

**ESADE**

**Observatorio de la Inversión  
Socialmente Responsable en España  
2006**

**Laura Albareda y María Rosario Balaguer**

**Daniel Arenas (Coordinador)**

**Instituto Persona, Empresa y Sociedad**



# Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable en España

2006

Laura Albareda  
María Rosario Balaguer

Con la colaboración de  
Carmen Ansótegui

Daniel Arenas  
(Coordinador)

**IPES**  
**Instituto Persona, Empresa y Sociedad**

**ESADE**

Diseño y producción: Unaluna Publicidad, S.L.  
Depósito Legal:  
ISBN: 84-88971-09-5  
ISSN: 1886-208X

# Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable en España

2006

ISR, gobierno corporativo y rentabilidad  
Análisis comparativo de la rentabilidad financiera de los fondos ISR en España

**IPES**  
**Instituto Persona, Empresa y Sociedad**

**ESADE**



## Índice

Presentación	7
Introducción: los actores implicados en la Inversión Socialmente Responsable	10
1. Evolución del mercado de la Inversión Socialmente Responsable en España y en el mundo	15
1.1. La ISR en España	15
1.2. La ISR en Europa: mercado <i>retail</i> y mercado institucional	31
1.3. La ISR en Estados Unidos: análisis de una década de ISR (1995-2005)	41
1.4. Naciones Unidas y el sector financiero: UNEP-Finance Initiative	48
2. Las nuevas tendencias del mercado de la Inversión Socialmente Responsable	53
2.1. La ISR y el gobierno corporativo	53
2.2. La ISR y la rentabilidad	67
Conclusiones	87
Instituciones de Inversión Colectiva ISR en España	91
Bibliografía	97

---



## Presentación

En el *Observatorio* que les presentamos este año (su sexta edición) aportamos el estudio de dos temas que, a nuestro entender, resultan cruciales: la relación entre la Inversión Socialmente Responsable (ISR) y el buen gobierno de las empresas, y la rentabilidad de los fondos ISR. Además, como en ediciones anteriores, ofrecemos en primer lugar un estudio sobre el estado de los fondos ISR en España, Europa y Estados Unidos.

Los dos temas específicos de esta edición corresponden a dos grandes tendencias que se observan en el campo de la ISR. Se trata de dos tendencias que, probablemente, se necesitan mutuamente y que encontramos también en otros aspectos de la responsabilidad social de las empresas (RSE). Una de ellas es la tendencia que podríamos llamar “nicho”, mientras que la otra es la que denominaremos “*mainstreaming*”.

Desde el punto de vista de la ISR, la tendencia “nicho” trataría de reforzar y hacer aumentar en partícipes y en patrimonio un tipo de fondos distintos de los tradicionales y que se caracterizan por la incorporación de criterios sociales, medioambientales y éticos en la preselección de carteras. Ahora bien, para esta tendencia es importantísimo acabar con el mito de que aquellos fondos que incluyen criterios ISR son menos rentables financieramente que los demás. En el estudio que ofrecemos, además de revisar los análisis que se han hecho en otros países al respecto, se comparan los fondos ISR en España con un grupo de fondos convencionales de características similares analizando tanto su rentabilidad como la relación entre rentabilidad y riesgo. Lo que se demuestra es que la rentabilidad de estos fondos depende, como en los fondos convencionales, de la gestión que se haga de su cartera. En este sentido, no existen diferencias, desde el punto de vista de la rentabilidad, ni tampoco desde el punto de vista de la *performance* (relación entre rentabilidad y riesgo), con el resto de los fondos. Evidentemente, esto no quiere decir que sean siempre más rentables. Lo que sí podemos afirmar es que una buena *performance* social no conduce necesariamente a una baja *performance* financiera.

La tendencia *mainstreaming*, por otro lado, pretende impulsar la paulatina incorporación de criterios sociales, éticos y medioambientales en los fondos conven-



cionales, aunque éstos no lleguen a tener la denominación de ISR ni figuren en las listas conocidas con estas siglas. Tras ese impulso subyace el deseo de influir directamente en el comportamiento de las empresas, algo que no podría hacerse sólo desde el nicho ISR. En efecto, los accionistas pueden influir de diferentes maneras sobre las empresas, y en el estudio que ofrecemos se repasan algunos aspectos de ese “activismo accionarial”, que va más allá del derecho al voto. Ahora bien, para que eso sea posible es necesario que las empresas tengan un buen sistema de gobierno. Partiendo de esta base, los interesados en la ISR, en el sentido más amplio, han empezado a preocuparse por el tema del gobierno corporativo, o *corporate governance*. Un buen estándar de gobierno corporativo permite un papel más activo del accionista y, por tanto, facilita que éste pueda entrar en diálogo con la dirección y expresar sus preocupaciones sociales, medioambientales y éticas, con vistas también a la sostenibilidad a largo plazo de la propia empresa.

Además de estos dos temas novedosos, el *Observatorio* empieza repasando el estado de la cuestión de la ISR en España, Europa y Estados Unidos. En este punto, por lo que se refiere a España, hay que lamentar una vez más el estado de estancamiento de la ISR, situación que resulta aún más desoladora cuando se compara con la evolución que ha experimentado en el resto de los países europeos. Como se ha explicado otros años, esta situación no deja de ser paradójica, pues el interés que suscita la RSE en España entre las empresas, las organizaciones sociales, los sindicatos, las administraciones y la opinión pública en general no es menor que en otros países. Todos ellos, además, coinciden en que la RSE debería tener en los inversores uno de sus factores dinamizadores más importantes; sin embargo, las cantidades depositadas en fondos ISR son todavía muy pequeñas. Los motivos de esta falta de avance se explicitan en la conclusión del estudio, pero debe subrayarse la relativa poca demanda y la escasa presión a favor de este tipo de fondos por parte de las organizaciones sociales y religiosas, que, dados sus valores y su misión, deberían ser, como en otros países, las que más los solicitan.

En cualquier caso, nosotros nos proponemos continuar haciendo investigación y ofreciendo información sobre el campo de la ISR, fieles a una sensibilidad propia

de ESADE que ya se manifestaba en la edición del primer *Observatorio* (2000): la sensibilidad hacia las relaciones entre la empresa y la sociedad, incluidos los temas de ética empresarial y de responsabilidad social. Como muchos de los lectores ya sabrán, éste es un campo que, con gran empeño y dedicación, ha liderado y sigue liderando dentro de nuestra institución Josep M. Lozano. A él debemos agradecerle muchas cosas quienes trabajamos a su lado, en tanto que es fuente de inspiración y un estímulo constante para la reflexión. En particular, sin él no se habría llegado a la sexta edición de este *Observatorio*, y tampoco esta edición habría visto la luz. Todo ello tampoco habría sido posible, como en las pasadas ediciones, sin la dedicación, el entusiasmo y el compromiso de Laura Albareda, investigadora de ESADE y doctoranda por la Universidad Autónoma de Barcelona, y María Rosario Balaguer, profesora de la Universidad Jaume I de Castellón. Finalmente, debemos agradecer también la valiosa colaboración de Carmen Ansótegui, profesora del Departamento de Finanzas de ESADE.

**Daniel Arenas**  
IPES-ESADE  
Universitat Ramon Llull



## Introducción

### Los actores implicados en la Inversión Socialmente Responsable

En un mundo cada vez más interconectado, es necesario desarrollar herramientas que nos ayuden a gestionar de forma adecuada los riesgos y las oportunidades que se generan en relación con los impactos medioambientales y sociales de la actividad económica. Este proceso ha comportado que en la última década las empresas se hayan visto presionadas por diferentes partes implicadas (consumidores, inversores, ONG, comunidades locales, grupos ecologistas, instituciones públicas, etc.) a adoptar políticas de responsabilidad social y sostenibilidad.

Los mercados financieros también se han visto influidos por la necesidad de impulsar políticas empresariales de responsabilidad social, sobre todo debido a las crisis financieras, que han impactado de forma negativa en los valores en los mercados. Hace unos años hablábamos de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) como una estrategia “nicho” en los mercados financieros que sólo

implicaba a las carteras que establecían preselección a partir de criterios negativos o positivos vinculados a inversores responsables muy convencidos. Actualmente, podemos afirmar que existe una nueva aproximación de los mercados hacia la ISR, la denominada estrategia *mainstreaming*, que hace referencia a la introducción de los instrumentos ISR en los mercados financieros convencionales a través de inversores que incorporan los análisis sobre el comportamiento empresarial responsable en su gestión del riesgo.

La ISR es una forma de inversión consciente por parte de inversores que valoran positivamente las empresas más responsables y sostenibles e impulsan, desde el mercado financiero, que las empresas adopten políticas y estrategias de responsabilidad social y medioambiental. En este sentido, son cada vez más los gestores de inversión y analistas financieros que valoran la importancia en los mercados financieros de los análisis de responsabilidad social, sostenibilidad y gobierno corporativo de las empresas como indicadores para gestionar el riesgo y buscar inversiones a medio y largo plazo.

Hoy se pueden encontrar en los mercados financieros productos de inversión institucional y *retail* que inciden en la acción responsable y sostenible de los valores financieros. Las empresas que incorporan comportamientos sostenibles en políticas y prácticas de responsabilidad social y medioambiental y, a la vez, de buen gobierno corporativo son preferidas por los inversores responsables porque aumentan el valor de la acción corporativa y ayudan a gestionar el riesgo. Además, estas actitudes empresariales pueden tener un notable impacto en la reputación corporativa, aumentan el valor financiero de la empresa e incorporan la adopción de estrategias que se anticipan a los futuros marcos de regulación en el campo del gobierno corporativo y la gestión medioambiental y social.

La ISR es una propuesta que:

1. Ayuda a desarrollar mercados financieros más sostenibles y con menor riesgo.
2. Contribuye al objetivo común del desarrollo sostenible.
3. Contribuye a mejorar el gobierno de la empresa.
4. Impulsa la RSE desde el ámbito financiero a través del papel de los

inversores responsables.

5. Ayuda a tomar conciencia y a desarrollar el diálogo y el compromiso de las empresas con los agentes implicados (*stakeholders*) en la actuación empresarial.

6. Mejora la confianza de la sociedad y de los inversores en las instituciones financieras y en las empresas.

En el desarrollo de la ISR desempeñan un papel importante un grupo considerable de actores, tanto desde el lado de la oferta y la gestión de la inversión como desde el lado de la demanda, ya se trate de inversores individuales o institucionales. Por esta razón, el desarrollo de la ISR debe abordarse desde una perspectiva multistakeholder en la que las distintas partes implicadas actúan de forma conjunta.

• Los **analistas financieros** constituyen una pieza clave, porque son los encargados de analizar el comportamiento financiero y extrafinanciero (social y medioambiental) del valor corporativo. En los últimos años han aparecido en el mercado diferentes herramientas e instrumentos ISR (índices financieros sostenibles y de gobierno corporativo, agencias de *rating* de empresas sostenibles...) que ofrecen perfiles de empresas de res-



ponsabilidad y sostenibilidad para que los analistas puedan incorporar los elementos extrafinancieros en los análisis de los valores corporativos.

- Los **gestores de inversión** son otro actor destacado. Cada vez existen más gestores de inversión que integran los análisis de ISR, sostenibilidad y gobierno corporativo en sus procesos de inversión y ofrecen al mercado institucional y *retail* nuevos productos y servicios. Es importante que desde la dirección de la institución gestora de inversión se impulsen sistemas de incentivos a los analistas y gestores que adapten de forma más adecuada y con mejores resultados la ISR.

- Las **empresas** cotizadas en los mercados financieros se analizan desde la perspectiva de sus políticas sociales y medioambientales. Los inversores responsables, con el apoyo de los analistas financieros, valoran cada vez más las estrategias de triple rendición de cuentas y la transparencia de las empresas. Las empresas más valoradas en los análisis financieros ISR son aquellas que mejor identifican y saben comunicar sus políticas de RSE y gobierno corporativo.

- Los **inversores** responsables son otra pieza clave. Existen inversores que, a título individual, invierten en el mercado *retail* a través de fondos de

inversión, e inversores institucionales que lo hacen a través de los fondos de pensiones o carteras privadas. Unos y otros piden a las instituciones de gestión de sus fondos que actúen en su nombre para incorporar diferentes estrategias: la preselección de la cartera con indicadores de RSE, el diálogo comprometido con las empresas, la participación en asambleas de accionistas mediante voto por delegación o poder (*proxy voting*) y la presentación de resoluciones. A este respecto, los **responsables de los fondos de pensiones** se han convertido en uno de los principales impulsores de la ISR, ya que están incluyendo criterios de responsabilidad social en la política de inversión de sus fondos. El volumen de estos fondos les confiere mucho poder en los mercados financieros.

- Los **gobiernos y las organizaciones internacionales** son otros de los actores que pueden impulsar el desarrollo de la ISR mediante políticas públicas de promoción y apoyo fiscal a la ISR, y regulaciones no vinculantes que favorezcan la transparencia. Los **entes reguladores, como las comisiones nacionales de mercados de valores**, pueden apoyar el proceso desarrollando marcos legales que favorezcan la transparencia y la integración de los criterios ISR y de

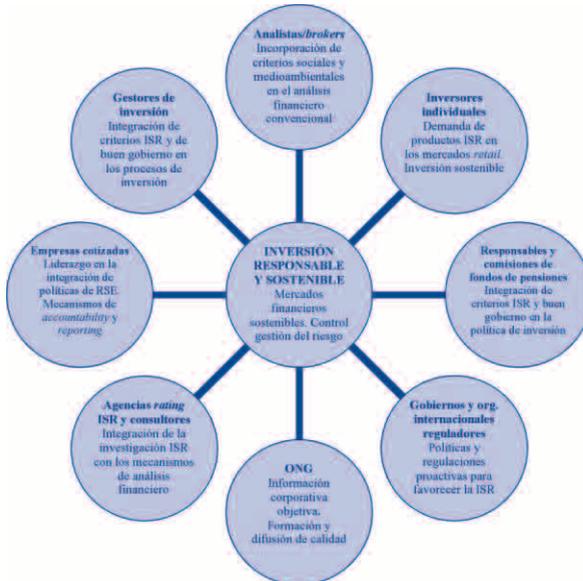
gobierno corporativo en el análisis financiero.

- Los **centros de investigación, analistas independientes, asesores o consultores financieros** pueden ayudar a crear una demanda más estable de la ISR, pues son los encargados de ofrecer productos de investigación y análisis del comportamiento corporativo con criterios extrafinancieros o de responsabilidad social.
- Los **mercados financieros** (*stock*

*exchanges*) pueden incluir criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en los índices financieros de empresas cotizadas.

- Las **organizaciones no gubernamentales (ONG)** pueden contribuir asimismo al desarrollo de la ISR, en este caso actuando como inversores responsables o proveyendo información objetiva sobre el comportamiento empresarial a los centros de investigación.

Figura 1. Principales actores en el impulso de la ISR en los mercados financieros



Fuente: Cuadro adaptado de The Global Compact (2004) *Who Cares Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World*, junio, p. v..



## **Sumario de los temas presentados en este Observatorio**

Seguidamente se resumen los temas que vamos a analizar en este *Observatorio*. En la primera parte del documento se atiende a la evolución del mercado de la ISR en el mundo:

1. En el primer apartado presentamos la creciente importancia de la relación entre la ISR y el gobierno corporativo.
2. En el segundo apartado ofrecemos un análisis introductorio sobre la rentabilidad de los fondos ISR y presentamos los resultados de una primera investigación comparativa sobre la rentabilidad de los fondos ISR comercializados y gestionados en España
3. En el tercer apartado ofrecemos los principales datos de la evolución del mercado de la ISR. En primer lugar, presentamos los resultados de la evolución anual de la ISR en España, que se complementan con los de la evolución de la ISR en Europa y Estados Unidos.

## 1. Evolución del mercado de la Inversión Socialmente Responsable en España y en el mundo

### 1.1. La ISR en España

La ISR se considera uno de los tipos de inversión más dinámicos e innovadores de la industria de los fondos de inversión. En este sentido, podemos afirmar que, hoy en día, los mercados de capitales ya han entendido la trascendencia que tiene la RSE en la gestión empresarial y en la gestión de riesgos. Con todo, existen grandes diferencias en cuanto al desarrollo de la ISR en el mundo. Así, Estados Unidos es el país donde el mercado de la ISR cuenta con más instrumentos y donde, por tanto, está más desarrollado. Por su parte, Europa, pese a que sigue en la distancia a Estados Unidos en cuanto a la cifra de activos, cuenta con un mercado de ISR cada vez más maduro.

