula. Esto es, no existen diferencias significativas entre las medias con un nivel de confianza del 95% ($\alpha = 0,05$).

Otra forma de ver los resultados sería mirando el p-valor (0,316), que es notablemente superior al nivel de significación (0,05), por lo que se acepta la hipótesis nula. Cuanto mayor sea el p-valor, menos significativas serán las diferencias.

Para el estudio de las rentabilidades a 3 años las conclusiones son las mismas:

Prueba t para medias de dos muestras emparejadas		
	Rentab. a 3 años ISR	Rentab a 3 años conv
Media	0,25399	0,229635295
Varianza	0,019354868	0,012906868
Observaciones	10	10
Coeficiente de correlación de Pearson	0,89423121	
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	9	
Estadístico t	1,218593328	
P($T \leq t$) una cola	0,126988091	
Valor crítico de t (una cola)	1,833112923	
P($T \leq t$) dos colas	0,253976182	
Valor crítico de t (dos colas)	2,262157158	

Por último, además de la rentabilidad, se pueden establecer comparaciones en términos de **volatilidad, comisiones y ratio patrimonio/partícipes**. Obtuve los siguientes resultados:

Prueba t para medias de dos muestras emparejadas		
	Volatilidad ISR	Volatilidad conv.
Media	0,032891667	0,04109857
Varianza	0,000375055	0,000869101
Observaciones	12	12
Coeficiente de correlación de Pearson	0,846420265	
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	11	
Estadístico t	-1,706125428	
P($T \leq t$) una cola	0,058011559	
Valor crítico de t (una cola)	1,795884814	
P($T \leq t$) dos colas	0,116023117	
Valor crítico de t (dos colas)	2,200985159	

Prueba t para medias de dos muestras emparejadas		
	Com. Fija Isr	Com. Fija conv.
Media	0,014825	0,014578059
Varianza	1,25584E-05	8,97468E-06
Observaciones	12	12
Coeficiente de correlación de Pearson	0,43371955	
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	11	
Estadístico t	0,243673183	
P(T<=t) una cola	0,405984364	
Valor crítico de t (una cola)	1,795884814	
P(T<=t) dos colas	0,811968729	
Valor crítico de t (dos colas)	2,200985159	

Prueba t para medias de dos muestras emparejadas		
	Com. Dep. ISR	Com. Dep. conv
Media	0,001333333	0,001049098
Varianza	1,51515E-07	1,97213E-08
Observaciones	12	12
Coeficiente de correlación de Pearson	0,624313417	
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	11	
Estadístico t	3,068220682	
P(T<=t) una cola	0,005346917	
Valor crítico de t (una cola)	1,795884814	
P(T<=t) dos colas	0,010693835	
Valor crítico de t (dos colas)	2,200985159	

Prueba t para medias de dos muestras emparejadas		
	Patr/part. ISR	Patr/part. Conv.
Media	2360,400405	687,7696035
Varianza	53082230,33	1151086,576
Observaciones	11	11
Coeficiente de correlación de Pearson	0,26669217	
Diferencia hipotética de las medias	0	
Grados de libertad	10	
Estadístico t	0,784032063	
P(T<=t) una cola	0,225596466	
Valor crítico de t (una cola)	1,812461102	
P(T<=t) dos colas	0,451192932	
Valor crítico de t (dos colas)	2,228138842	

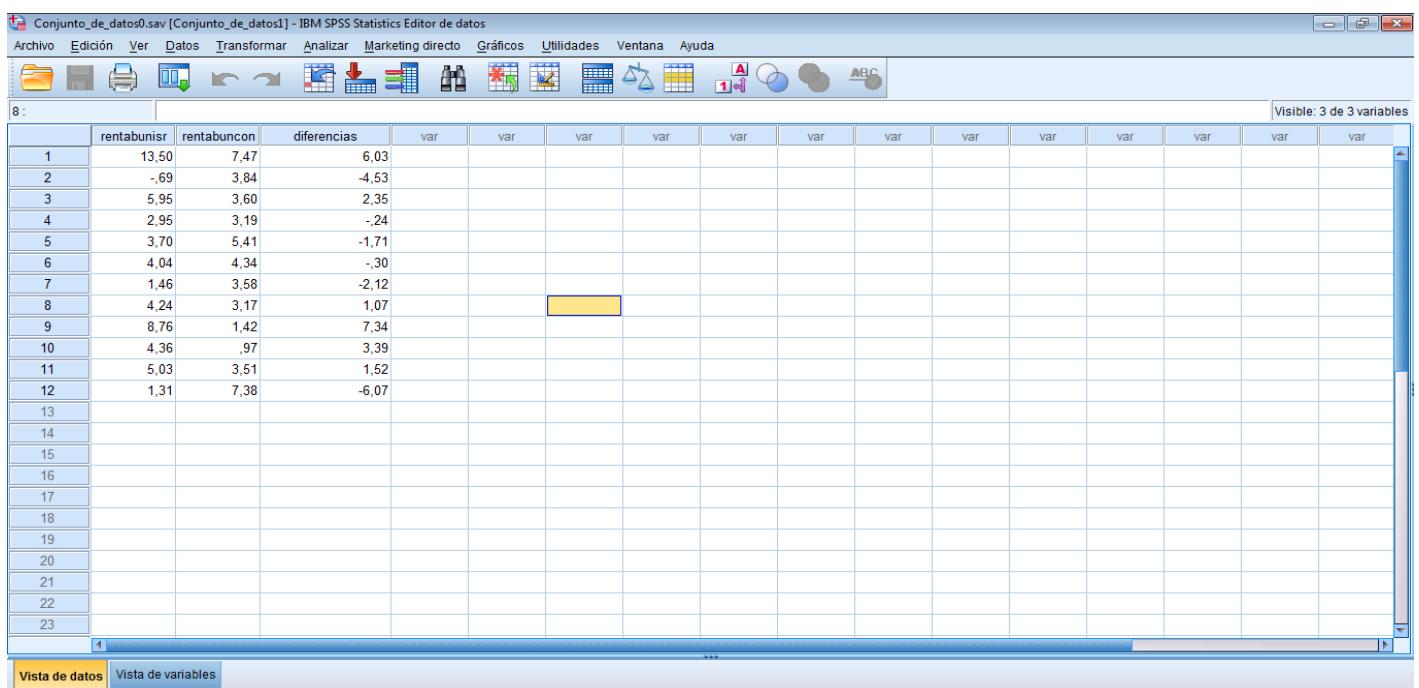
Como se puede apreciar, en el estudio de la volatilidad, las comisiones fijas y el ratio patrimonio/partícipes la hipótesis nula es aceptada, por lo que afirmamos la no existencia de diferencias significativas entre dichas variables estudiadas según se trate

de fondos ISR o convencionales. No sucede lo mismo en la comparación de las comisiones de depósito, donde vemos que el valor del estadístico t (3,068) es superior al valor crítico (1,796), así como un p -valor (0,005) inferior al nivel de significatividad. En este caso podemos decir que sí que existen diferencias significativas entre las comisiones de depósito de los fondos ISR con los convencionales.

Cabe remarcar que para poder obtener conclusiones coherentes con el test t de Student es necesario que se cumpla un requisito: el conjunto de diferencias debe seguir una distribución normal.

Cuando la asunción de normalidad no se sostiene, una alternativa no paramétrica a la prueba t puede ofrecer un mejor poder estadístico. La contraparte no paramétrica a la prueba t de muestras apareadas es la prueba Wilcoxon de suma de posiciones con signo para muestras pareadas.

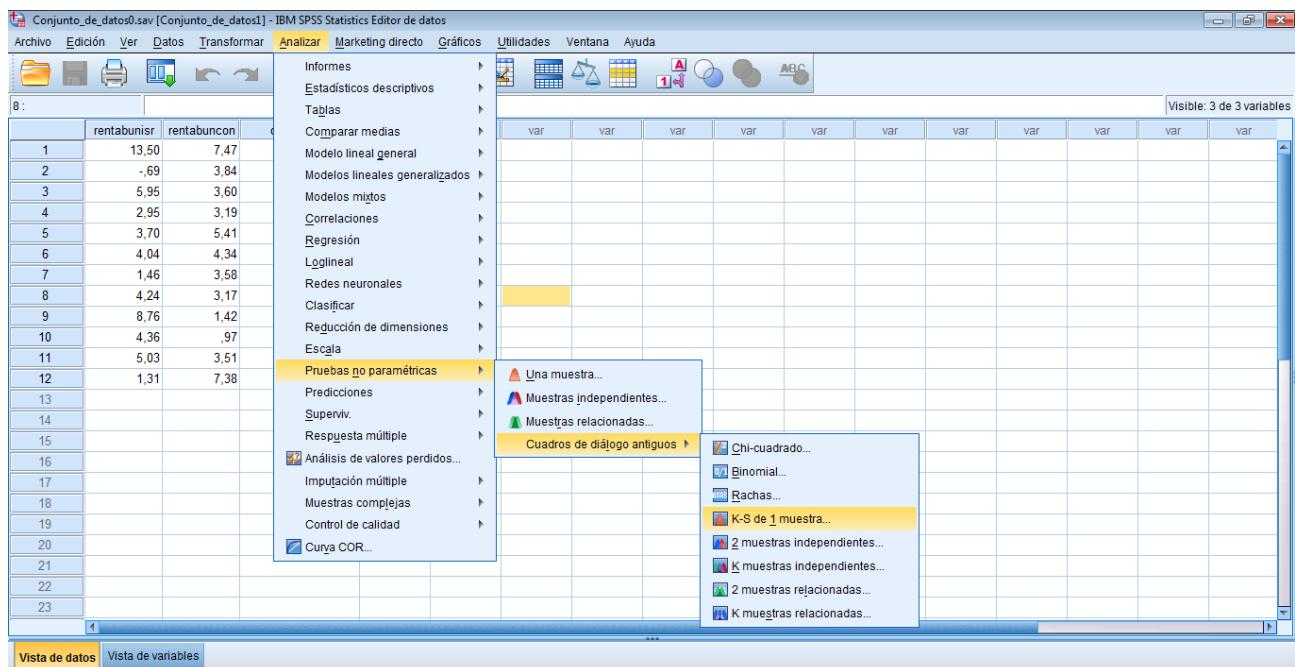
A través del programa IBM SPSS Statistics podremos comprobar la existencia o no de la distribución normal, así como la realización del test de Wilcoxon para dotar de mayor profundidad al estudio:



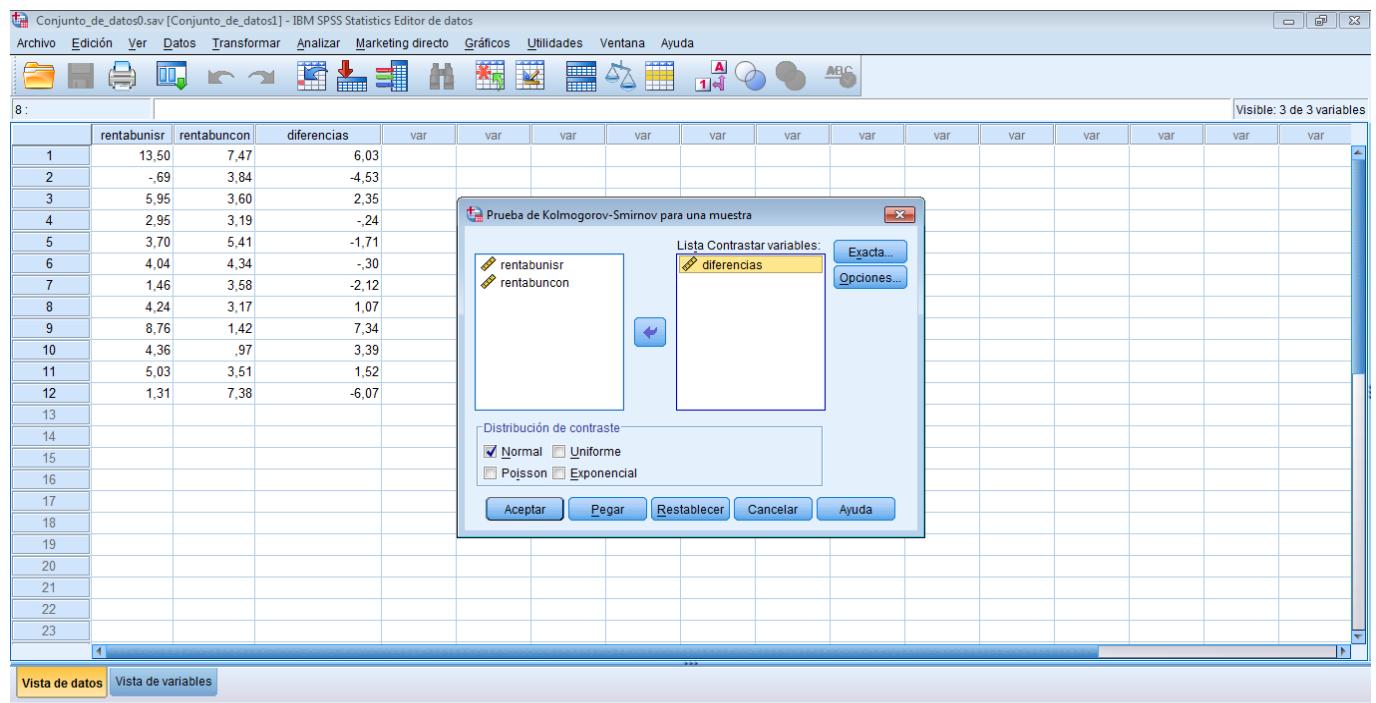
	rentabunisr	rentabuncon	diferencias	var													
1	13,50	7,47	6,03														
2	-,69	3,84	-4,53														
3	5,95	3,60	2,35														
4	2,95	3,19	-,24														
5	3,70	5,41	-1,71														
6	4,04	4,34	-,30														
7	1,46	3,58	-2,12														
8	4,24	3,17	1,07														
9	8,76	1,42	7,34														
10	4,36	,97	3,39														
11	5,03	3,51	1,52														
12	1,31	7,38	-6,07														
13																	
14																	
15																	
16																	
17																	
18																	
19																	
20																	
21																	
22																	
23																	

Una vez introducidos los datos de las variables (en el ejemplo vamos a estudiar las diferencias en rentabilidad a un año), procedemos a comprobar la normalidad. Para ello,

vamos a Analizar/Pruebas no paramétricas/Cuadros de diálogo antiguos/K-S de 1 muestra:



Introducimos la variable diferencias con la distribución de contraste Normal marcada y aceptamos:



Nos fijamos en que el p-valor es superior al nivel de significación por lo que aceptamos la hipótesis nula de distribución normal de los datos. Ello implica que podemos fiarnos de la prueba t de Student (prueba paramétrica).