En España, mientras tanto, la ISR muestra un considerable retraso respecto a la mayoría de los países europeos, que afecta tanto a la oferta como a la demanda. En la actualidad, la ISR es un sector marginal en el mercado financiero español, en cuanto al volumen porcentual de capital en fondos gestionados con estos criterios, pues, a finales del año 2005, alcanzaba tan

sólo el 0,49% del patrimonio total invertido en los fondos de inversión mobiliarios en España<sup>1</sup>. Son varios los factores que pueden explicar esta situación, desde la menor tradición de invertir en acciones hasta la falta de demanda por parte de los inversores institucionales (que ha sido crucial en otros países), pasando por la falta de impulso, apoyo y promoción por parte de la Administración Pública, y el débil impulso institucional que le han dado las instituciones de gestión de fondos y los grupos financieros que comercializan estos fondos en España (Lozano *et al.* 2006).

Para poder analizar el desarrollo de la ISR en España desde el año 1999, conviene distinguir entre *mercado retail* y *mercado institucional*. En España, el *mercado retail* tuvo su punto de inflexión en 1999, coincidiendo con la aparición de la mayoría de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) socialmente responsables. Aunque a finales de 2005 se ha observado cierto dinamismo, con la creación de nuevas instituciones socialmente responsables, el patrimonio invertido apenas ha aumentado respecto al año 2004.

<sup>1</sup>El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria en España a 31 de diciembre de 2005 ascendía a 207.449.533 miles de euros. Datos obtenidos de la CNMV, *Informes sobre instituciones de inversión colectiva, cuarto trimestre de 2005*, cap. 2: "Fondos de inversión mobiliarios: número, participes y patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria por tipo de fondo" <<http://www.cnmv.es>>. Hay que tener presente que comparamos el incremento de patrimonio de los fondos de inversión ISR domiciliados y gestionados en España y el incremento de patrimonio de todos los fondos de inversión mobiliarios del mercado español. Los datos de la CNMV se refieren a los fondos de inversión mobiliaria y no incluyen las SICAV. Obsérvese que, entre los fondos de inversión ISR, figura una SICAV: Urquijo Cooperación, SICAV.



Uno de los problemas a los que se enfrenta el mercado *retail* en nuestro país es la falta de demanda concreta de estas IIC socialmente responsables, circunstancia que, como resulta obvio, limita la oferta.

Evidentemente, no es que el inversor español sea más irresponsable que el inglés o el italiano, sino que desconoce que hay un sistema para exigir que sus inversiones tengan un componente social, medioambiental y ético.

Por otra parte, un aspecto que no ha contribuido a que el concepto de ISR cale en España es que el participante ha entendido estos productos como un acto de donación o caridad, y no como una inversión. En la actualidad existen carencias y grandes ineficiencias en la transmisión de la información sobre el comportamiento socialmente responsable de las empresas y los criterios bajo los que se conforman los fondos ISR. En última instancia, podemos afirmar que, hasta la fecha, los fondos ISR en nuestro país no han tenido la comercialización que cabía esperar y que tampoco se han desarrollado herramientas para dar a conocer y colocar los productos en el mercado.

En el *mercado institucional* la situación es similar: se trata todavía de un mercado incipiente y casi inexistente en cuanto a volumen de activos invertidos. En este sentido, los inversores institucionales son poco conocidos para el gran público español; no existe dinamismo de competición para crear y ofrecer mejores productos y servicios, y es un mercado relativamente joven en nuestro país. Además, en el sector institucional español hay un gran ausente: el sector público. Los fondos de pensiones públicos complementarios todavía no han entendido la trascendencia de la ISR; de ahí que el impulso por parte del sector público sea, actualmente, uno de los principales retos pendientes.

En relación con lo anterior, basta recordar la iniciativa desarrollada por el Parlamento británico para la reforma de la Ley de Pensiones (1999), en vigor desde el año 2000 y que constituye todo un hito en la historia de la ISR. Esta reforma de la Ley de Pensiones no obliga a los fondos de pensiones a ser socialmente responsables, sino que obliga a los gestores de fondos y planes de pensiones a ser transparentes desde el punto de vista informativo. La repercusión

de esta reforma fue más allá del sector de los fondos y planes vinculados en sus orígenes a la ISR, dado que provocó, indirectamente, que muchos fondos de pensiones se replantearan su política de inversión y optasen, proactivamente, por la incorporación de criterios de RSE en sus políticas.

A este respecto hay que apuntar que en España existen alrededor de 7 fondos de pensiones de empleo que han empezado a plantearse la posibilidad de incorporar estrategias de ISR, aunque sólo dos de ellos han comenzado a considerar los criterios ISR en sus mecanismos de preselección (Albareda *et al.*, 2005).

El plan de pensiones de los empleados de la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, "la Caixa", fue uno de los primeros fondos de pensiones corporativos que incorporó políticas de ISR en la preselección de la cartera. En septiembre de 2003, la comisión de control del plan decidió invertir parte de su fondo considerando criterios de responsabilidad social y sostenibilidad. En consecuencia, el 9 de octubre de 2003 se incorporaron las estrategias políticas de ISR. En concreto, se

decidió la inversión en una IIC socialmente responsable y sostenible, SAM Sustainability Index Fund, gestionada por SAM Asset Management (Suiza). Esta IIC tiene como política de inversión la preselección ISR a partir del índice financiero socialmente responsable *Dow Jones Sustainability Index*. Se invirtieron un total de 5 millones de euros.

Existen algunos planes de pensiones de empleo en España que han empezado a incluir criterios de ISR. En septiembre de 2003, el comité de control del plan de pensiones de Telefónica decidió dar un primer paso hacia la inversión con criterios de RSE; así, se acordó destinar el 1% de su patrimonio a fondos de inversión ISR. Los fondos de empleo del Grupo Telefónica, con el conocimiento de sus correspondientes comisiones de control, han reforzado su compromiso de acercarse al objetivo de realizar inversiones en fondos éticos, sostenibles o responsables hasta alcanzar el 1% del volumen total de activos gestionados. En concreto, al cierre del ejercicio de 2005, el volumen de inversiones de este tipo alcanzó los 481 millones de euros, lo que supone un 1,01% del



total de patrimonio de los planes de empleados del Grupo Telefónica. De ese importe, 33,7 millones de euros estaban invertidos en inversiones socialmente responsables, 10 millones de euros se materializaban en una promoción de viviendas sociales y 4,44 millones correspondían a una compañía de desarrollo forestal (Telefónica, 2006).

Por su parte, el plan de pensiones de los empleados de "la Caixa", a finales del año 2005, tenía invertido en patrimonio un total de 2.106,98 millones de euros, el 3,45% de ellos con criterios ISR: en total, 721,87 millones de euros en diferentes fondos de inversiones ISR (SAM Sustainable Leaders Fund, SAM Sustainable Water Fund, SAM Smart Energy, IDEAM Europe Gouvernance).

Junto a estas tendencias corporativas, también están apareciendo en España los primeros fondos de pensiones comercializados para el mercado *retail* de pequeños inversores. Es el caso del fondo de pensiones BS Plan Ético y Solidario<sup>2</sup>, gestionado por Banco Sabadell Vida. Este plan de inversión es fruto de una iniciativa conjunta del Banco de

Sabadell y la ONG Intermón Oxfam, que actúa como entidad beneficiaria del fondo, es decir, que recibe el 0,5% de la comisión de gestión de la institución gestora (la comisión de gestión del fondo es de 1,90%, y la comisión de depósito, de 0,45%). Intermón Oxfam destinará esta donación a proyectos de desarrollo y ayuda humanitaria. La política de inversión del fondo se ha centrado en la inversión en empresas consideradas en el índice por sus políticas de responsabilidad social y ética. Para poder aplicar estos criterios a la preselección financiera, el fondo invierte en los componentes del universo del índice financiero socialmente responsable *FTSE4 Good Europe Index*. Se incluyen en él empresas con políticas de responsabilidad social, de respeto a los derechos humanos y de sostenibilidad medioambiental; y se excluyen las empresas vinculadas a la producción de tabaco, sistemas completos de armamento o piezas clave de armamento nuclear y sus proveedores, empresas propietarias y operadoras de centrales de energía nuclear, y extractoras y productoras de uranio.

Finalmente, hay que añadir que uno

<sup>2</sup><[http://www.bancsabadell.es/es/PRODUCTOS/AHORRO-INVERSION/PREVISION-JUBILACION/BS\\_PLAN\\_ETICO\\_Y\\_SOLIDARIO/index.html](http://www.bancsabadell.es/es/PRODUCTOS/AHORRO-INVERSION/PREVISION-JUBILACION/BS_PLAN_ETICO_Y_SOLIDARIO/index.html)> (16/1/2004).

de los principales obstáculos a que se enfrenta el mercado de la ISR en nuestro país (y que afecta tanto al mercado *retail* como al institucional) es que una gran parte de los inversores no son conscientes de que, a efectos de rentabilidad y riesgo, estos fondos no difieren del resto de los fondos de inversión: compran bonos o acciones con la lógica intención de que se revaloricen y así poder ofrecer una ganancia a sus partícipes. Su elemento diferenciador y fundamental radica en la selección de la cartera de inversión conforme a criterios, no sólo de rentabilidad económica, sino también de carácter social y medioambiental. La rentabilidad económica, al igual que la rentabilidad social, son los principales motores en su gestión.

### 1.1.1. Evolución de la ISR en el mercado retail

A finales del año 2005 encontramos en el mercado español 31 instituciones de inversión colectiva (IIC) socialmente responsables, 14 de ellas gestionadas por instituciones gestoras en España y 17 gestionadas por instituciones gestoras extranjeras. Además, encontramos 4 IIC solidarias<sup>3</sup>.

Durante el año 2005 han aparecido tres nuevas IIC socialmente responsables gestionadas en España: BBK Solidaria FI, que excluye de sus inversiones aquellas que actúan en contra del desarrollo integral del hombre, la justicia y la paz en el mundo; CAM Fondo Solidaridad FI, que, entre otros criterios de preselección, excluye de sus inversiones aquellas que vulneran los derechos humanos y propician la explotación infantil, y Foncaixa 133 Socialmente Responsable FI, que preselecciona las empresas incluidas en la cartera del FTSE4 Good Europe Index.

Por otra parte, en 2005, el fondo Santander Central Hispano Solidaridad, FI ha cambiado de denominación, y ha pasado a llamarse Santander Dividendo Solidario, FI. Además, a lo largo de este año, el fondo ha dejado de ser un fondo de renta fija mixta para convertirse en un fondo de renta variable internacional europea.

Un aspecto significativo, y que contrasta con lo sucedido en años anteriores, es que el incremento del número de IIC socialmente responsables en nuestro país se debe, sobre todo, al incremento del número

---

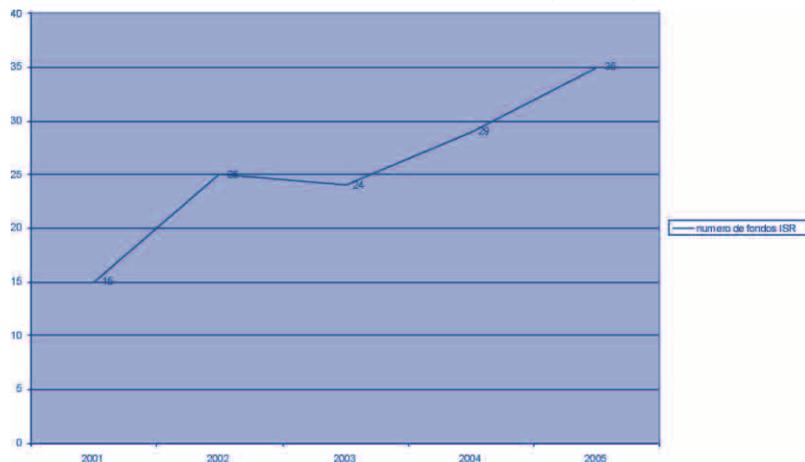
<sup>3</sup>En la presentación de los datos relativos a patrimonio y partícipes, hemos separado las IIC socialmente responsables que adoptan criterios de preselección de la cartera de las IIC estrictamente solidarias, es decir, aquellas que no adoptan criterios ISR de preselección de la cartera, sino que, simplemente, destinan una parte de la comisión de gestión a alguna organización social.



ro de IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España, y no a la aparición de IIC extranjeras comercializadas en nuestro país, como venía sucediendo en años anteriores.

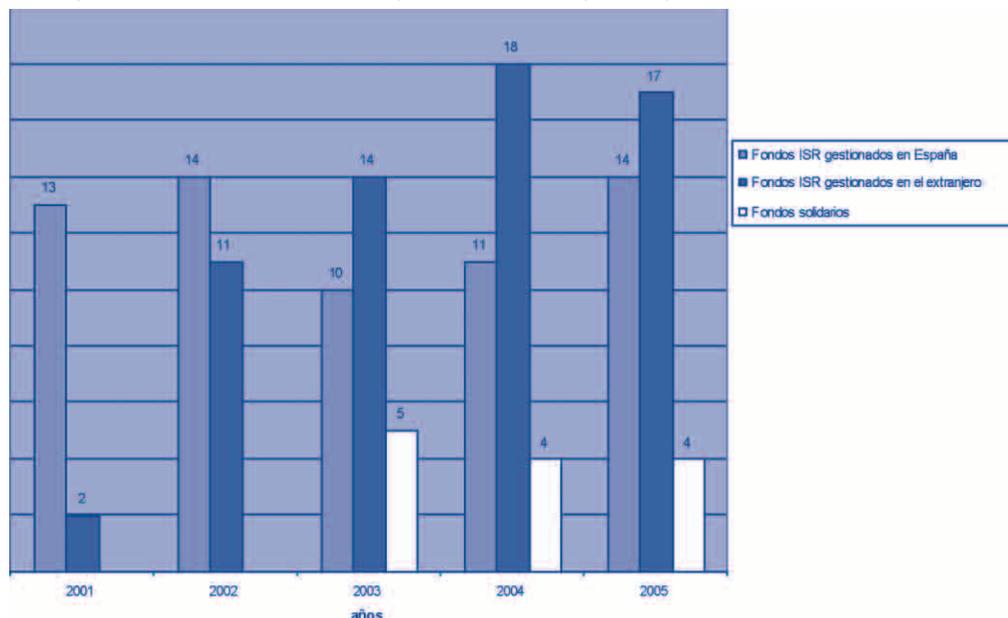
Actualmente, se comercializan en España 17 IIC socialmente responsables gestionadas en otros países europeos. En este sentido, cabe destacar que, respecto al año 2004, se ha dado de baja del registro de entidades de la CNMV una IIC socialmente responsable comercializada en España, Unisector: Nature Tech.

Figura 2. Evolución del número de fondos ISR en España (2000-2005)



Fuente: Elaboración propia

Figura 3. Evolución del tipo de fondos ISR y solidarios en España (2000-2005)<sup>4</sup>



Fuente: Elaboración propia

## Patrimonio

De acuerdo con los resultados que se presentan en la tabla 1, el volumen de patrimonio del conjunto de IIC socialmente responsables y solidarias ha aumentado durante el año 2005, pero no de manera significativa. En las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España

se observa un ligero incremento del volumen de patrimonio: se ha pasado de 1.008.357 miles de euros en 2004 a 1.031.594 miles de euros en 2005. Por tanto, el incremento en 2005 respecto al año 2004 es del 2,30%. Este débil incremento obedece, fundamentalmente, a la aparición de las nuevas IIC socialmente responsables, así como al incremento registrado en dos IIC

<sup>4</sup>Durante los años 2001 y 2002, los fondos estrictamente solidarios se incluían entre los fondos gestionados en España. Iniciamos esta diferenciación en el Observatorio del año 2003.



socialmente responsables: Santander Dividendo Solidario, FI y Santander Responsabilidad, FI, que han aumentado notablemente su volumen de patrimonio.

Un año más, cabe destacar el importante volumen de patrimonio que aporta el BBVA Extra 5 II Garantizado, FI. Se trata de un fondo garantizado que preselecciona las empresas del índice financiero *FTSE Good Global 100 Index*. Esta IIC cuenta con un patrimonio muy superior al del resto de las IIC socialmente responsables, sobre todo porque es una IIC garantizada, uno de los productos que ha alcanzado mayor éxito comercial en los últimos años en el mercado. Si excluyésemos el valor de esta IIC<sup>5</sup>, el volumen de patrimonio de las IIC socialmente responsables, a fecha de 31 de diciembre de 2005, ascendería a 217.635 miles de euros.

A 31 de diciembre de 2005, el patrimonio total de los fondos de inversión mobiliarios domiciliados en España ascendía a 207.449.533 miles de euros. Así pues, el patrimonio de los fondos ISR domiciliados y gestionados en España suponía, en esa fecha, el 0,49% del total del patrimonio de los fondos de inversión mobiliarios

en España<sup>6</sup>. Entre 2004 y 2005, el patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria en España registró un incremento del 16,48%. Como ya hemos comentado, el incremento patrimonial de los fondos ISR entre 2004 y 2005 fue del 2,30%, un porcentaje muy inferior, por tanto, al del incremento del total de los fondos de inversión mobiliarios.

Respecto a los datos del total de patrimonio de las IIC solidarias<sup>7</sup>, este año se ha registrado un destacable incremento, puesto que de los 28.432 miles de euros del año 2004 se ha pasado a 32.653 miles de euros en el año 2005, lo cual supone un aumento del 14,84%.

Por lo que respecta a los datos agregados del total de patrimonio de las IIC socialmente responsables y de las IIC solidarias, el total asciende a 1.064.247 miles de euros para el año 2005, mientras que en el año 2004 era de 1.036.789 miles de euros.

Finalmente, para el caso de las IIC socialmente responsables no domiciliadas ni gestionadas en España, debemos señalar que, como en años anteriores, no disponemos de los datos concretos del patrimonio invertido por partícipes en España, ya

<sup>5</sup>Puesto que el patrimonio de esta IIC influye de forma muy significativa en el resultado, consideramos importante comparar estos datos con los obtenidos en las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España, una vez excluido el valor del patrimonio de BBVA Extra 5 II Garantizado, FI.

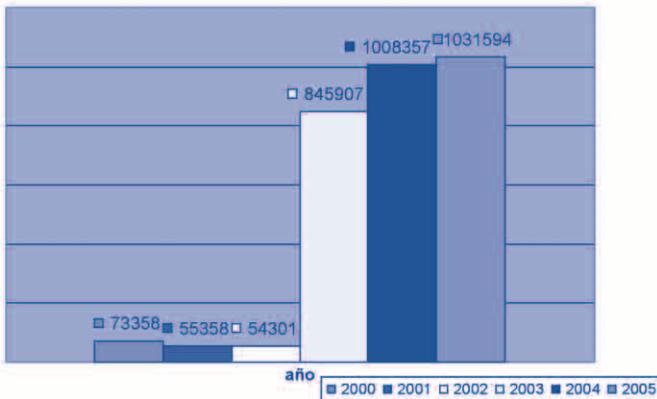
<sup>6</sup>CNMV, *Informes sobre instituciones de inversión colectiva, cuarto trimestre de 2005, cap. 2.9: "Fondos de inversión mobiliarios: número, partícipes y patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria por tipo de fondo"* <<http://www.cnmv.es>>. Hay que tener presente que comparamos el incremento de patrimonio de los fondos de inversión ISR y el incremento de patrimonio de todos los fondos de inversión mobiliarios del mercado español. Los datos de la CNMV se refieren a los fondos de inversión mobiliaria y no incluyen las SICAV. Obsérvese que, entre los fondos de inversión ISR, figura una SICAV: Urquijo Cooperación, SICAV.

<sup>7</sup>Recordemos la diferenciación entre fondos ISR y fondos estrictamente solidarios, que no realizan preselección de la cartera.

que las cifras son globales<sup>8</sup>. No obstante, sabemos que estas IIC no cuentan con muchos partícipes en nuestro país. En general, respecto a las cifras globales del total de capital invertido en estas IIC, se observa un notable incremento del volumen de patrimonio: se ha pasado de 693.446 miles de euros en el año 2004 a 1.038.270 miles de euros en el año 2005. En este sentido, se puede destacar el importante incremento del volumen de patrimonio registrado por el fondo Pioneer Funds - Global Ethical Equity, que ha pasado de 13.400 miles de euros en

el año 2004 a 283.900 miles de euros en el año 2005. Según la entidad gestora, este hecho obedece a una campaña de información que ha motivado a muchos inversores institucionales a invertir en él.

Figura 4. Evolución del volumen de patrimonio invertido en los fondos ISR gestionados en España (2000-2005)



Fuente: Elaboración propia.

<sup>8</sup>No se pueden obtener datos desagregados por países.



**Tabla 1. Instituciones de inversión colectiva socialmente responsables o solidarias registradas en la CNMV.  
Evolución del volumen de patrimonio (período 2000-2005) (1)**

**IIC socialmente responsables registradas en la CNMV domiciliadas y gestionadas en España (2)**

Denominación de la IIC	Año 2000 miles euros	Año 2001 miles euros	Año 2002 miles euros	Año 2003 miles euros	Año 2004 miles euros	Año 2005 miles euros
BBK Solidaria, FI	-	-	-	-	-	3.408
BBVA Desarrollo Sostenible, FI	-	-	-	-	76.227	69.399
BBVA Extra 5 II Garantizado, FI	-	-	-	762.520	841.769	813.959
BNP Paribas Fondo de Solidaridad, FI	7.979	7.935	7.155	6.051	5.876	5.581
Caixa Catalunya Europa Valor, FI	-	-	-	-	4.272	10.602
CAM Fondo Solidaridad, FI	-	-	-	-	-	600
Foncaixa Cooperación, FI	13.727	9.811	7.360	6.739	6.878	8.161
Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI	-	-	-	-	-	2.963
Fondo Solidario Pro Unicef, FI	19.059	12.137	8.034	6.116	4.915	4.098
Morgan Stanley Fondo Activo Ético, FI	10.121	9.441	9.359	8.761	10.078	14.978
Santander Dividendo Solidario, FI	18.355	13.146	8.681	7.499	5.995	21.555
Santander Responsabilidad, FI	-	-	-	23.224	28.039	42.708
Urquijo Cooperación, SICAV	-	-	12.452	21.281	14.124	18.347
Urquijo Inversión Solidaria, FI	-	-	-	467	10.184	15.235
<b>TOTAL PATRIMONIO DE LAS IIC SOCIALMENTE RESPON- SABLES DOMICILIADAS Y GESTIONADAS EN ESPAÑA (3)</b>	<b>69.241</b>	<b>52.470</b>	<b>53.041</b>	<b>842.658</b>	<b>1.008.357</b>	<b>1.031.594</b>

Fuente: Elaboración propia.

IIC Socialmente Responsables registradas en la CNMV no domiciliadas ni gestionadas en España

Denominación de la IIC	Año 2000 miles euros	Año 2001 miles euros	Año 2002 miles euros	Año 2003 miles euros	Año 2004 miles euros	Año 2005 miles euros
ABN AMRO Funds - Socially Responsible Equity Fund	-	-	6.700	5.600	4.600	46.500
Aviva Funds - European Socially Responsible Equity Fund	-	-	-	14.274	10.425	37.400
Axa World Fund Development Debt	-	-	4.680	18.810	19.488	16.850
Crédit Suisse Equity Fund (Lux) Global Sustainability	66.410	128.370	76.860	56.640	44.910	45.340
Dexia Equities L World Welfare	-	-	25.485	42.464	50.281	71.700
DWS Invest Sustainability Leaders LD	-	-	-	-	16.750	21.200
European Responsible Consumer Fund	-	-	-	-	50.932	56.000
Fortis L Fund Equity Socially Responsible Europe	-	-	-	11.400	11.500	15.670
Fortis L Fund Strategy Balanced SRI Europe	-	-	-	-	195.200	172.490
Fortis L Fund Strategy Growth SRI Europe	-	-	-	-	44.900	46.940
Fortis L Fund Strategy Stability SRI Europe	-	-	-	-	123.300	109.010
ING (L) Invest Sustainable Growth Fund	-	-	27.240	30.570	30.420	32.670
Mellon European Ethical Index Tracker	-	-	10.400	11.920	16.140	21.200
Pictet Funds - European Sustainable Equities	-	-	37.100	26.600	40.200	61.400
Pioneer Funds - Global Ethical Equity	-	-	14.070	16.400	13.400	283.900
UniSector: Nature Tech	-	-	24.700	24.000	21.000	(4)
<b>TOTAL PATRIMONIO DE LAS IIC SOCIALMENTE RESPONSABLES NO DOMICILIADAS NI GESTIONADAS EN ESPAÑA (5)</b>	<b>66.410</b>	<b>128.370</b>	<b>227.235</b>	<b>258.678</b>	<b>693.446</b>	<b>1.038.270</b>

La tabla que sigue recoge el patrimonio de las IIC socialmente responsables en monedas diferentes al euro:

JP Morgan - Global Socially Responsible Fund	-	-	-	-	31.118 miles \$	38.000 miles \$
UBS (Lux) Equity Fund - Eco Performance	340.140 miles CHF	429.570 miles CHF	313.820 miles CHF	250.980 miles CHF	249.536 miles CHF	255.250 miles CHF

La siguiente tabla recoge el patrimonio de las IIC solidarias:

IIC solidarias registradas en la CNMV gestionadas y domiciliadas en España (6)

Denominación de la IIC	Año 2000 miles euros	Año 2001 miles euros	Año 2002 miles euros	Año 2003 miles euros	Año 2004 miles euros	Año 2005 miles euros
Bankinter Solidaridad, FI	-	-	-	4.745	10.677	7.508
BBVA Solidaridad, FI	9.502	13.655	10.459	16.562	11.198	17.872
El Monte Fondo Solidario, FI	3.338	3.096	2.789	3.226	4.109	4.120
Fondespaña Catedrales, FI	-	-	-	3.187	2.448	3.153
<b>TOTAL PATRIMONIO DE LAS IIC SOLIDARIAS DOMICILIADAS Y GESTIONADAS EN ESPAÑA</b>	<b>12.840</b>	<b>16.751</b>	<b>13.248</b>	<b>27.720</b>	<b>28.432</b>	<b>32.653</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO DE LAS IIC SOCIALMENTE RESPONSABLES Y LAS IIC SOLIDARIAS DOMICILIADAS Y GESTIONADAS EN ESPAÑA (7)</b>	<b>82.081</b>	<b>69.221</b>	<b>66.289</b>	<b>870.378</b>	<b>1.036.789</b>	<b>1.064.247</b>

Fuente: Elaboración propia.



- (1) Los datos correspondientes al patrimonio de las IIC se refieren al volumen de patrimonio al cierre del período anual (31 de diciembre de 2005). Informes del cuarto trimestre de la CNMV.
- (2) Para poder clasificar adecuadamente las IIC socialmente responsables o solidarias en España, en este Observatorio ofrecemos tres tablas con cálculos separados. En las dos primeras hemos agrupado las IIC socialmente responsables, es decir, aquellas IIC que utilizan criterios de preselección ISR de la cartera: en la primera tabla se contabilizan las IIC socialmente responsables gestionadas y domiciliadas en España; en la segunda, las IIC socialmente responsables no domiciliadas ni gestionadas en España, pero sí comercializadas en nuestro país. Finalmente, en la tercera tabla se muestran de forma separada las IIC estrictamente solidarias, es decir, aquellas IIC que no utilizan criterios de preselección de la cartera, pero sí destinan parte de las comisiones de gestión a la financiación de organizaciones o proyectos sociales.
- (3) Este es el volumen de patrimonio de las IIC socialmente responsables, con criterios ISR, gestionadas en España.
- (4) Fondos que han dejado de existir durante el año 2005.
- (5) El patrimonio de estas IIC socialmente responsables gestionadas y domiciliadas fuera de España nos informa del capital invertido en todos los países donde se comercializan, y no sólo en España. Por esta razón, no podemos agregar los datos a los de las IIC socialmente responsables gestionadas y domiciliadas en España.
- (6) Esta tabla agrupa las IIC estrictamente solidarias que están registradas en la CNMV. Se trata de IIC que no realizan preselección de la cartera a partir de criterios ISR, pero que se caracterizan por destinar un porcentaje de su comisión de gestión a organizaciones o proyectos sociales.
- (7) Finalmente, hemos contabilizado, de forma agregada, el total de patrimonio de las IIC socialmente responsables, domiciliadas y gestionadas en España, y de las IIC estrictamente solidarias.

Fuente: Elaboración propia.

## Partícipes

Por lo que respecta a los partícipes, a lo largo del año 2005 se ha registrado un ligero descenso. El número de partícipes en las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España ha pasado de 49.580 en 2004 a 46.253 en 2005, lo cual supone un descenso del 6,71%. Además, si del volumen de partícipes excluyéramos el importante volumen de partícipes que aporta el BBVA Extra 5 II Garantizado, FI — que, como ya hemos expuesto, se trata de un fondo garantizado que preselecciona las empresas del índice financiero *FTSE Good Global 100 Index*, pero se comercializa como fondo garantizado y no como fondo ISR—, el número de partícipes de las IIC socialmente responsables, a 31 de diciembre de 2005, sería de 16.546.

Si comparamos este descenso del 6,71% de los partícipes en las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España con el incremento del 8,41% registrado por el total de los fondos de inversión mobiliaria en España<sup>9</sup> durante el mismo período anual (2004-2005), observamos que la evolución del

número de partícipes registrada por los fondos de inversión ISR ha sido bastante negativa. Así, a finales del año 2005, el porcentaje del número de partícipes en los fondos ISR respecto al número de partícipes en el total de los fondos de inversión mobiliaria en España era de 0,71%. También las IIC solidarias han experimentado un descenso en el número de partícipes, aunque casi inapreciable: se ha pasado de 2.093 partícipes en 2004 a 2.038 partícipes en 2005. El dato agregado del total de partícipes de las IIC socialmente responsables y las IIC solidarias es de 48.291, mientras que en 2004 era de 51.673.

Finalmente, en relación con las IIC socialmente responsables no domiciliadas ni gestionadas en España, cabe señalar que no se dispone de la información concreta acerca del número de partícipes en España, ya que, al igual que sucedía con los datos relativos al patrimonio, los informes de estas IIC recogen únicamente el volumen de partícipes globales, es decir, de los partícipes que existen en el conjunto de países donde se comercializan. Por tanto, no incorporamos la tabla por no disponer de los datos correspondientes.

<sup>9</sup> CNMV, *Informes sobre instituciones de inversión colectiva, cuarto trimestre de 2005*, cap. 2.9: "Fondos de inversión mobiliarios: número, partícipes y patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria por tipo de fondo" <<http://www.cnmv.es>>. Hay que tener presente que comparamos el incremento de partícipes de los fondos de inversión ISR domiciliados y gestionados en España y el incremento de partícipes de todos los fondos de inversión mobiliarios del mercado español. Los datos de la CNMV se refieren a los fondos de inversión mobiliaria y no incluyen las SICAV. Obsérvese que, entre los fondos de inversión ISR, existe una SICAV: Urquijo Cooperación, SICAV.



**Tabla 2. Instituciones de Inversión Colectiva socialmente responsables o solidarias registradas en la CNMV  
Evolución del número de participes (periodo 2000-2005) (1)**

**IIC socialmente responsables registradas en la CNMV, domiciliadas y gestionadas en España (2)**

Denominación de la IIC	Año 2000	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Año 2005
BBK Solidaria, FI	-	-	-	-	-	334
BBVA Desarrollo Sostenible, FI	-	-	-	-	16.295	12.889
BBVA Extra 5 II Garantizado, FI	-	-	-	28.192	30.595	29.707
BNP Paribas Fondo de Solidaridad, FI	205	201	171	124	106	118
Caixa Catalunya Europa Valor, FI	-	-	-	-	346	528
CAM Fondo Solidaridad, FI	-	-	-	-	-	32
Foncaixa Cooperación, FI	994	766	673	539	495	480
Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI	-	-	-	-	-	17
Fondo Solidario Pro Unicef, FI	1.995	1.401	1.048	802	656	525
Morgan Stanley Fondo Activo Ético, FI	331	298	268	261	237	214
Santander Dividendo Solidario, FI	700	542	381	285	220	622
Santander Responsabilidad, FI	-	-	-	192	176	226
Urquijo Cooperación, SICAV	-	-	126	140	126	129
Urquijo Inversión Solidaria, FI	-	-	-	7	328	432
<b>TOTAL PARTÍCIPES DE LAS IIC SOCIALMENTE RESPONSABLES DOMICILIADAS Y GESTIONADAS EN ESPAÑA (3)</b>	<b>4.225</b>	<b>3.208</b>	<b>2.667</b>	<b>30.542</b>	<b>49.580</b>	<b>46.253</b>

**IIC solidarias registradas en la CNMV gestionadas y domiciliadas en España (4)**

Denominación de la IIC	Año 2000	Año 2001	Año 2002	Año 2003	Año 2004	Año 2005
Bankinter Solidaridad, FI	-	-	-	522	1.288	1.073
BBVA Solidaridad, FI	82	177	144	415	478	707
El Monte Fondo Solidario, FI	22	103	83	145	165	132
Fondespaña Catedrales, FI	-	-	-	160	162	126
<b>TOTAL PARTÍCIPES DE LAS IIC SOLIDARIAS DOMICILIADAS Y GESTIONADAS EN ESPAÑA</b>	<b>104</b>	<b>280</b>	<b>227</b>	<b>1.242</b>	<b>2.093</b>	<b>2.038</b>

<b>TOTAL PARTÍCIPES EN ESPAÑA EN LAS IIC SOCIALMENTE RESPONSABLES Y LAS IIC SOLIDARIAS (5)</b>	<b>4.329</b>	<b>3.488</b>	<b>2.894</b>	<b>31.784</b>	<b>51.673</b>	<b>48.291</b>
--	--------------	--------------	--------------	---------------	---------------	---------------

(1) Los datos correspondientes al número de partícipes de las IIC se refieren al número de partícipes al cierre del periodo anual (31 de diciembre de 2005). Informes del cuarto trimestre de la CNMV.