No obstante, realizaremos el test de Wilcoxon (prueba no paramétrica) para completar el estudio. Para ello, vamos a Analizar/Pruebas no paramétricas/Cuadros de diálogo antiguos/2 muestras relacionadas:

Seleccionamos las variables rentabilidad a un año, comprobamos que está marcada la prueba de Wilcoxon y aceptamos:

Rangos

	N	Rango promedio	Suma de rangos
rentabuncon - rentabunisr	6 ^a	7,33	44,00
Rangos positivos	6 ^b	5,67	34,00
Empates	0 ^c		
Total	12		

a. rentabuncon < rentabunisr
b. rentabuncon > rentabunisr
c. rentabuncon = rentabunisr

Estadísticos de contraste^a

	rentabuncon - rentabunisr
Z	-.392 ^b
Sig. asintót. (bilateral)	.695

a. Prueba de los rangos con signo de Wilcoxon
b. Basado en los rangos positivos.

De nuevo, comprobamos que el p-valor es muy elevado, por lo que se reafirma la hipótesis de ausencia de diferencias significativas entre las rentabilidades de fondos ISR y fondos convencionales. Las mismas conclusiones se pueden sacar en el estudio de las rentabilidades a tres años:

Rangos

	N	Rango promedio	Suma de rangos
rentabtrescon - rentabtresisr	7 ^a	5,57	39,00
Rangos positivos	3 ^b	5,33	16,00
Empates	0 ^c		
Total	10		

a. rentabtrescon < rentabtresisr
b. rentabtrescon > rentabtresisr
c. rentabtrescon = rentabtresisr

Estadísticos de contraste^a

	rentabtrescon - rentabtresisr
Z	-1,172 ^b
Sig. asintót. (bilateral)	.241

a. Prueba de los rangos con signo de Wilcoxon
b. Basado en los rangos positivos.

CAPÍTULO V. CONCLUSIONES

Una de las conclusiones obtenidas tras la realización del proyecto ha sido el conocer la clara importancia que ha adquirido la ISR en los últimos años. Su crecimiento, tanto en Europa como en España, le coloca ahora como una de las alternativas de inversión más relevantes. También queda claro que la concienciación de la sociedad sobre esta modalidad de inversión y el impulso de asociaciones sin ánimo de lucro como Spainsif o Eurosif ha sido y será fundamental en su desarrollo e implantación. Las exclusiones predominan como tipo de estrategia más común, mientras que la inversión de impacto está experimentando un gran crecimiento en los últimos años.

Pero la principal conclusión obtenida en este documento de trabajo es la ausencia de diferencias en cuanto a la rentabilidad entre los fondos socialmente responsables y los convencionales. De hecho, si optamos por invertir en fondos ISR españoles, vemos que su rentabilidad es ligeramente superior a la media de sus equivalentes convencionales. En cuanto a la volatilidad, ésta es superior en el grupo de los fondos convencionales. En el caso de las comisiones, tanto la comisión de gestión como la de depósito, obtenemos mejores resultados en los fondos convencionales.

Estas diferencias en rendimiento, no obstante, carecen de importancia ya que no son estadísticamente significativas salvo en el caso del estudio de las comisiones de depósito, según muestra la prueba t de Student de diferencia de medias y la prueba de Wilcoxon.

Finalmente, en cuanto al estudio sobre las correlaciones, en el caso del grupo de fondos ISR españoles se aprecia una correlación positiva entre las rentabilidades a uno y tres años, entre la volatilidad y la rentabilidad a largo plazo (tres años) y entre la rentabilidad (bien sea a uno o tres años) y las comisiones, especialmente las de gestión. Por último, parece existir una ligera correlación positiva entre la antigüedad del fondo y la rentabilidad a un año. En el grupo de fondos convencionales emparejados no se ha encontrado ninguna correlación significativa entre las distintas variables.

BIBLIOGRAFÍA

BALAGUER FRANCH, M.R., ALBAREDA VIVÓ, L.: “Análisis comparativo de la rentabilidad financiera de los fondos de inversión socialmente responsables en España”. <http://dialnet.unirioja.es/> [Consulta: Septiembre 2014]

BALAGUER, M.R.; MUÑOZ, M.J. (2003): “Análisis de los fondos de inversión éticos y solidarios españoles: Evaluación de la performance social y financiera”, XI Foro de Finanzas, Alicante, <http://xiforofinanzas.ua.es/trabajos/1041.pdf>.

BAUER, R.; KOEDIJK, K.; OTTEN, R. (2005): “International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style”, Journal of Banking and Finance, 29, (7), 1751-1767.

BROOKS, L.J. (1997): “Business Ethics in Canada: Distinctiveness and Directions”, Journal of Business Ethics, 16, 591-604.