(2) Para poder clasificar adecuadamente el número de partícipes de las IIC socialmente responsables o solidarias en España, en este Observatorio hemos diferenciado dos tablas con cálculos separados. En la primera tabla se contabilizan las IIC socialmente responsables gestionadas y domiciliadas en España, mientras que en la segunda se presentan de forma separada las IIC estrictamente solidarias, es decir, aquellas IIC que no utilizan criterios de preselección de la cartera, pero que destinan parte de las comisiones de gestión a la financiación de organizaciones o proyectos sociales.

(3) Este es el número de partícipes de las IIC socialmente responsables, con criterios ISR, gestionadas en España.

(4) Esta tabla agrupa las IIC estrictamente solidarias que están registradas en la CNMV. Se trata de IIC que no realizan preselección de la cartera a partir de criterios ISR, pero que se caracterizan por destinar un porcentaje de su comisión de gestión a organizaciones o proyectos sociales.

(5) Finalmente, hemos contabilizado, de forma agregada, el total de partícipes de las IIC socialmente responsables, domiciliadas y gestionadas en España, y de las IIC estrictamente solidarias.

No hemos presentado la tabla de partícipes para las IIC extranjeras comercializadas en España por no disponer de los datos concretos sobre los partícipes en España de estas IIC.

Fuente: Elaboración propia.



## 1.2. La ISR en Europa: mercado *retail* y mercado institucional

La Unión Europea es uno de los mercados financieros donde la ISR se encuentra más consolidada. En algunos países pioneros, como el Reino Unido, la ISR está dejando de ser una opción minoritaria vinculada a inversores conscientes de sus valores éticos para pasar a ser una metodología cada vez más utilizada por los gestores convencionales. En este sentido, son cada vez más los gestores de inversión, analistas financieros y agencias de *rating* que incorporan en sus análisis financieros los riesgos sociales, medioambientales y de gobierno corporativo de las empresas, pues consideran que se trata de una información fundamental para analizar la sostenibilidad financiera de las empresas y la gestión del riesgo. El desarrollo de la ISR es también importante en otros países, como Francia, Italia, Suecia, Bélgica, Países Bajos, Suiza, Alemania y Austria. En cambio, España es uno de los países donde el desarrollo de la ISR es todavía poco importante.

El informe de Eurosif (2006) *European SRI Study* nos aporta nuevos datos

que muestran el desarrollo del mercado europeo de la ISR tanto en el segmento institucional como en el segmento *retail*. Eurosif diferencia entre la ISR restrictiva, en la que incluye las carteras con preselección con criterios negativos y positivos, y la ISR amplia, en la que incluye la ISR restrictiva más las carteras con exclusión simple (1 solo criterio) y las carteras que introducen el diálogo con las empresas y la integración de algunos criterios ISR en las carteras convencionales<sup>10</sup>. Los activos gestionados con criterios restrictivos de ISR —lo que se denomina *Core SRI*<sup>11</sup>— representaban en Europa, a 31 de diciembre de 2005, 105.000 millones de euros (*billion* €); por su parte, los activos gestionados con criterios amplios de ISR —lo que Eurosif (2006) denomina *Broad SRI*<sup>12</sup>— representaban 1.033 billones de euros (*trillion* €). Estos datos suponen un aumento considerable desde el informe del año 2003, último informe de Eurosif.

Las estrategias de ISR se definen de manera muy distinta en los diferentes países europeos. Prácticas como el diálogo con las empresas y la integración son cada vez más adoptadas por los productos ISR en Europa, aunque esto no suponga asumir obligatoria-

<sup>10</sup>En la introducción nos hemos referido a la estrategia *mainstreaming* de la ISR, que implica incorporar los mecanismos ISR en los mercados convencionales, frente a la estrategia "nicho" o restrictiva de la ISR, que mantiene los mecanismos de preselección de la cartera vinculada a inversores convencidos y que, por lo tanto, no influye de forma considerable en todos los mercados.

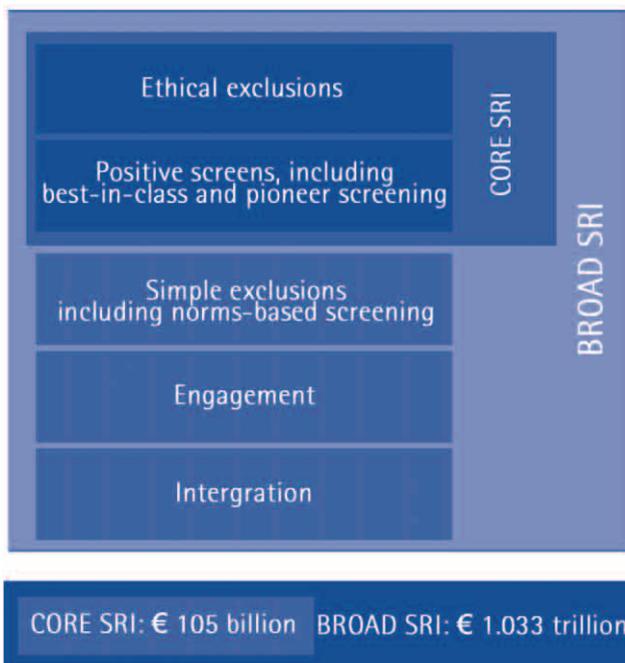
<sup>11</sup>Eurosif (2006: 5) denomina ISR restrictiva (*Core SRI*) a las carteras con preselección ética y preselección positiva de la cartera con criterios *best-in-class* y empresas pioneras.

<sup>12</sup>Eurosif (2006: 5) denomina ISR amplia (*Broad SRI*) a la suma del *Core SRI* y las carteras con exclusión simple o un solo criterio, más las carteras gestionadas a partir del diálogo comprometido con las empresas (*engagement*) y la integración de algún criterio ISR en las carteras convencionales.



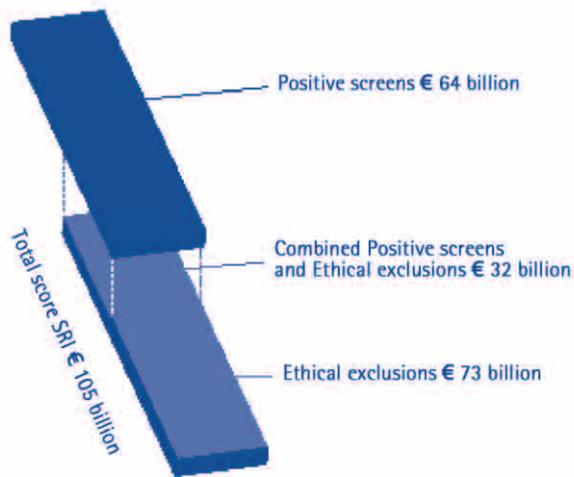
mente criterios de preselección de la cartera. Según el informe de Eurosif (2006: 5), el análisis de la exclusión de la cartera sigue siendo el tema más difícil de analizar.

Figura 5. Descripción de la Core SRI (ISR restrictiva) y la Broad SRI



Fuente: Eurosif (2006: 4-5).

Figura 6. Core SRI y sus componentes en Europa (31 de diciembre de 2005)  
según Eurosif

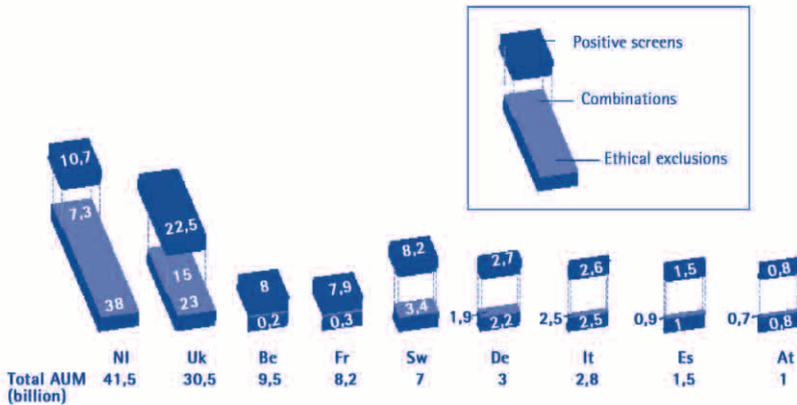


Fuente: Eurosif (2006: 6)

Las estrategias de ISR restrictiva se pueden encontrar en diferentes países europeos, aunque tienen un papel especialmente relevante, sobre todo, en países como los Países Bajos, con fondos de pensiones como el PGGM, o el Reino Unido, en inversores institucionales, además de en los fondos de pensiones, las inversiones de las organizaciones religiosas, las organizaciones sociales y sin ánimo de lucro.



Figura 7. Core SRI en los países europeos (31 de diciembre de 2005)

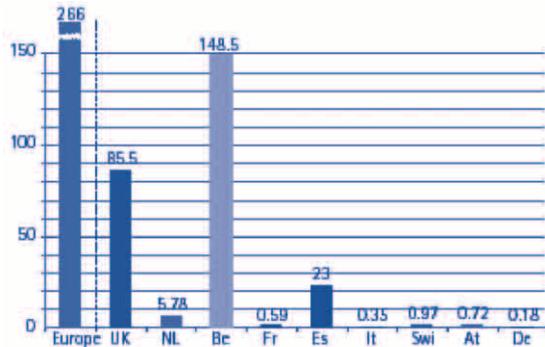


Fuente: Eurosif (2006: 6)

La estrategia *best-in-class* (mejores empresas del sector) es una estrategia de criterios positivos, no excluyente, utilizada por los países europeos continentales, sobre todo a través de la búsqueda de empresas con estrategias de sostenibilidad.

La exclusión simple (a partir de 1 solo criterio de exclusión) a partir de criterios éticos o negativos es aún utilizada por un importante número de carteras y fondos en Europa, que simplemente adoptan un único criterio negativo y pueden considerarse fondos ISR.

Figura 8. Exclusión simple (1 solo criterio negativo de exclusión) por países en Europa (mil millones €) a 31 de diciembre de 2005



Fuente: Eurosif (2006: 6)

La exclusión simple representa 266.000 millones de euros (*billion* €), sobre todo en países como el Reino Unido, Bélgica y España. Los criterios negativos más utilizados son la exclusión de la industria de armamento (138.000 millones de euros), la violación de los derechos humanos y las normas internacionales (61.000 millones de euros) y la industria del tabaco (4.000 millones de euros). No obstante, no deja de ser una estrategia limitada y reducida.

Por lo que respecta a las estrategias de diálogo comprometido con las empresas e integración de la ISR en el mercado convencional, Eurosif (2006: 8) considera que se trata de estrategias ISR, aunque en algunos casos no se lleve a cabo una preselección de la cartera. Se trata de estrategias utilizadas básicamente por los inversores institucionales, sobre todo los fondos de pensiones, que, más que preseleccionar, ejercen su papel como inversores responsables a través del diálogo con las empresas y el voto por delegación (*fiduciary duty*). Al mismo tiempo, son estrategias que permiten introducir criterios ISR en el mercado financiero convencional a través del activismo accionarial, utilizando los

instrumentos de gobierno corporativo, como hemos visto en el apartado anterior. Aunque en muchos casos estas estrategias amplias de diálogo con las empresas e integración no se consideren estrictamente ISR, Eurosif (2006) las incorpora en su estudio porque entiende que, de alguna manera, en un sentido amplio, incorporan los temas sociales, medioambientales y éticos en los mercados financieros.

Por otro lado, la combinación de las estrategias ISR restrictivas e ISR amplias es utilizada habitualmente en algunos países, como el Reino Unido, por parte de los inversores institucionales, sobre todo los fondos de pensiones.



Las estrategias más comunes son:

1. Diálogo comprometido con las empresas e integración: 594.000 millones de euros (*billion* €).
2. Simple preselección negativa y diálogo comprometido con las empresas: 64.000 millones de euros (*billion* €).
3. ISR restrictiva (criterios de selección negativos y positivos) y diálogo comprometido con las empresas: 38.000 millones de euros (*billion* €).

Eurosif concluye que, en Europa, el impulso de la ISR corresponde, en primer lugar, a las instituciones de gestión que aplican de forma estable el *Core SRI* o estrategias restrictivas de ISR, si bien las estrategias amplias están experimentando un considerable aumento. Estas últimas, entre las que figura el diálogo comprometido con las empresas, se están vinculando a la reforma del gobierno corporativo en las empresas, porque permiten la actividad de los accionistas responsables.

### 1.2.1. La Inversión Socialmente Responsable en Europa: mercado retail

Según el informe anual de *Green, Social and Ethical funds in Europe 2005 Review* (Avanzi-SRI Research/SiRi Company, 2005)<sup>13</sup>, el número de fondos ecológicos, sociales y éticos en Europa, a 30 de junio de 2005, era de 375<sup>14</sup>, lo que suponía un incremento del 6% en el último año: el 30 de junio de 2003 había 354 fondos de esas características en Europa.

El Reino Unido, Suecia, Francia y Bélgica concentran el 63,7% de los fondos ISR que se comercializan en Europa<sup>15</sup>.

Respecto al capital gestionado, entre junio de 2004 y junio de 2005 se ha dado un incremento del 27%. A finales de junio de 2005, había invertidos en Europa 24.127 millones de euros; un año antes, el capital total gestionado ascendía a 19.034 millones de euros.

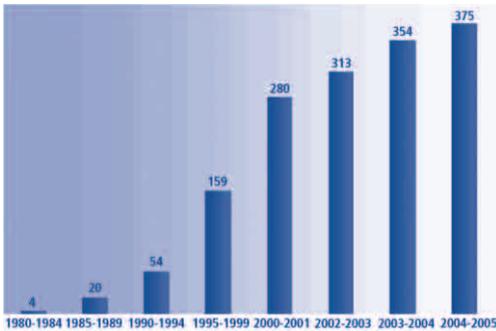
El sector de la ISR aún representa un porcentaje muy pequeño (0,52%) respecto al total de capital invertido en fondos de inversión UCITS<sup>16</sup> en Europa; no obstante, a finales de junio de 2004 ese porcentaje era del 0,47%.

<sup>13</sup>Los datos que presentamos para Europa están extraídos del informe anual publicado por Avanzi SRI Research/SiRi Company (2005): *Green, Social and Ethical funds in Europe 2005 Review*, Milán, octubre.

<sup>14</sup>El informe de SiRi Group no incluye la totalidad de carteras y fondos invertidos en ISR en Europa, pues no considera las carteras privadas e institucionales que utilizan preselección ISR. El informe incluye aquellas IIC que utilizan criterios de preselección éticos, sociales y ecológicos, que se comercializan como ISR en el mercado retail o a las que puede acceder el inversor individual. Los países que incluye el informe son Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Noruega, Países Bajos, Polonia, Reino Unido, Suecia y Suiza.

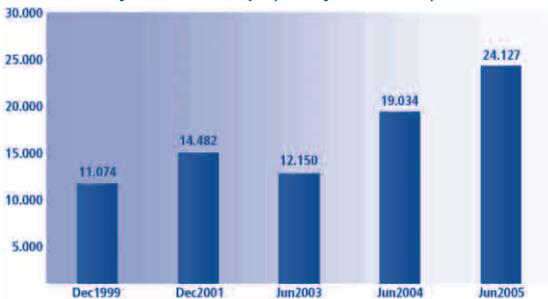
En este punto, cabe destacar que, en Bélgica, las IIC-ISR suponen el 1,97% del capital invertido en UCITS, mientras que los Países Bajos, el Reino Unido y Suiza muestran ratios superiores al 1,45%.

**Figura 9. Evolución del número de fondos ecológicos, sociales y éticos en Europa (30 de junio de 2005)**



Fuente: Avanzi-SRI Research/SiRi Company (2005: 7).

**Figura 10. Activos gestionados por los fondos ecológicos, sociales y éticos en Europa (30 de junio de 2005)**



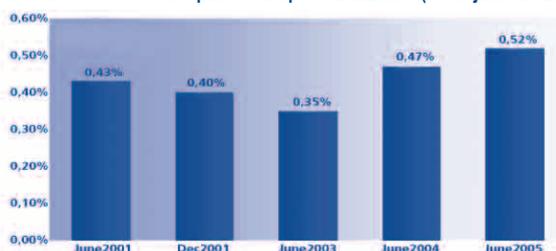
Fuente: Avanzi-SRI Research/SiRi Company (2005: 8).

<sup>15</sup>SiRi Company clasifica las IIC-ISR por países teniendo en cuenta el país donde tiene su sede la empresa matriz, incluso en el caso de las IIC domiciliadas en Luxemburgo o Irlanda.