CAMBÓN MURCIA, M. I.: “Rentabilidad de los fondos de inversión españoles: un análisis de sus determinantes” (2011). http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT48_web.pdf

CIRIZA, M. *Fondos de Inversión Socialmente Responsables*. <http://thefundscorner.com/fondos-de-inversion-socialmente-responsables/>. [Consulta: Octubre 2014]

CIRIZA, M. *Principales definiciones para entender la ISR*. <http://thefundscorner.com/principales-definiciones-para-entender-la-inversion-socialmente-responsable/>. [Consulta: Octubre 2014]

ECONOMISTAS SIN FRONTERAS. *La inversión socialmente responsable como palanca de la responsabilidad social en la pequeña y mediana empresa* (2011). http://ecosfron.org/ecosfron/wp-content/uploads/ISR_Y_PYME.DEFINITIVO.pdf [Consulta: Octubre 2014]

ESCUDERO, R. *Los fondos españoles de ISR superan en rentabilidad al conjunto de la industria nacional* (2013). <http://www.fundspeople.com/noticias/los-fondos-espanoles-de-isr-superan-en-rentabilidad-al-conjunto-de-la-industria-nacional-108390> [Consulta: Noviembre 2014]

EUROSIF (2012, 2014): *European SRI Study*. <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/09/Eurosif-SRI-Study-20142.pdf>. [Consulta: Diciembre 2014]

FERNÁNDEZ IZQUIERDO, M. A; MUÑOZ TORRES, M. J. *La Inversión Socialmente Responsable*. Universitat Jaume I. <http://repositori.uji.es/xmlui/bitstream/handle/10234/25763/32571.pdf?sequence=1> [Consulta: Noviembre 2014]

GOLDREYER, E. F.; DILTZ, J. D. (1999): “The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: Incorporating Sociopolitical Information in Portfolio Selection”, *Managerial Finance*, 25, (1), 23-36

GONZÁLEZ M. *Bioestadística: Inferencia estadística. Análisis de dos muestras*. Departamento de Matemáticas. Universidad de Extremadura. http://matematicas.unex.es/~mvelasco/Bioestadistica/dos_muestras.pdf/. [Consulta: Diciembre 2015]

GREGORY, A.; MATATKO, J.; LUTHER, R. (1994): “The Performance of Ethical Unit Trusts: Choosing an Appropriate Benchmark”, *British Accounting Review*, 26, 77-89.

HAMILTON, S.; HOJE, J.; STATMAN, M. (1993): “Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds”, *Financial Analysts Journal*, 49, (6), 62-66.

KREANDER, N.; GRAY, R. H.; POWER, D. M.; SINCLAIR C. D. (2005): “Evaluating the Performance on Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 32, (7-8), 1465-1493.

MALLIN, C.; SAADOUNI, B.; BRISTON, R. (1995) "The Financial Performance of Ethical Investment Funds", *Journal of Business Finance & Accounting*, 22, (4), 483-496. mutual funds", *American Business Review*, 16, (1), 1-7.

ONGAWA INGENIERÍA PARA EL DESARROLLO HUMANO. *Inversión Socialmente Responsable*. <http://www.ongawa.org/rscpymes/isr/>. [Consulta: Octubre 2014]

PÉREZ, M. *¿Qué sabemos de la ISR o la Inversión Socialmente Responsable?* <http://www.unitedexplanations.org/2014/04/01/que-sabemos-de-la-isr-o-inversion-socialmente-responsable/>. [Consulta: Enero 2015]

REYES, M.; GRIEB, T. (1998): "The external performance of socially responsible of mutual funds", *American Business Review*, 16, (1), 1-7.

RUIZ DE MUNAIN FONTCUBERTA, J. L; MARTÍN CAVANNA, J. *Mapa de las inversiones de impacto en España*. <http://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/Informeinversiones.pdf> [Consulta: Diciembre 2014]

SPAINSIF. *La Inversión Socialmente Responsable en España* (2012). http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/spainsif_informe_2012_web.pdf [Consulta: Septiembre 2014]

SPAINSIF. *NORMATIVA COMPARADA EUROPEA / REGULACIÓN EN LA ISR RETAIL* (2013). http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/ficheros/evento_anual_2013/informe2013.pdf [Consulta: Noviembre 2014]

SPAINSIF. *Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable en España* (2013). <http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/publicaciones/Observatorio%20ISR%202013.pdf> [Consulta: Noviembre 2014]

STATMAN, M. (2000): "Socially Responsible Mutual Funds", *Financial Analysts Journal*, 56, (4), 30-39.

VIGEO. *Green, Social and Ethical Funds in Europe. The Retail Market.* (2014).

<http://www.spainsif.es> [Consulta: Diciembre 2014]

ANEXOS

Anexo I. Hoja Excel con las características del conjunto de fondos ISR gestionados, domiciliados y comercializados en España.

Nº	Fondo	Tipo inversión	rentab. 1 año	rentab a 3 años	Patrimonio/Partícipes	(miles de euros)	Rentabilidad/riesgo (1 año)
1	BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI	RV intern.	13,50%	55,58%	6,1049	1,19%	5,28%
2	COMPROMISO FONDO ETICO, FI	RF mixta global	-0,69%	14,50%	59,2748	-0,04%	1,44%
3	FONENGIN ISR, FI	RF mixta internac.	5,95%	18,93%	20,2006	0,49%	1,57%
4	KutxaBank Fondo Solidario, FI	RF mixta euro	2,95%	16,16%	21,9149	0,27%	1,71%
5	Microbank Fondo Etico Garantizado, FI	RV intern.	3,70%		9,2823	0,40%	4,89%
6	Microbank Fondo Ético, FI	RF mixta internac.	4,04%	21,69%	13,2737	0,41%	3,15%
7	Sabadell Inversión Ética y Solidaria, FI	Fondo mixto global	1,46%	13,41%		0,12%	2,05%
8	Santander Responsabilidad Conservador, FI	RF mixta euro	4,24%	19,18%	24301,3677	0,35%	1,51%
9	Santander Solidario Dividendo Europa, FI	RV Europa	8,76%	45,07%	212,6119	0,69%	6,34%
10	BANKINTER SOSTENIBILIDAD, FI	RV intern.	4,36%	25,46%	3,8226	0,45%	6,32%
11	INVERACTIVO CONFIANZA, FI	RF mixta euro	5,03%	24,01%	1222,0347	0,42%	1,68%
12	SEGURFONDO ETICO CARTERA FLEXIBLE, FI A	RV global	1,31%		94,5162	0,32%	3,53%
	Media		4,55%	25,40%	2360,4004	0,42%	3,29%

Anexo I. Hoja Excel con las características del conjunto de fondos ISR gestionados, domiciliados y comercializados en España (continuación).

Comisión fija	Com. Depósito	Patrimonio (mil.)	Valor liquidativo	Fecha de lanzamiento	Antigüedad (días)
2,25%	0,20%	31.269,47	13.786	sep-97	6373,00
1,60%	0,10%	8.950,49	5.7656	dic-05	3360,00
1,35%	0,20%	57.167,80	12.1557	ago-92	8230,00
1,50%	0,10%	11.395,77	7.517	jun-05	3543,00
1,45%	0,15%	26.798,10	7.698	abr-13	682,00
1,45%	0,15%	21.330,90	7.3678	mar-99	5827,00
0,95%	0,10%	36.935,91	1.284,29	oct-03	4152,00
1,49%	0,10%	2.430.136,77	137,33	jun-03	4274,00
1,90%	0,10%	21.261,19	82.173	feb-99	5855,00
1,60%	0,15%	4.361,64	85.463	oct-03	4152,00
1,25%	0,10%	122.203,47	15.926	nov-94	7408,00
1,00%	0,15%	9.829,68	11.515	mar-12	1078,00
1,48%	0,13%				

Anexo II. Hoja Excel con las características de los fondos pareados con los fondos ISR gestionados, domiciliados y comercializados en España.

Nº	Media Fondos Convencionales similares	Tipo inversión	rentab. 1 año	rentab a 3 años	Patrimonio/Partícipes	(miles de euros)		Rentabilidad/riesgo (1 año)		Com. Depósito	Patrimonio (mil.)
						Media	Volatilidad	Comisión fija			
1	BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI	RV intern.	7,47%	43,50%	45,2465	0,68%	5,92%	1,66%	0,133%	119994,7283	
2	COMPROMISO FONDO ETICO, FI	RF mixta global	3,84%	16,81%	595,1069	0,35%	2,13%	1,14%	0,094%	138486,7988	
3	FONENGIN ISR, FI	RF mixta internac.	3,60%	13,99%	371,4595	0,31%	1,58%	1,09%	0,104%	211757,919	
4	KutxaBank Fondo Solidario, FI	RF mixta euro	3,19%	15,73%	62,6181	0,29%	1,78%	1,38%	0,092%	190925,7965	
5	Microbank Fondo Etico Garantizado, FI	RV intern.	5,41%		489,0067	0,53%	10,37%	1,80%	0,111%	58003,13805	
6	Microbank Fondo Ético, FI	RF mixta internac.	4,34%	21,43%	297,0892	0,39%	2,51%	1,23%	0,089%	91985,418	
7	Sabadell Inversión Ética y Solidaria, FI	Fondo mixto global	3,58%	13,99%	371,4595	0,31%	1,58%	1,09%	0,104%	211757,919	
8	Santander Responsabilidad Conservador, FI	RF mixta euro	3,17%	14,69%	1400,8620	0,29%	1,87%	1,29%	0,101%	226502,9715	
9	Santander Solidario Dividendo Europa, FI	RV Europa	1,42%	37,48%	301,5171	0,24%	6,73%	1,88%	0,098%	67850,80438	
10	BANKINTER SOSTENIBILIDAD, FI	RV intern.	0,97%	35,72%	218,1435	0,24%	6,90%	1,87%	0,110%	48656,26652	
11	INVERACTIVO CONFIANZA, FI	RF mixta euro	3,51%	16,30%	3712,4903	0,32%	1,88%	1,42%	0,094%	588656,6971	
12	SEGURFONDO ETICO CARTERA FLEXIBLE, FI A	RV global	7,38%		71,9259	0,68%	6,06%	1,63%	0,129%	82095,07682	
Media			3,99%	22,96%	661,4104	0,39%	4,11%	1,46%	0,10%		