<sup>16</sup>UCITS son las siglas inglesas de Collective Investment in Transferable Securities, que hacen referencia a la directiva de la Unión Europea que establece las condiciones en que un fondo domiciliado en un estado miembro puede ser distribuido en todos los demás países miembros. El objetivo es simplificar las reglamentaciones en materia de inversiones y aumentar la protección del inversor. La certificación UCITS informa de que el fondo está registrado como OICVM (Organismo de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios, UCITS en sigla inglesa). Los fondos registrados como tales deben operar de acuerdo con los requisitos que establece la Directiva 85/611/CEE.



Figura 11. Porcentaje de capital invertido en fondos ecológicos, sociales y éticos respecto al total de UCITS en los países europeos analizados (30 de junio de 2005)



Fuente: Avanzi-SRI Research/SiRi Company (2005: 14).

### Países con mayor volumen de capital invertido

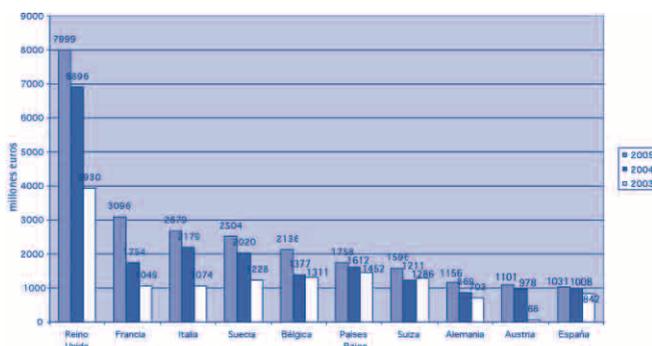
El Reino Unido mantiene el liderazgo de la ISR en Europa, con un 19% de las IIC y un 33,15% de los activos invertidos, que corresponde a 7.999 millones de euros. En conjunto, el Reino Unido, junto con Suecia, Francia y Bélgica, concentran el 63,7% de las IIC-ISR. Cabe destacar, por otra parte, los 3.096 millones de euros invertidos en Francia, los 2.679 millones de euros de Italia, los 2.504 millones de Suecia, los 2.136 millones de Bélgica y los 1.758 millones de los Países Bajos.

Respecto a los mercados más dinámicos, durante el año 2004-

2005, el incremento más importante se constató en Francia, Bélgica y el Reino Unido (Avanzi-SRI Research/SiRi Company, 2005). Francia es, por segundo año consecutivo, el país más dinámico, con un incremento anual del número de fondos superior al 20%.

Frente a los datos que confirman el crecimiento y el desarrollo de las IIC-ISR en distintos países europeos, destaca el estancamiento y el escaso desarrollo de la ISR en España. Según el informe de Avanzi-SRI Research/SiRi Company (2005), España es el país con menos capital invertido en IIC-ISR en el mercado *retail*, por lo que ocupa el último lugar en el ranking.

Figura 12. Activos gestionados por los fondos ecológicos, sociales y éticos en diferentes países europeos (2003-2005)



Fuente: Avanzi-SRI Research/SiRi Company (2005: 9) y datos propios para España

Los fondos ISR con mayor volumen de capital invertido son, por este orden, Stewardship Pensions Fund (Reino Unido), con 1.298 millones de euros; Pioneer Obbligazionario Euro Corporate Etico (Italia), con 984 millones de euros; F&C Stewardship Growth Fund (Reino Unido), con 967 millones de euros, y ESPA Bond Mündelrent (Austria), con 773 millones de euros.

En definitiva, Avanzi SRI Research/SiRi Company (2005) señala que existe un buen desarrollo del mercado *retail* ISR, dado que los retornos positivos de los fondos ISR tienen un efecto directo en el incremento de los activos gestionados.

Este incremento se debe, sobre todo, al lanzamiento de nuevos productos y al rediseño de productos que ya existían, ahora bajo la clave ISR. Se confirma la existencia de un grupo de países que lideran la ISR, que son el Reino Unido, Suecia, Francia y Bélgica. Esto se debe a su mayor porcentaje de fondos de inversión de renta variable y fondos mixtos en el sector ISR (80,4% del total de capital), frente al 19,5% de fondos ISR invertidos básicamente en renta fija.

Finalmente, queremos destacar la lista de empresas más seleccionadas en las carteras de los fondos ISR en Europa.



**Tabla 3. Valores corporativos incluidos en las carteras de fondos ecológicos, sociales y éticos en Europa (30 de junio de 2006)**

Ranking junio de 2005	Ranking junio de 2004	Empresa
1	2	Vodafone
2	9	GloxoSmithKline
3	1	AstraZenica
4	13	Johnson & Johnson
5	11	BP
6	5	Hennes & Mauritz
7	4	Ericsson
8	10	HBSC Holdings
9	12	Nordea Bank
10	6	Citigroup
11	Nueva	ING
12	7	Svenska Handelsbanken
13	Nueva	Sanofi-Sunthelabo
14	15	Royal Bank of Scotland
15	Nueva	TeliaSonera
16	Nueva	Telefónica
17	16	Intel
18	Nueva	FöreningsSparbanken
19	3	Pfizer
20	14	Royal Dutch Petroleum

Fuente: Avanzi-SRI Research/SiRi Company (2005: 12)

### 1.3. La ISR en Estados Unidos: análisis de una década de ISR (1995-2005)

Estados Unidos es uno de los países con mayor tradición y dinamismo en el desarrollo de la ISR. El Foro para la Inversión Socialmente Responsable de este país, el Social Investment Forum, ha publicado este año un informe sobre la evolución de la ISR a lo largo de los últimos diez años. En efecto, ha transcurrido ya una década desde que el Social Investment Forum publicó su primer informe de análisis del mercado ISR en 1995. Aquel primer informe mostraba los principales datos del sector en un momento de despegue de la ISR en Estados Unidos. El informe actual, en cambio, muestra la evolución histórica de la ISR en uno de los principales mercados financieros del mundo.

La valoración que el Social Investment Forum hace de este decenio de desarrollo de la ISR en Estados Unidos es muy positiva:

1. El capital invertido en productos de inversión con criterios de preselección social, medioambiental y ética ha experimentado un aumento superior al 4% respecto al universo global

de capital invertido en Estados Unidos durante el período.

2. Los fondos de inversión con criterios de preselección social y medioambiental han experimentado un crecimiento y una diversificación importante en cuanto al número de productos y el tipo de preselección que se ofrece en el mercado.

3. Las instituciones gestoras de inversión han ido incorporando paulatinamente criterios de preselección social y medioambiental en la gestión de las carteras de inversión.

4. El activismo de los accionistas ISR como inversores institucionales se ha desarrollado de manera muy considerable en Estados Unidos en los últimos diez años. Así, un número importante de inversores institucionales han apostado por desarrollar cada vez más su papel como accionistas activos adquiriendo valores corporativos en sus carteras de inversión con el objetivo de incluir en las asambleas de accionistas, a través de resoluciones de accionistas, temas sociales, medioambientales y de gobierno corporativo. La acción de los accionistas en defensa de los valores de responsabilidad social se ha desarrollado mediante procesos de delegación del voto en las asambleas o mediante el diálogo comprometido con las empresas, hecho que



poco a poco ha ido produciendo cambios tangibles en las políticas y las prácticas empresariales.

5. La inversión en la comunidad ha experimentado un importante crecimiento en capital. Este hecho ha apoyado las oportunidades de desarrollo económico de comunidades de renta baja o el desarrollo de la creación de empresas.

6. El proceso de globalización de la ISR ha llevado la inversión de los inversores norteamericanos a diferentes regiones del mundo. Así, el mercado ISR se ha desarrollado en Canadá, Europa, Australia o Japón, e, incluso, a países emergentes de América Latina, Sudáfrica y la región de Asia-Pacífico.

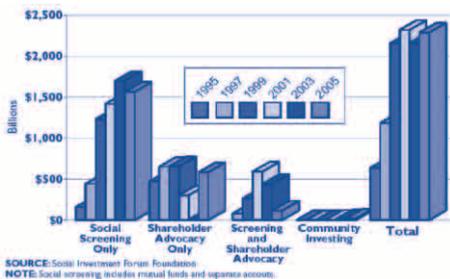
En 1995, el Social Investment Forum destacaba el desarrollo de la ISR en

Estados Unidos como consecuencia de la campaña social llevada a cabo durante la década de 1980 para promover la desinversión de las empresas norteamericanas que seguían invirtiendo en el régimen segregacionista de Sudáfrica. En aquellos momentos, 639.000 millones de dólares (*billion \$*) del total de 7 billones de dólares (*trillion \$*) de capital invertido por las instituciones de inversión en este país adoptaba algún criterio ISR. Se trataba del 9%.

Un decenio más tarde, en 2005, el capital invertido con algún criterio ISR ha experimentado un incremento anual del 26%, hasta llegar a los 2,29 billones de dólares (*trillion \$*). En términos acumulativos, el universo de capital invertido con algún criterio ISR se ha incrementado más del 258% desde 1995 hasta 2005, mientras que el universo total de capital invertido por las instituciones de inversión profesionales en este país ha aumentado sólo un 249%<sup>17</sup>.

Respecto al volumen del capital invertido, actualmente, casi uno de cada diez dólares invertidos por las instituciones de inversión de fondos en Estados Unidos cuentan con algún criterio de preselección de la cartera relacionado con temas ISR (sociales, medioambientales o éticos).

Figura 13. La Inversión Socialmente Responsable en Estados Unidos (1995-2005)



Fuente: Social Investment Forum (2006: 2).

<sup>17</sup>Cifras basadas en datos de Thomson Financial/Nelson Information.

Social Investment Forum clasifica la ISR en tres estrategias distintas:

1. Preselección de la cartera (*screening*): los fondos de inversión, IIC, carteras privadas o carteras institucionales que utilizan criterios de preselección de las empresas a partir de sus comportamientos sociales y medioambientales y valoran la RSE de las empresas buscando comportamientos excelentes y excluyendo los no responsables.
2. Activismo de los accionistas (*shareholder advocacy*): las acciones de los inversores que se sirven de los mecanismos de inversión institucional para influir en los comportamientos de RSE de las empresas.
3. Inversión en la comunidad (*community investing*): los instrumentos de inversión utilizados por colectivos o inversores ISR para prestar apoyo financiero a proyectos sociales, servicios comunitarios, atención a los discapacitados, vivienda social, atención a los ancianos y niños, sanidad para colectivos desfavorecidos, etc<sup>18</sup>.

En la actualidad, el total de capital invertido con criterios ISR, 2,29 billones de dólares (*trillion \$*), se distribuye en las tres categorías anteriores como sigue:

- 1,68 billones de dólares (1,68 *trillion \$*), el 73%, están invertidos en fondos de inversión y carteras de inversión privadas o institucionales que adoptan criterios de preselección de la cartera<sup>19</sup>.
- 703.000 millones de dólares (703 *billion \$*), el 26%, están invertidos en fondos o carteras cuyos accionistas adoptan una actitud activista.
- 20.000 millones de dólares (20 *billion \$*), el 1%, están invertidos en productos de inversión en la comunidad.

#### Preselección ISR en los fondos de inversión

El capital invertido en fondos de inversión con criterios de preselección sociales y medioambientales en el año 2005 era de 179.000 millones de dólares (179 *billion \$*), un 18,5% más que en el año 2003, cuando ascendía a 151.000 millones de dólares. El número de fondos no ha aumentado (201 fondos de inversión); sin embargo, en los últimos diez años, este producto ha sido el que ha experimentado un mayor incremento en cuanto al volumen de capital invertido: de 12.000 millones de dólares en 1995 a 179.000 millones de dólares en 2005.

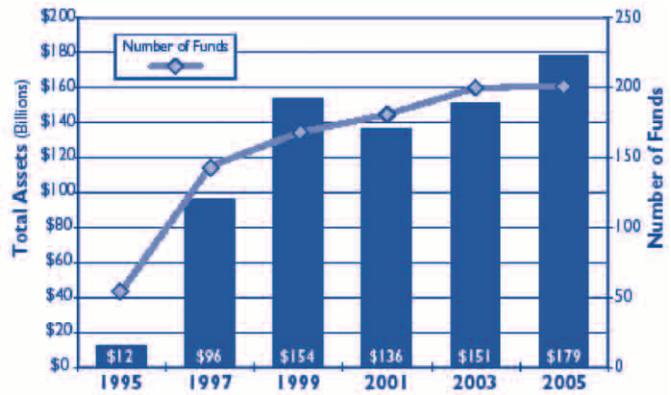
---

<sup>18</sup>En Europa, estos fondos se conocen más como "banca ética" o "solidaria". Los estudios de Eurosif, Avanzi-SRI Research/SiRi Company o IPES-ESADE no incorporan en el análisis de la ISR los datos de la inversión en la comunidad.

<sup>19</sup>Un 5% de estas carteras, además de adoptar preselección con criterios negativos o positivos, también cuentan con el activismo de los accionistas.



Figura 14. Evolución del capital y del número de fondos de inversión ISR en Estados Unidos



Fuente: Social Investment Forum (2006: 7).

El criterio de preselección más utilizado sigue siendo la industria del tabaco, seguido de la industria del alcohol, la industria del juego y la industria militar, todos ellos criterios negativos. Finalmente, se emplea también un criterio positivo: las relaciones con la comunidad.

### Preselección ISR en carteras de inversión privadas individuales e institucionales

Las carteras de inversión privadas e institucionales con criterios ISR tenían invertidos en el año 2005

1,51 billones de dólares (1,51 trillion \$).

De estos, 17.300 millones (1,73 billions \$) correspondían a clientes individuales y 1,49 billones (1,49 trillions \$), a inversores institucionales. En 1995, el capital invertido por los inversores era de 150.000 millones de dólares (billion \$).

Los inversores institucionales suponen el segmento de inversión más importante en la ISR en Estados Unidos. Se trata, sobre todo, de fondos de pensiones institucionales que invierten más de 100.000 millones de dólares con criterios de preselec-

**Tabla 4. Criterios más utilizados en la preselección de la cartera en los fondos ISR en Estados Unidos (2005)**

Criterio de preselección	Patrimonio (miles de millones)
Tabaco	159
Alcohol	135
Juego	41
Industria militar	34
Relaciones en la comunidad	32
Medioambiente	31
Relaciones Laborales	27

Fuente: Social Investment Forum (2006: 8).

**Tabla 5. Evolución del patrimonio invertido en las carteras de inversión privadas con criterios ISR en Estados Unidos (1995-2005)**

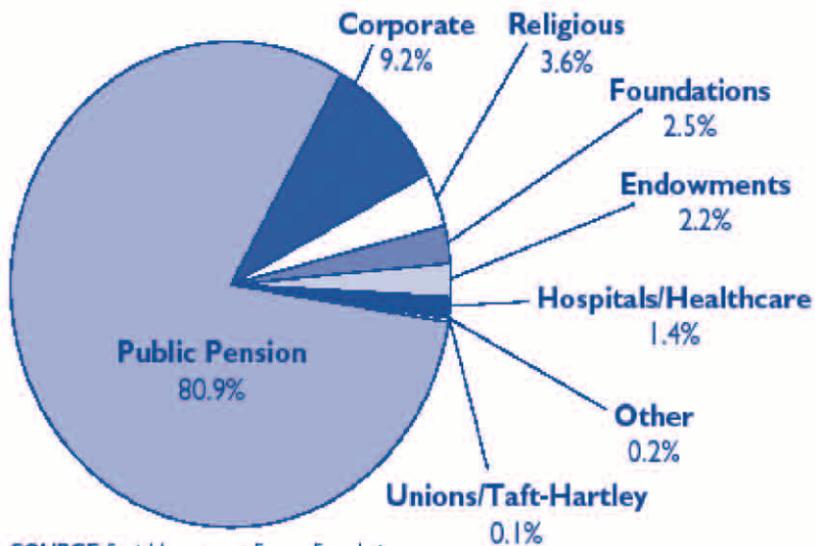
Año	Patrimonio miles de millones ( <i>billion</i> \$)
1995	150
1997	433
1999	1.343
2001	1.870
2003	1.992
2005	1.506

Fuente: Social Investment Forum (2006: 11).



ción ISR, aunque también encontramos dentro de esa categoría fondos de pensiones de empresas, organizaciones religiosas, fundaciones religiosas, hospitales, sindicatos, etc.

Figura 15. Distribución de los inversores institucionales en Estados Unidos (2005)



Fuente: Social Investment Forum (2006: 12)

Los fondos de pensiones constituyen el principal segmento de ISR en carteras privadas en Estados Unidos, sobre todo los fondos de pensiones de los empleados públicos de la administración de los diferentes estados, ciudades y municipios. Ocupan un lugar destacado, en particular, los fondos de pensiones de los empleados públicos de California (CalPERS), el distrito de Columbia, Pensilvania, Texas, Arizona, Illinois, Louisiana, Oregon y New Jersey. Entre los criterios más utilizados por los fondos de pensiones de empleados públicos destacan, principalmente, el tabaco, la aplicación de los Principios McBride<sup>20</sup>, los derechos humanos, el medio ambiente y la igualdad de oportunidades.