Anexo III. Resumen corporativo de los fondos ISR españoles:

BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI

La gestión toma como referencia el comportamiento del índice FTSE 4 GOOD Global 100. Más del 75% de la exposición total será en renta variable OCDE, sin descartar otras zonas geográficas y sectores económicos. El objetivo es invertir en compañías consideradas como inversión sostenible, entendida como inversión en empresas que integren en su estrategia y actividades operativas oportunidades y riesgos medioambientales sociales y de gobernabilidad con perspectiva de crear valor a medio/largo plazo. El universo de empresas, será un conjunto de 300 compañías del IBEX35, el Standard & Poors 100, el Eurostoxx 50, el Topix30, el Eurotop 100 y el Standard & Poors 500 entre otros, sin descartar ampliar el universo de compañías si son OCDE.

COMPROMISO FONDO ÉTICO, FI

El Fondo invierte de acuerdo con criterios éticos además de financieros. La Comisión de Ética del Fondo define criterios éticos de actuación empresarial, inspirados en los valores de Doctrina Social de la Iglesia Católica. El Fondo solo invertira en aquellos valores que pertenezcan al universo seleccionado por dicha Comisión, de acuerdo con dos tipos de criterios que se enuncian a continuación y se detallan en el folleto del Fondo; criterios valorativos positivos y criterios negativos o excluyentes.

FONENGIN ISR, FI

Fondo Ético. La gestión toma como referencia el comportamiento del índice formado por la media de la rentabilidad a un año de la categoría Renta Fija Mixta Internacional de Inverco. El objetivo del fondo será superar dicha rentabilidad media. La inversión se caracteriza por seguir criterios socialmente responsables y los valores de renta variable como los emisores de renta fija, depósitos e instrumentos del mercado monetario deberán estar integrados en el índice FTSE4Good Global 100. La duración máxima de la cartera es de 4 años. La inversión en Deuda Pública será, como máximo, de un 15%, y será de países clasificados como de Desarrollo humano muy alto en el índice de desarrollo humano (IDH) elaborado por la ONU.

KUTXBANK FONDO SOLIDARIO, FI

Invertirá en renta variable un 25% máximo de su patrimonio y mínimo un 75% en renta fija. El fondo invierte su cartera atendiendo a criterios financieros tradicionales, así como a criterios éticos y de responsabilidad social corporativa. La parte de la cartera materializada en valores de renta fija se corresponderá con emisiones de elevada liquidez al cotizar en los mercados organizados de países pertenecientes a la OCDE, principalmente de Europa, denominados en euros, y emitidos por emisores de reconocida solvencia, tanto del sector público como del sector privado. La parte de la cartera invertida en valores de renta variable estará materializada en valores negociados en los mercados organizados de países pertenecientes a la OCDE, principalmente de Europa, y que sean emitidos por empresas de gran solvencia. Un porcentaje inferior al 5% del patrimonio podrá estar invertido en activos denominados en divisas distintas al euro.

MICROBANK FONDO ECOLÓGICO, FI

El Fondo invierte exclusivamente en IICs incluidas en la categoría de Morningstar Renta Variable Sector Ecología o en IICs pertenecientes al índice Bloomberg's Active Indices for Funds (BAIF) Open End Environmentally Friendly Funds. Invierte más de un 50% de su patrimonio en otras IICs de carácter financiero, que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora. La inversión en IICs no armonizadas será como máximo el 30% del patrimonio. Habitualmente el porcentaje de inversión en otras IICs será del 95% y la parte no invertida en IICs se invertirá en tesorería. La exposición a renta variable representará más del 75% de la exposición total del Fondo. La exposición a riesgo divisa no tendrá límite. La renta variable podrá ser tanto de alta como de media y baja capitalización bursátil, sin límite de concentración sectorial y cotizada en mercados de países miembros o no de la OCDE.

MICROBANK FONDO ÉTICO, FI

La exposición a renta variable oscilará entre el 20% - 60%, sin límites de capitalización. El resto podrá invertirse en renta fija, sin duración predeterminada, incluyendo sin límite definido depósitos a la vista e instrumentos del mercado monetario que sean líquidos. Podrá invertir en cualquier mercado, preferentemente europeos, incluidos los emergentes hasta un 40%. Además de criterios financieros, invertirá siguiendo criterios éticos de actuación empresarial aplicados tanto a renta variable como a renta fija

privada, definidos por una Comisión Ética que nunca adoptará decisiones de gestión. Los criterios éticos vigentes y la composición de la Comisión Ética pueden consultarse en el Folleto. La exposición máxima a renta fija pública será del 20%, en países clasificados como de Desarrollo Humano alto-muy alto en el índice de desarrollo humano (IDH) elaborado por Naciones Unidas.

SABADELL INVERSIÓN ÉTICA Y SOLIDARIA, FI

Fondo Ético. La gestión toma como referencia el comportamiento del índice compuesto por Afi Repo 1 day (en un 27%), Effas Bond Indices Spain Govt 1-3 Yrs (en un 53%) y STOXX Europe 50 EUR (Price) (en un 20%). Todas las posiciones del Fondo, IIC incluidas, se seleccionan atendiendo a su ideario ético cuyos criterios figuran en el folleto. El Comité Ético será responsable de determinar el universo de valores invertibles, aplicando dicho ideario, y de supervisar las inversiones que realice la Gestora. El Fondo invierte en activos negociados en Europa Occidental, principalmente, y en otros mercados como EEUU, Japón o máximo 15% en países emergentes. En condiciones normales la exposición a renta variable será del 20% (mínimo 0% y máximo 30%) sin límite de capitalización.

SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI

Fondo Ético. La gestión toma como referencia la rentabilidad del índice Merrill Lynch Eurogobiernos para la renta fija y Euro Stoxx 50 para la renta variable. Se seguirán criterios de actuación empresarial, financieros, éticos y socialmente responsables según el ideario ético. Se invertir en activos de renta fija (RF) (incluye hasta un 10% en depósitos), pública y privada (70%-100% de la exposición total). La cartera de RF tendrá duración media de 2 años aproximadamente. Hasta un 30% de la exposición podrá invertirse en renta variable (RV), de emisores fundamentalmente UE, y un menor porcentaje en valores de otros países OCDE, de alta capitalización y liquidez, pudiendo invertir en compañías de mediana capitalización.

SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA, FI

Fondo Ético. La gestión toma como referencia el comportamiento del índice STOXX Europe Large 200 Net Return EUR. El fondo invertirá entre el 75% y el 100% de la exposición total en renta variable de empresas europeas de cualquier sector con elevada y sostenible rentabilidad por dividendo, y cotizadas en bolsas europeas. Se invertirá

principalmente en valores de elevada y mediana capitalización, sin descartar minoritariamente empresas de pequeña capitalización. Se invertirá conforme a criterios de actuación empresarial tanto financieros como éticos. La exposición a riesgo divisa estará entre el 0% y el 100% de la exposición total. No se invierte en mercados emergentes.

BANKINTER SOSTENIBILIDAD, FI

Fondo Ético. La gestión toma como referencia el comportamiento del índice 50% Dow Jones Sustainability World Euro y 50% FTSE4Good Global index. Se invierte en compañías incluidas en índices sostenibles, medioambientales y de responsabilidad social (RSC). La Gestora seleccionará, al menos anualmente, un máximo de 3 índices para la elección de las compañías, de entre los grupos: DJ Sustainability Indexes, FTSE4 Good Index Series, Ethibel Sustainability. Índices; MSCI ESG Socially Responsible. Índices; los elaborados por Sustainalytics/ESG Leaders y por CRD Analytics. Invertirá hasta un 10% del patrimonio a través de IICs catalogadas como sostenibles, medioambientales o de RSC por agencia especializada o en IICs que repliquen algún índice de los elegidos. Tendrá más del 75% de la exposición total, directa o indirectamente, en renta variable de empresas incluidas en los índices seleccionados, sin predeterminación de porcentajes por capitalización, emisores, divisas o países.

INVERACTIVO CONFIANZA, FI

Fondo Ético. La gestión toma como referencia el comportamiento del índice Merryll Lynch Eurogobiernos 1-3 años para la renta fija y el Eurostoxx 50 para la renta variable. El fondo podrá invertir entre un 0% -50% del patrimonio en IIC financieras que sean activo apto, armonizadas o no, pertenecientes o no al grupo de la Gestora. El fondo invertirá, directa o indirectamente a través de IIC, entre un 70%-100% de la exposición total en activos de renta fija pública y/o privada (incluyendo depósitos a la vista o con vencimiento inferior a un año en entidades de crédito de la UE o de países OCDE sujetos a supervisión prudencial) y el resto de la exposición total en renta variable. Se invertirá atendiendo a criterios de actuación empresarial tanto financieros como éticos y socialmente responsables, conforme al Ideario Ético. La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición a riesgo divisa, no superará el 30%.

SEGURFONDO ETICO CARTERA FLEXIBLE, FI A

Fondo Ético. El fondo invertirá, tanto directa como indirectamente a través de IIC, entre el 0% y el 100% de la exposición total en valores RV de emisores que forman parte del índice MSCI WORLD SOCIALLY RESPONSIBLE INDEX, por presentar un alto compromiso medioambiental, social y de gobernabilidad. En concreto, podrá invertir en acciones de compañías de Europa, EEUU y Japón. Las IIC en que invierta deberán ser catalogadas como éticas por una agencia especializada o replicar el índice de selección. La exposición no invertida en RV se invertirá en RF de emisores que formen parte del índice de selección y, de forma transitoria, hasta un 10% de su exposición en valores de Deuda Pública de Estados firmantes del Protocolo de Kioto, que hubieren promulgado normativa que penalice la explotación de menores y promueva la igualdad de las personas, sin que exista discriminación por razón de género, raza o religión.