Los inversores institucionales son los principales accionistas activos, y actúan frente a las empresas ejerciendo su influencia en materia social, medioambiental y ética. Entre estos accionistas activos ISR destacan las instituciones religiosas, las fundaciones, los fondos de inversión, los fondos de pensiones, los sindicatos y las organizaciones no gubernamentales. En 2005, los principales temas sobre los que tra-

taron las resoluciones presentadas en las asambleas de accionistas fueron los siguientes: contribuciones políticas de las empresas, igualdad de oportunidades en el trabajo, estándares laborales globales, cambio climático y medio ambiente (memorias de sostenibilidad), tabaco, contribuciones a organizaciones sociales y nivel de retribución salarial de los cargos directivos.

Para concluir este apartado, podemos considerar que el desarrollo de la ISR en Estados Unidos ha alcanzado un nivel de desarrollo y madurez muy importante en la última década, lo que queda magníficamente expuesto en el peso de la ISR en el mercado financiero americano y el papel de los inversores responsables en los mercados como accionistas activos. Para comparar el mercado americano con el europeo, a grandes rasgos podemos decir que mientras que en Estados Unidos se enfatizan los criterios negativos y la influencia en las asambleas de accionistas, en Europa se tiende más a la adopción de criterios positivos y al estímulo del diálogo comprometido con las empresas.

---

<sup>20</sup>McBride Principles es una declaración voluntaria de principios de no discriminación en el empleo en Irlanda del Norte que los inversores responsables piden a las empresas.



#### **1.4. Naciones Unidas y el sector financiero: UNEP-Finance Initiative**

UNEP-Finance Initiative<sup>21</sup> (UNEP-FI) es un partenariado global entre el Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente<sup>22</sup> y el sector financiero en el que participan más de 160 instituciones, bancos, compañías de seguros e instituciones de gestión de fondos.

El objetivo de UNEP-FI es promover y apoyar la integración y el reconocimiento de los impactos medioambientales y sociales en los análisis y el comportamiento de los mercados financieros. Para ello, se trabaja en la identificación y la promoción de las mejores prácticas medioambientales y sostenibles que adoptan las instituciones que actúan en los mercados financieros en todos los niveles.

Las instituciones financieras o compañías de seguros signatarias de UNEP-FI deben adherirse a una de las dos Declaraciones destinadas a cada uno de los sectores<sup>23</sup>:

1. Declaración de instituciones financieras acerca del medio ambiente y el desarrollo sostenible (revisión mayo 1997).
2. Declaración del sector de los seguros en defensa del medio ambiente.

En estas dos declaraciones, tanto el sector financiero como el sector de los seguros reconocen que el desarrollo económico debe ser compatible con el bienestar humano y un medio ambiente sostenible. Los signatarios de estas declaraciones se comprometen de forma voluntaria a integrar los aspectos sociales y medioambientales en todos los niveles de sus operaciones.

UNEP-FI desarrolla actividades regionales mediante programas de trabajo, de formación e investigación. El programa de trabajo estratégico se centra en nuevos temas vinculados a aproximaciones innovadoras en torno a los vínculos entre los mercados financieros y la sostenibilidad:

1. Cambio climático.
2. Inversión: se analizan nuevas consideraciones sobre temas sociales, medioambientales y de

<sup>21</sup>Se puede encontrar más información sobre esta iniciativa en su página web: <<http://www.unepfi.org>>.

<sup>22</sup>Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente: sus siglas en inglés son UNEP, y en español, PNUMA. En este Observatorio vamos a utilizar las siglas en inglés, pues la iniciativa se conoce internacionalmente como UNEP-FI.

<sup>23</sup>Incorporamos estas dos declaraciones en el Anexo I.

gobernanza para que se puedan incorporar en las prácticas inversoras. En este programa de trabajo se han desarrollado los Principios de Inversión Responsable, de los que nos ocuparemos seguidamente.

3. Gestión de la sostenibilidad e informes de transparencia.
4. Desarrollo del suplemento para el sector de servicios financieros de la metodología de *Global Reporting Initiative* (GRI).
5. Desarrollo del *business case* para la gestión sostenible y de memorias de sostenibilidad e informes de transparencia para economías emergentes.

### **UNEP-FI: Principios de Inversión Responsable**

Los Principios de Inversión Responsable<sup>24</sup> son una iniciativa impulsada por el secretario general de las Naciones Unidas, ejecutada por UNEP-FI y el Pacto Mundial de las Naciones Unidas, y dirigida directamente a los inversores. Se trata de una declaración voluntaria de los inversores institucionales para promover el desarrollo sostenible en el sector financiero, a través de una serie de principios de buenas prácticas.

A principios del año 2005, el secretario general de Naciones Unidas invitó a un grupo de importantes inversores institucionales de 12 países diferentes a que se unieran para elaborar los Principios de Inversión Responsable. El proceso estuvo coordinado por UNEP-FI y Global Compact y tenía por objetivo apoyar a los inversores institucionales, los gestores de inversión y los proveedores de servicios financieros en el desarrollo de mecanismos de inversión socialmente responsable. El objetivo era identificar los principios de consenso entre los inversores institucionales y otros agentes sociales para promover el desarrollo sostenible y la RSE desde la inversión institucional, básicamente los fondos de inversión y los fondos de pensiones.

Finalmente, en este proceso *multistakeholder*, que se desarrolló entre abril de 2005 y enero de 2006, intervinieron 70 expertos del sector financiero, del sector gubernamental y de organizaciones internacionales, de la sociedad civil y académicas.

<sup>24</sup>Se puede encontrar más información sobre esta iniciativa en la página web < <http://www.unpri.org/>>.



Los Principios de Inversión Responsable reflejan los valores de un amplio grupo de inversores con voluntad de invertir a largo plazo y con carteras muy diversificadas.

Por otra parte, este proyecto de partenariat público-privado representa un importante paso adelante en el cumplimiento de los Principios de UN Global Compact, los Objetivos de Desarrollo del Milenio de Naciones Unidas y los objetivos establecidos en la Conferencias Internacionales sobre Medio Ambiente y Desarrollo Sostenible.

Los Principios están abiertos a la adhesión de inversores institucionales, instituciones profesionales y de servicios, instituciones de gestión y otros agentes sociales<sup>25</sup>.

Fueron presentados públicamente en abril de 2006 por Kofi Annan, secretario general de Naciones Unidas, y los directores de las principales instituciones de gestión de inversión institucional en la sede de la Bolsa de Nueva York.

Los Principios de Inversión Responsable parten del objetivo de actuar en el mejor interés a largo plazo de la inversión institucional. En concreto, pretenden incorporar los temas medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en el rendimiento de las carteras de inversión a través de uso de la función fiduciaria en los fondos institucionales.

Contemplan los siguientes puntos:

1. Incorporar las cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo en los procesos de análisis y adopción de decisiones en materia de inversiones.
2. Adoptar las cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo para incorporarlas a las prácticas y políticas de identificación.
3. Pedir a las empresas en que se invierta que publiquen las informaciones apropiadas sobre las cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo.
4. Promover la aceptación y aplicación de estos principios en la industria de las inversiones.
5. Colaborar para mejorar la efi-

<sup>25</sup>Las instituciones adheridas en septiembre de 2006 eran las siguientes (datos obtenidos de <<http://www.unpri.org/>>; 17/9/2006). Fondos institucionales: ABP (Países Bajos), AP2 (Suecia), AP3 (Suecia), BBC Pension Trust Limited (Reino Unido), Bedrijfstakpensioenfond Metalektro (PME, Países Bajos), BT Pension Scheme (Reino Unido), Caisse de dépôt et placement du Québec (Canadá), Caisse des dépôts et consignations (CDC, Francia), CalPERS (Estados Unidos), Canada Pension Plan Investment Board (Canadá), Catholic Superannuation Fund (Australia), Christian Super (Australia), CIA (Caisse de Prévoyance du Canton de Genève), Comité syndical national de retraite Bâtirente (Canadá), Connecticut Retirement Plans and Trust Funds (CRPTF, Estados Unidos), Dexia Insurance Services (Bélgica), Environment Agency Active Pension Fund (Reino Unido), Etablissement du Régime Additionnel de la Fonction Publique (Francia), Folksam (Suecia), Fonds de réserve pour les retraites (FRR, Francia), General Board of Pension and Health Benefits of the United Methodist Church (Estados Unidos),

cacia en la aplicación de estos principios.

6. Notificar mutuamente las actividades y los progresos en la aplicación de estos Principios.

Una vez presentados estos principios, UNEP-FI tiene como objetivo promover su adopción por parte de otros inversores, facilitando su comprensión y el desarrollo de las buenas prácticas vinculadas a ellos.

*Government Employees Pension Fund (Sudáfrica), Government Pension Fund (Tailandia), Kikkoman Corporation Pension Scheme, Lifeyrissjodur Verzlunarmanna (Pension Fund of Commerce, Islandia), Mennonite Mutual Aid (MMA, Estados Unidos), Munich Reinsurance Company (Alemania), Nathan Cummings Foundation (Estados Unidos), National Pensions Reserve Fund of Ireland (Irlanda), New York City Employees Retirement System (NYCERS, Estados Unidos), New York State and Local Retirement System (Estados Unidos), New Zealand Superannuation Fund (Nueva Zelanda), Norwegian Government Pension Fund (Noruega), PGGM Netherlands (Países Bajos), PREVI (Brasil), Storebrand (Noruega), Teachers' Retirement System of the City of New York (Estados Unidos), United Nations Joint Staff Pension Fund (UNJSPF), International Universities Superannuation Scheme (USS, Reino Unido), VicSuper (Australia).*

*Instituciones de gestión de inversiones: ABN AMRO Asset Management (Países Bajos), Advantage Asset Managers (Pty) Limited (Sudáfrica), Amalgamated Bank (Estados Unidos), Banco (Suecia), Bank Sarasin & Co. Ltd (Suiza), BC Investment Management Corporation (Canadá), BNP Paribas Asset Management (Francia), Calvert Group (Estados Unidos), Crédit Agricole Asset Management Group (Francia), Daiwa Asset Management Co. Ltd (Japón), Dexia Asset Management (Bélgica), Domini (Estados Unidos), Dr. Höller Vermögensverwaltung und Anlageberatung AG (Suiza), F&C Asset Management (Reino Unido), First Affirmative Financial Network, LLC (Estados Unidos), Frater Asset Management (Sudáfrica), Generation Investment Management LLP (Reino Unido), Groupama Asset Management (Francia), Henderson Global Investors PRI services (Reino Unido), Hermes Pensions Management (Reino Unido), HSBC Group Investment Businesses (Reino Unido), Inhance Investment Management (Canadá), Insight Investment (Reino Unido), Krull & Company (Estados Unidos), Living Planet Fund Company (Bélgica), Macif Gestion (Francia), Marc J Lane Investment Management Inc. (Estados Unidos), Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation (Japón), Morley Fund Management (Reino Unido), Nissay Asset Management (Japón), Portfolio Partners Limited (Australia), Progressive Asset Management (Estados Unidos), Reynders McVeigh Capital Management (Estados Unidos), Sompō Japan (Japón), SNS Asset Management (Países Bajos), Sumitomo Trust (Japón), Threadneedle Asset Management Ltd (Reino Unido), Triloka Global Advisors (Estados Unidos).*

*Servicios: ASSET4 PRI Services (Suiza), Care Group AG (Suiza), e-fundresearch.com Data GmbH (Austria), Ethical Investment Research Services (EIRIS) Ltd (Reino Unido), Empowerdex (Pty) Ltd (Sudáfrica), Ethix (Suecia), Fifth Capital Group PRI services (Reino Unido), FTSE (Reino Unido), GES Investment Services PRI Services (Suecia), Governance Metrics International (Estados Unidos), Innovest Strategic Value Advisors (Global), Investment Ethics Research & Advisory AG (INVERA, Suiza), IW Financial PRI Services (Estados Unidos), Mercer Investment Consulting (Global), Monash Sustainability Enterprises (Australia), onValues Ltd., PRI Services (Suiza), RepuTex Group PRI Services (Australia), Shareholder Association for Research and Education (SHARE, Canadá), Trucost (Reino Unido), Vigeo (France).*



## 2. Las nuevas tendencias del mercado de la Inversión Socialmente Responsable

En los últimos años se han ido consolidando en el sector financiero algunas tendencias importantes que pueden marcar el desarrollo futuro y que inciden en la consolidación de los mecanismos de ISR en los mercados financieros convencionales, tendencia que se conoce en inglés como *mainstreaming* y que parte de una aproximación amplia de la ISR. En general, las líneas más innovadoras coinciden en señalar que la ISR es uno de los elementos que impulsan la RSE desde los mercados financieros, sobre todo por el poder que tienen los inversores institucionales a través de los fondos de pensiones y grandes fondos de inversiones.

Una de las tendencias más destacadas de los últimos años es la relación entre el activismo accionario de los inversores responsables y los mecanismos de gobierno corporativo. En este sentido, los instrumentos de gobierno corporativo clarifican los mecanismos a través de los que pueden influir los accionistas en la dirección de las empresas en las que invierten. A pesar de que en las últimas décadas la participación de los accionistas, tradicionalmente, se ha vinculado a los temas de gobierno corporativo, lo que queremos

destacar en este trabajo es que, poco a poco, los temas sociales, medioambientales y éticos se han ido incorporando a la agenda de los accionistas. De esta forma, la acción de los accionistas responsables en el marco de la ISR se ha ido vinculando de manera paulatina al gobierno corporativo.

Otro de los elementos que queremos destacar son los estudios que se han realizado sobre la rentabilidad de los fondos ISR en relación con los fondos convencionales de mercado. Estos dos temas van a centrar el interés del *Observatorio* de este año.

### 2.1. La ISR y el gobierno corporativo

#### 2.1.1. Activismo de los accionistas

El activismo accionario, conocido en el mundo anglosajón como *shareholder activism*, es la actividad que desarrollan los inversores socialmente responsables, en tanto que accionistas —normalmente a través de inversiones colectivas (fondos de pensiones o fondos de inversión)—, para influir en la toma de decisiones de las empresas donde están invirtien-



do en favor de políticas de responsabilidad social y medioambiental. En la mayoría de los casos, los accionistas activos son representados por las instituciones gestoras de sus fondos.

El activismo de los accionistas ISR es un fenómeno que se ha desarrollado de forma muy importante en la última década en el ámbito anglosajón, sobre todo en Estados Unidos y Canadá. No obstante, en los últimos años, este fenómeno se está desarrollando también entre los inversores institucionales en Europa.

Para poder ejercer el derecho de los accionistas, estos deben contar con las regulaciones nacionales sobre la inversión colectiva y el papel de los inversores. Tradicionalmente, las regulaciones nacionales habían impuesto restricciones cuantitativas severas en la localización de los activos financieros y el ejercicio del derecho de los accionistas. Sin embargo, en los últimos años, la globalización financiera ha comportado importantes cambios al respecto. Como consecuencia, a finales del siglo XX, se abrió en los países occidentales el debate sobre el poder de los accionistas en mercados finan-

cieros globales, más allá de las fronteras nacionales.

La Unión Europea ha modificado la regulación sobre las inversiones en fondos de pensiones en Europa mediante la 2003 EU IORP Directive<sup>26</sup>. Las reglas se han liberalizado, de manera que los fondos de pensiones tienen ahora más libertad para diseñar sus políticas de inversión, incluidas las inversiones en renta variable y productos derivados. Como consecuencia, la responsabilidad recae en las instituciones reguladoras nacionales y en los responsables de los fondos de pensiones. Todo ello ha contribuido al debate sobre el impacto del derecho fiduciario, lo que incluye el debate sobre los riesgos extrafinancieros.

En diciembre de 2005, Eurosif publicó un nuevo informe denominado *Active Share Ownership in Europe. 2006 European Handbook*, que analiza el papel de los inversores y los derechos de los accionistas para incluir criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en la selección de los valores de la cartera. Eurosif apuesta por la línea de trabajo de la Comisión Europea sobre gobierno corporativo y vincula directamente el papel de los inverso-

<sup>26</sup>European Directive on Occupational Pensions Systems, EU IORP Directive 2003.

res responsables con los mecanismos de gobierno corporativo.

Del informe de Eurosif (2005) se desprenden los siguientes elementos principales:

### **¿Qué es el activismo de los accionistas?**

Desde una perspectiva de largo plazo, los accionistas hacen uso de sus derechos con el objetivo de monitorizar e influir en las empresas en la gestión de los temas sociales, medioambientales y de gobierno corporativo. Se incluye el análisis de los factores extrafinancieros (temas sociales, medioambientales y de gobierno corporativos) en la relación de la empresa con sus accionistas y con todos sus *stakeholders* o partes afectadas o implicadas.

### **Componentes principales**

1. La búsqueda de una inversión sostenible y rentable a largo plazo.
2. La influencia a largo plazo de los factores extrafinancieros (temas sociales, medioambien-

tales y de gobierno corporativo).  
3. El uso de los derechos de los accionistas, como el derecho al voto o el derecho a hacer preguntas.

### **Importancia del activismo accionarial en el contexto actual**

1. Importancia del papel del accionariado en el marco de la emergencia del gobierno corporativo, como consecuencia de los escándalos empresariales y los riesgos financieros, que llevan a minimizar los riesgos de la inversión.
2. Incremento de la normativa sobre temas de gobierno corporativo, sociales y medioambientales, que han creado nuevas formas de responsabilidad y riesgo para las empresas.
3. La atención de los consumidores y el riesgo reputacional son temas cada vez más importantes para las empresas y los accionistas.
4. La innovación medioambiental y social es un impulso excelente para el desarrollo empresarial, cada vez más vinculado a las demandas de los consumidores e inversores.



### Actividades más comunes

- Voto: el derecho a voto es una de las acciones más importantes del activismo accionario. Los accionistas pueden tomar diferentes decisiones, como la elección de los miembros del Consejo de Administración y la aprobación de los presupuestos. Estas decisiones deben ser votadas y comunicadas a través del ejercicio del voto en la asamblea general de accionistas. Se establecen propuestas para que sean votadas en las asambleas de accionistas a través del voto fiduciario o por delegación de los accionistas a la institución de gestión (proxy voting). Este es uno de los mecanismos a través de los cuales los accionistas pueden expresar su acuerdo o desacuerdo con el Consejo de Administración.
- Diálogo y compromiso con las empresas (engagement): la relación entre los inversores y las empresas se da a través de un diálogo entre los accionistas o sus representantes y el equipo de dirección y gestión empresarial. Muchas veces los accionis-

- tas delegan este papel en las instituciones de gestión de los fondos, que son las que establecen el diálogo con la empresa y les informan de las opciones que van a tomar en las asambleas generales de accionistas. Ese diálogo se puede desarrollar en el marco de reuniones, o bien mediante una fluida correspondencia de carácter informativo.
- Comunicación externa: en circunstancias extraordinarias, cuando la empresa no atiende a los accionistas, estos pueden optar por hacer anuncios en la prensa.
  - Resoluciones de los accionistas: cuando el diálogo y la comunicación fallan, los accionistas pueden presentar sus propias resoluciones o convocar una asamblea general extraordinaria. En Europa, esta práctica es todavía poco utilizada y es percibida por las empresas como una práctica de confrontación. En cambio, en Estados Unidos y Canadá se emplea cada vez más.
  - Comunicación con los entes reguladores: algunos inversores consideran que la relación con las autoridades reguladoras forma parte de su activismo,

entendiendo que de este modo pueden influir en el desarrollo de la normativa nacional, la regulación de los mercados financieros y las prácticas corporativas.

- Colaboración entre inversores: algunos inversores activos colaboran con otros inversores en el desarrollo mecanismos de poder e influencia sobre la empresa.
- Venta de las acciones corporativas (divestment).

### **2.1.2. La relación entre los inversores responsables y las empresas: mecanismos de gobierno corporativo**

El derecho al ejercicio del voto y la influencia en la toma de decisiones empresariales por parte de los accionistas de una empresa constituye uno de los derechos políticos fundamentales del inversor y uno de los principales mecanismos de desarrollo del gobierno corporativo en el ámbito empresarial. En esa intersección, los inversores responsables utilizan los instrumentos de gobierno corporativo para ejercer su poder. Por este motivo, los códigos de gobierno corporativo se han converti-

do en los últimos años en uno de los elementos fundamentales para impulsar las estrategias del activismo accionarial ISR.

La globalización económica ha comportado nuevos retos en las relaciones entre la dirección de las empresas y los accionistas —entre el consejo de dirección y los propietarios del capital—, que se distribuyen por todo el planeta. En efecto, en la actualidad, muchos inversores institucionales disponen de acciones de empresas que actúan en el ámbito global, fuera de sus fronteras nacionales; como consecuencia, se ha producido también un proceso de globalización de los accionistas y de la propiedad empresarial. A este proceso se han venido a sumar los escándalos financieros que han saltado a la luz pública en la última década, resultado de la falta de control del gobierno corporativo en las grandes empresas. El gobierno corporativo depende en cada país o región del marco legal, regulador e institucional establecido. En última instancia, todo ello ha comportado que, poco a poco, los reguladores nacionales hayan revisado sus normativas o códigos de gobierno corporativo, o bien hayan desarrollado



otros nuevos, incorporando una definición exhaustiva de los roles, los derechos, las responsabilidades y los mecanismos de rendición de cuentas útiles en una empresa, sobre todo en relación con sus accionistas.

La regulación del gobierno corporativo desempeña un papel muy importante en la relación entre los inversores y las empresas, pues clarifica muchos aspectos de los roles y las responsabilidades de las empresas, los consejos directivos y los accionistas. En este sentido, un buen estándar de gobierno corporativo permite que los accionistas desarrollen un papel activo. No obstante, hasta hace poco tiempo, estos estándares no se habían desarrollado en ciertos países. La situación ha cambiado en los últimos años, especialmente debido a la presencia de inversores institucionales extranjeros en los mercados nacionales y en el capital de las empresas. Como consecuencia, se ha abierto un importante debate, tanto en el ámbito europeo como en el ámbito mundial, sobre la necesidad de clarificar los marcos de gobierno corporativo mediante estándares internacionales y códigos de buenas prácticas.

La OCDE ha sido una de las organizaciones internacionales que ha impulsado y establecido líneas directrices para orientar la reforma de esos códigos de buen gobierno. Esta organización publicó en 1999 los *Principios de buen gobierno corporativo*, que fueron revisados cinco años más tarde. Los Principios de la OCDE sobre gobierno corporativo (2004) consideran que el gobierno corporativo incluye una red de relaciones entre la gestión empresarial, su consejo directivo y administrativo, sus accionistas y otros *stakeholders*. Como consecuencia, el gobierno corporativo debería proveer una estructura por medio de la cual se establezcan los objetivos de la empresa y se determinen los mecanismos para obtener esos objetivos y controlar los resultados. Se trata, en definitiva, de establecer los incentivos para el consejo de dirección y administración con vistas a obtener los resultados que interesan a la empresa y a sus accionistas, y a facilitar, además, un control efectivo de los resultados.

Los Principios de la OCDE exponen que esos códigos deben incorporar los siguientes elementos:

1. Los derechos de los accionistas

y las funciones básicas de la propiedad.

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

Además, sostienen que factores como la ética empresarial y la atención por parte de las empresas a los temas medioambientales y los intereses sociales de las comunidades en que operan pueden tener un impacto significativo en su reputación y sus resultados a largo plazo.

La Unión Europea es otra de las organizaciones internacionales que participa en este proceso apoyando la convergencia de los códigos y las prácticas de gobierno corporativo en los países europeos. Así, a través de la Comisión Europea, ha publicado unas recomendaciones que estimulan un comportamiento responsable por parte de las empresas e incluyen un sistema de remuneración de los miembros del consejo de administración, sean directores ejecutivos o no.

Las recomendaciones y propuestas de la Comisión Europea son las siguientes:

1. La Recomendación de 15 de febrero de 2005 (2005/162/CE) sobre consejeros externos y comisiones de Consejo.
2. La Recomendación de 14 de diciembre de 2004 (2004/913/CE) sobre retribuciones de consejeros de sociedades cotizadas.
3. La Propuesta de Directiva sobre ejercicio del derecho de voto por accionistas de sociedades cotizadas (COM/2005/685 final), aprobada por la Comisión Europea el 5 de enero de 2006.

La emergencia de estos nuevos estándares o códigos de gobierno corporativo más responsable ha dado lugar a un contexto paulatinamente más seguro para los accionistas, que estimula su participación activa como propietarios de las empresas. Así, en los últimos años se han ido desarrollando códigos de gobierno corporativo en muchos países europeos (Eurosif, 2005): Bélgica, Francia, Alemania, Italia y Reino Unido (1998); Bélgica, Francia, Irlanda, Italia, Portugal y Reino Unido (1999); Dinamarca, Alemania, Países Bajos y Reino



Unido (2000); Dinamarca, Alemania, Grecia, Países Bajos, Portugal, Suecia y Reino Unido (2001); Austria, Francia, Alemania, Italia, Suiza y Reino Unido (2002); Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Países Bajos, Portugal, España, Suecia y Reino Unido (2003); Bélgica, Francia, Italia, Países Bajos, Noruega, España, Suecia y Reino Unido (2004); Bélgica y Dinamarca (2005), y España (2006).

En este sentido, se ha ido evolucionando hacia modelos de consejos de dirección más responsables en su relación con los accionistas, asignando responsabilidades concretas o creando comités de supervisión en determinados áreas, como el sistema de remuneración, las auditorías o temas específicos de riesgo social y medioambiental, como el cambio climático.

Una de las consecuencias del desarrollo de estos códigos es que potencian un mejor uso del ejercicio de los derechos de los accionistas, teniendo en cuenta una perspectiva de largo plazo. Con todo, los accionistas se topan con diferentes obstáculos formales para ejercer su dere-

cho al voto. Entre esos obstáculos figuran, en primer lugar, las dificultades para identificar a los accionistas, debido a la existencia de inversores institucionales que actúan en el ámbito internacional a través de intermediarios. Por otra parte, en algunos mercados nacionales con regulaciones más estrictas, los inversores extranjeros pueden tener dificultades para acceder a la distribución de la información relativa a las asambleas generales de accionistas, y faltan soluciones para que los accionistas puedan ejercer su voto de forma delegada, a través de los intermediarios financieros que actúan como fiduciarios, o bien haciendo uso del voto por correo postal o por correo electrónico.

Como hemos explicado, esa globalización ha generado un marco favorable para el desarrollo de una participación más activa por parte de los accionistas. En el marco de la ISR, en particular, se ha traducido en una reforma de las regulaciones sobre fondos de pensiones. A lo largo de la última década, diferentes países europeos han reformado sus normativas nacionales sobre fondos de pensiones incorporando elementos de liberalización de las reglas de

inversión bajo el principio de la “persona prudente”, como confirmó la Directiva 2003 EU IORP. Esta Directiva establece, además, una serie de normas mínimas de seguridad, con reglas relativas a recursos propios y a la inversión en distintos activos. Los fondos de pensiones adquieren así una mayor libertad para diseñar sus políticas de inversión, pues se contempla la posibilidad de que inviertan en renta variable y productos derivados. Como la localización de esas inversiones entraña un mayor riesgo, la Directiva 2003 EU IORP hace recaer la responsabilidad en los organismos reguladores y en las comisiones de control de los fondos de pensiones. La citada Directiva ha contribuido al debate sobre el impacto del derecho fiduciario y ha llevado a que algunos inversores hayan empezado a incluir en su nueva definición el concepto de “riesgo extrafinanciero”.

Esta idea ha contado, en algunos casos, con el apoyo de los sindicatos y los responsables de los trabajadores. UNEP FI & Freshfields Bruckhaus Deringer (2005), en concreto, sostienen que los temas sociales, éticos, medioambientales y de gobierno corporativo son consistentes con el derecho fiduciario

cuando tienen un impacto en la rentabilidad de la inversión. Uno de los ejemplos más reconocidos es el del Fondo de Reserva de Francia, que ha incorporado en su misión como fondo público el que su inversiones se muestren acordes con el desarrollo sostenible.

Además de este proceso, en algunos países, los entes reguladores nacionales han empezado a promover entre los inversores, sobre todo a través de las reformas de la regulación de los fondos de pensiones, el que tomen en consideración los temas sociales, medioambientales y éticos. Estas reformas abogan por una mayor transparencia de las políticas de inversión de los fondos de pensiones en temas extrafinancieros (sociales, medioambientales y éticos), siguiendo el modelo de la reforma de la Ley de Pensiones del Reino Unido de 2000 (UK SIP).



### 2.1.3. Vinculación entre el gobierno corporativo y los temas sociales, medioambientales y éticos

Actualmente, el activismo accionario en temas sociales, medioambientales y éticos está siendo desarrollado básicamente por los fondos de pensiones que se muestran activos en la incorporación de los principios ISR, a través del trabajo encargado por los inversores responsables a las instituciones gestoras de fondos de pensiones ISR. Sin embargo, cada vez más, los inversores responsables se sirven de los ranking de sostenibilidad y de la información de las agencias de *rating* ISR para valorar el comportamiento empresarial y participar en el gobierno de las empresas cotizadas.

El reto, en términos generales, pasa por analizar de qué manera pueden participar los inversores en el gobierno corporativo e introducir en la cultura empresarial los temas sociales, medioambientales y éticos para gestionar los riesgos y las inversiones a largo plazo. De esta forma, los accionistas adquirirán un mecanis-

mo fundamental para influir en la gestión responsable y sostenible de las empresas, como *drivers* o impulsores de la RSE.

El principal problema que se plantea a los accionistas activos en temas sociales, medioambientales y éticos es que se trata de una cuestión vinculada a la regulación nacional sobre los mercados financieros y el gobierno corporativo, pero que, al mismo tiempo, ha adquirido una dimensión global y, además, tiene un impacto diferenciado en función del sector y de la empresa. Como consecuencia, las regulaciones nacionales concretas se contraponen a las estructuras globales de las empresas y a la posibilidad de los accionistas de participar en los diferentes países donde esas empresas tienen su sede.

La propuesta que presenta Eurosif (2005) para facilitar el papel de los inversores responsables en las asambleas de accionistas de empresas globales es la elaboración de regulaciones sociales y medioambientales que adopten estándares internacionales o, por lo menos, de carácter europeo. En este sentido, las directivas europeas sobre temas

medioambientales son marcos facilitadores para los inversores responsables que actúan a través de los fondos institucionales de ámbito europeo. Una de las áreas en que los accionistas activos están influyendo en mayor medida a través de los mecanismos de gobierno corporativo es la que hace referencia a los temas vinculados con el cambio climático.

### **España: aprobación del Código Unificado de Buen Gobierno para las empresas cotizadas**

En España, el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) aprobó el 22 de mayo de 2006 el Código Unificado de Buen Gobierno y las Recomendaciones Complementarias dirigidas al Gobierno, a la CNMV y a las instituciones financieras españolas<sup>27</sup>. Este Código Unificado de Buen Gobierno está vinculado al artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores, que obliga a las sociedades cotizadas españolas a consignar en su Informe anual de gobierno corporativo "el grado de seguimiento de las recomenda-

ciones de gobierno corporativo o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones". En el despliegue de este artículo de la ley, el Código Unificado de Buen Gobierno formula las recomendaciones que deben considerar las sociedades cotizadas para cumplir la obligación de información impuesta por ese precepto. Las sociedades cotizadas deben presentar anualmente durante el primer semestre del año en curso el Informe anual de gobierno corporativo relativo al ejercicio anterior.

Para elaborar este Código, la CNMV constituyó el 16 de septiembre de 2005 un grupo especial de trabajo, que trabajó durante todo el año 2005 para presentar un primer proyecto. El 18 de enero de 2006 se abrió un proceso de consulta pública abierta. Una vez concluido ese proceso, el grupo de trabajo ponderó las observaciones y críticas recibidas, e introdujo en el texto final numerosas modificaciones.

El desarrollo de este Código ha sido complejo, sobre todo en cuanto respecta a la relación

---

<sup>27</sup> Pueden obtener más información al respecto en <<http://www.cnmv.es>>.



entre el ente regulador y el sector empresarial afectado.

El Código está vinculado al principio de voluntariedad, con sujeción al principio de “cumplir o explicar” del artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores. De este modo, la legislación española deja a la libre autonomía de cada sociedad la decisión de seguir o no las recomendaciones de gobierno corporativo, pero les exige que, cuando no lo hagan, revelen los motivos que justifican su proceder, al objeto de que los accionistas, los inversores y los mercados en general puedan juzgarlos. De acuerdo con ese principio básico de voluntariedad, el Código no reitera entre sus recomendaciones los preceptos legales aplicables. Se trata, pues, de recomendaciones de seguimiento voluntario, que no se mezclan con deberes jurídicos o preceptos legales imperativos. El Código, en última instancia, cuenta con una serie de principios básicos: voluntariedad —con sujeción al principio de “cumplir o explicar”<sup>28</sup>—, definiciones vinculantes, evaluación por el mercado y generalidad.

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

Las recomendaciones concretas sobre los Estatutos y la Junta General abordan temas como las limitaciones estatutarias, la cotización de sociedades integradas en grupos, las competencias de la Junta, la votación separada de asuntos y el fraccionamiento del voto. El Código establece que es conveniente que las empresas cotizadas renuncien a establecer barreras estatutarias o “blindajes” —tales como la limitación del poder de voto, la exigencia de cierto grado de antigüedad para el acceso a determinados cargos o el reforzamiento de los quórum de votación por encima de los estándares legales en algunos ámbitos de decisión— que impidan o dificulten una posible oferta pública de adquisición de acciones y el consiguiente cambio de control. Tales medidas, no obstante, pueden estar justificadas en casos excepcionales.

<sup>28</sup>Se expone que el artículo 116 de la Ley del Mercado de Valores, con sujeción al principio de “cumplir o explicar”, obliga a las sociedades cotizadas españolas a consignar en su Informe anual de gobierno corporativo “el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones”.

Además, las sociedades cotizadas, de acuerdo con lo recomendado en el Informe Aldama y lo señalado más tarde en la Orden Ministerial ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, deben hacer públicas con antelación las propuestas que el Consejo de Administración pretenda elevar a la Junta General de Accionistas, con el fin de aumentar la transparencia del proceso de toma de decisiones.

Este es un principio de transparencia que facilita la información para los inversores responsables.

Las recomendaciones concretas sobre el Consejo de Administración tratan los siguientes temas: interés social, competencias del Consejo, tamaño y estructura funcional, otros consejos, proporción entre consejeros dominicales e independientes, número suficiente de consejeros independientes, explicación del carácter de los consejeros, diversidad de género, presidente, secretario, desarrollo de las sesiones, evaluación periódica, información a los consejeros (selección, nombramiento y ree-

lección, información pública, rotación, cese y dimisión, retribuciones) y comisiones: delegada y de supervisión y control, comité de auditoría, comisión de nombramientos y comisión de retribuciones.

En el apartado dedicado al Consejo de Administración se recomienda que este vele por que, en sus relaciones con los grupos de interés (*stakeholders*), la empresa respete las leyes y reglamentos; cumpla de buena fe sus obligaciones y contratos; respete los usos y las buenas prácticas de los sectores y territorios donde ejerza su actividad, y observe aquellos principios adicionales de responsabilidad social que haya aceptado voluntariamente. Este es uno de los puntos del Código que incorpora el principio de "responsabilidad social". Además, establece que el Consejo de Administración se reserve la competencia de aprobar las políticas y estrategias generales de la compañía, y señala, en particular, algunas de ellas, como la política de responsabilidad social corporativa, junto con el plan estratégico o de



negocio, la política de inversiones y financiación, la política de gobierno corporativo, la política de retribuciones y evolución de los altos directivos y la política de control y gestión de riesgos.

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

No obstante, sí que hemos observado que algunos temas

comunes entre gobierno corporativo e ISR se han incorporado en el Código: votación separada de asuntos, fraccionamiento del voto en las asambleas de accionistas, diversidad de género, retribuciones y transparencia de retribuciones individuales para el Consejo de Administración, control y gestión de riesgos para las comisiones, que el Consejo de Administración vele por que, en sus relaciones con los grupos de interés, se observen aquellos principios adicionales de RSE aceptados voluntariamente. En última instancia, en España, los inversores ISR pueden aprovechar las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno para ejercer su influencia ante las empresas.

## 2.2. La ISR y la rentabilidad

### 2.2.1. La rentabilidad de los fondos de inversión ISR: revisión de la literatura<sup>29</sup>

El rendimiento de los fondos de inversión ISR tiene un papel de innegable importancia en el desarrollo y la consolidación de la ISR entre los inversores. Se podría pensar que, por el hecho de restringir el universo de inversión, las carteras seleccionadas con criterios ISR presentan una menor rentabilidad financiera.

Numerosos estudios (Hamilton *et al.*, 1993; Gregory *et al.*, 1997; Reyes y Grieb, 1998; Goldreyer *et al.*, 1999; Statman, 2000; Bauer *et al.*, 2002) han abordado esta cuestión y, si bien es difícil concluir taxativamente de ellos que siempre existe una correlación positiva entre RSE y rendimiento financiero, sin embargo, confirman 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.

En efecto, por lo que respecta a la rentabilidad, trabajos como los de

Luck (1993), D'Antonio *et al.* (1997), Sauer (1997), Dhrymes (1998), Ferrari (2000) y Mueller (1991), entre otros, analizan los fondos ISR comparando los rendimientos de índices socialmente responsables y de instrumentos de ISR con sus equivalentes no socialmente responsables, y constatan que no existen diferencias entre ambos grupos.

En cuanto al binomio rentabilidad/riesgo, denominado análisis de la *performance*, la mayoría de las investigaciones confirma que no existen diferencias significativas entre los fondos ISR y los fondos convencionales. Así, trabajos como los de Rud (1979), Grossman y Sharpe (1986) o Wokutch (1998), sobre fondos cuyas carteras no contienen títulos de empresas que negociaban con Sudáfrica durante el apartheid, o Hamilton *et al.* (1993), Hickman, Teets y Kohls (1999) y Stone *et al.* (2001), quienes comparan la *performance* financiera de los fondos ISR y la de los fondos convencionales, ponen de manifiesto que el mercado no valora de forma negativa las características de tipo social, y que se obtienen resultados similares (e incluso superiores) a los convencionales.

<sup>29</sup>Este epígrafe forma parte de la tesis doctoral *La inversión socialmente responsable: tres ensayos (2006)* de María Rosario Balaguer Franch, profesora del Departamento de Finanzas y Contabilidad de la Universidad Jaume I, e investigadora del IPES ESADE.



Las líneas de investigación de la *performance* financiera de la ISR se pueden agrupar, básicamente, en tres categorías, que se detallan a continuación, en la tabla 6, junto con sus principales representantes y las principales conclusiones obtenidas.

**Tabla 6. Líneas de investigación de la performance financiera de los fondos de inversión ISR**

Líneas de investigación	Autores	Conclusiones
Investigaciones que comparan la performance de los fondos de inversión ISR con la <i>performance</i> de los fondos de inversión convencionales <sup>30</sup>	Hamilton <i>et al.</i> (1993) Mallin <i>et al.</i> (1995) Gregory, Matatko y Luther (1997) Reyes y Grieb (1998) M'Zali y Turcotte (1997) Statman (2000) Bauer <i>et al.</i> (2002) Fernández y Luna (2005)	No hay diferencias significativas entre los fondos de inversión ISR y los fondos de inversión convencionales.
Investigaciones que comparan la performance de los fondos de inversión ISR con la <i>performance</i> de los índices de mercado	Gregory, Matatko y Luther (1994) Diltz (1995) Arms (1999) Cummings (2000) Kreander <i>et al.</i> (2000) Vermeir y Corten (2001) Balaguer y Muñoz (2003)	No hay diferencias significativas entre los fondos de inversión 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 (2006)**

<sup>30</sup>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.

La metodología del *matched pair analysis* fue aplicada inicialmente por Mallin *et al.* (1995) con la finalidad de analizar y comparar la *performance* de los fondos ISR y los fondos convencionales, y 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. Las características a las que nos referimos son 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; ambos grupos son homogéneos en cuanto a duración 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 equivalentes no socialmente responsables, e incluso obtienen mejores resultados que estos últimos cuando se utiliza el alfa de Jensen. Concretamente, cuatro fondos ISR y tres fondos convencionales muestran alfas positivos, con un nivel de significatividad del 5%. Basándose en esta investigación, y utilizando también la metodología del *matched pair analysis*, Kreander *et al.* (2001) 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. Como medida de la *performance* financiera utilizan el índice de Jensen y el período de análisis va desde 1986 hasta 1994. 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 confirma 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. Como medida de la *performance* utiliza el alfa de Jensen y,

como *benchmark*, el *Domini Social Index 400* y el *S&P500*. Los resultados obtenidos muestran que la *performance* de los fondos ISR es mejor que la de los fondos convencionales, aunque la diferencia no es estadísticamente significativa. En esa misma línea destaca el estudio realizado por Bauer *et al.* (2002), que fue premiado en la edición de 2002 de los Premios Moskowitz<sup>31</sup>. Estos autores no encontraron diferencias estadísticas significativas entre los rendimientos de los fondos de inversión convencionales y los rendimientos de los fondos ISR. El universo de estudio lo forman 103 fondos ISR de Alemania, el Reino Unido y Estados Unidos, cuyo rendimiento durante los últimos once años ha sido analizado mediante el modelo Carhart, una herramienta de diagnóstico para el análisis comparativo del rendimiento de los fondos.

Por lo que respecta a la segunda línea de investigación, es decir, al *análisis comparativo de la performance financiera de los fondos de inversión ISR con la de los índices de mercado*, destaca la investigación llevada a cabo por Kreander *et al.* (2000), quienes analizan la *performance* financiera de los fondos ISR

<sup>31</sup>Los Premios Moskowitz toman su nombre del editor de la *Business and Society Review* y fueron convocados por primera vez en 1996 para promover la investigación en el campo de la ISR. La administración de los premios es supervisada por el Social Investment Forum de Estados Unidos.

a través de un *benchmark*. En su análisis consideran fondos ISR europeos de diferentes países y señalan la importancia de elegir un adecuado *benchmark* que se ajuste a los distintos fondos. Para su investigación escogen como índice global el *Morgan Stanley Capital International World Index* y como índice más específico, uno formado por empresas de pequeño tamaño. Así, por ejemplo, para el caso de Suecia, obtienen que, cuando los fondos ISR son evaluados con un *benchmark* formado por empresas de tamaño pequeño, la *performance* presenta muy buenos resultados, mientras que esta se muestra mucho más modesta cuando se compara con un índice global. Las conclusiones obtenidas demuestran que los rendimientos de los fondos ISR son mucho mejores cuando se evalúan frente a un *benchmark* formado por empresas de tamaño pequeño que cuando se evalúan exclusivamente frente a un índice global, que incluye empresas de mayor tamaño. Esto se debe a que los fondos ISR tienden a invertir buena parte de sus fondos en compañías de pequeño tamaño con bajos dividendos. Por tanto, para medir su *performance*, resulta más adecuado utilizar un índice de empresas de tamaño pequeño que un índice proxy de mercado.

También son muy interesantes las aportaciones de Cummings (2000), quien basa su estudio en un análisis de los fondos ISR en Australia en el que compara las rentabilidades de los fondos ISR con las rentabilidades de tres índices de mercado (un índice de empresas de tamaño pequeño, un índice de empresas de tamaño medio y un índice global de mercado). Aplicando las medidas clásicas (es decir, los índices de Sharpe, Treynor y Jensen), calcula la *performance* y lleva a cabo un análisis de regresión. Los resultados que obtiene ponen de manifiesto que los rendimientos de los fondos ISR superan a los del índice de empresas de tamaño pequeño y a los del índice de empresas de tamaño medio; sin embargo, no sucede así con el índice global de mercado, de tal manera que sólo uno de los siete fondos ISR analizados tiene mejor *performance* que dicho índice de mercado. Los resultados parecen indicar que los fondos ISR muestran mejores rendimientos en algunos índices específicos, pero no respecto al índice global de mercado. De su investigación concluye que los criterios socialmente responsables ni favorecen ni perjudican los rendimientos de un fondo.

Diltz (1995) viene a confirmar la ante-



rior argumentación, y afirma que los criterios socialmente responsables no implican directamente una mejor *performance* para los fondos, sobre todo si estos se comparan con índices globales de mercado. Con todo, reconoce que el mercado valora positivamente las compañías que tienen una buena *performance* medioambiental, una buena gestión de la calidad y seguridad laboral, mientras que las actuaciones relacionadas únicamente con la obtención de beneficios son valoradas negativamente por el mercado.

Respecto a la tercera categoría de trabajos, es decir, aquellos que analizan la relación entre *la performance social y la performance financiera de la empresa*, la mayoría de las investigaciones realizadas (Moskowitz, 1972, 1975; Cowen *et al.*, 1987; Wokutch y Spencer, 1987; McGuire *et al.*, 1988; Riahi-BelKaaoui, 1992; Morris *et al.*, 1990; Hart y Ahuja, 1994; Johnson y Greening, 1994) muestran una relación positiva entre las inversiones en RSE llevadas a cabo por las empresas, sobre todo en acciones de protección del medio ambiente, y sus prestaciones económicas. Se aducen, entre otras razones, que las empresas que adoptan mejoras medioambientales incre-

mentan la eficiencia del proceso de producción, lo que, al mismo tiempo, contribuye positivamente a mejorar la rentabilidad.

Muy interesante es la investigación llevada a cabo por Simpson y Kohers (2002), quienes analizan la relación entre *la performance social y la performance financiera*, en un intento de averiguar si existe una relación de causalidad entre ambas. Sirviéndose de datos del sector bancario, los autores confirman que se da una relación de signo positivo entre ambas *performances*; sin embargo, no son capaces de determinar si una buena *performance social* conduce a una buena *performance financiera*, o viceversa.

Por lo que concierne a la relación entre la política social de una empresa y su rentabilidad, todos estos estudios apuntan hacia la tesis de que una empresa con una buena política social y medioambiental consigue mejorar sus prestaciones económicas y, en consecuencia, su rendimiento. De estos análisis, en fin, se desprende que existe una fuerte y creciente correlación positiva entre las políticas sociales de una empresa y su competitividad y los resultados financieros.

Podríamos seguir enumerando una larga lista de estudios e investigaciones que avalan la hipótesis de que, a medio plazo, los fondos ISR no tienen por qué tener una baja rentabilidad financiera o una baja *performance*. Es más, como ya se ha visto, en muchas ocasiones los fondos ISR ofrecen una rentabilidad superior a la obtenida por los fondos convencionales. En última instancia, las investigaciones realizadas confirman que la selección basada en criterios sociales no va en detrimento de la rentabilidad.

### **2.2.2. Análisis comparativo de la rentabilidad de los fondos de inversión ISR en España**

Uno de los objetivos de esta edición del *Observatorio* es evaluar la gestión de la rentabilidad de los fondos o Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) socialmente responsables registrados en la CNMV a 31 de diciembre de 2005. Para ello, hemos realizado un análisis del binomio rentabilidad-riesgo de estos fondos y lo hemos comparado con un grupo de fondos convencionales, con el objeto de determinar si las "restricciones"

autoimpuestas por los fondos ISR implican diferencias de rentabilidad en la gestión financiera.

Para nuestro análisis empírico nos hemos centrado básicamente en la primera categoría de las líneas de investigación sobre *performance* de la ISR presentadas en el apartado anterior, es decir, en el análisis comparativo entre la rentabilidad de los fondos de inversión ISR y la rentabilidad de los fondos de inversión convencionales utilizando la metodología de *matched pair analysis* (análisis de pares).

Se trata de una primera aproximación, que no es exhaustiva, pero que pretende ofrecer a los lectores unos datos preliminares sobre la *performance* de los fondos ISR en España. En este sentido, este trabajo de investigación pretende tener continuidad en futuros *Observatorios*, pues se trata de una línea de investigación con un potencial muy importante y que debe ser ampliada.

Nuestro análisis se ha ceñido al mercado español. Por tanto, nuestra base de datos está formada por los fondos ISR domiciliados y gestionados en España, los fondos ISR extranjeros no domiciliados ni gestio-



nados en España, pero sí comercializados en nuestro país, y los fondos solidarios a fecha 31 de diciembre de 2005.

La tabla 7 presenta información financiera y de *performance* de los fondos ISR: *rating* de Morningstar, valor liquidativo, rentabilidad acumulada, volatilidad, ratio de Sharpe, beta y alfa. La información se presenta en tres tablas diferentes, atendiendo a los tres grupos de fondos o IIC socialmente responsables existentes en España: las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España, las IIC socialmente responsables extranjeras comercializadas en España y las IIC solidarias<sup>32</sup>.

Se observa que, en general, los fondos de inversión ISR presentan rentabilidades positivas. En el grupo de fondos ISR domiciliados y gestionados en España se constata una gran disparidad en los resultados, mientras que los fondos ISR extranjeros presentan no sólo rentabilidades superiores a los fondos ISR domiciliados y gestionados en España, sino también una mayor homogeneidad en sus resultados. De hecho, la mayoría de ellos pre-

sentan rentabilidades acumuladas a un año superiores al 20%. Por su parte, los fondos solidarios presentan bajas rentabilidades.

La volatilidad de los fondos ISR domiciliados y gestionados en España y de los fondos solidarios es relativamente baja, mientras que la de los fondos ISR extranjeros es más alta y pareja. La desviación típica de un fondo es un dato interesante en dos sentidos: en primer lugar, porque, cuanto mayores fluctuaciones muestra la rentabilidad de un fondo, más arriesgado será el fondo en cuestión; en segundo lugar, porque los fondos que han sido más volátiles en el pasado también tienen tendencia a ser los más volátiles en el futuro. En este sentido, la desviación típica es una señal de alarma muy útil.

Respecto al índice de Sharpe, es positivo para casi la totalidad de los fondos ISR, lo que no debe resultar sorprendente, si tenemos en cuenta que nos hallamos en un período de tipos de interés bajos. Este es un dato importante, puesto que, cuanto mayor sea este ratio, mejor comportamiento habrá demostrado el fondo en el período analizado.

<sup>32</sup>Las IIC solidarias son fondos que no incluyen en su proceso de inversión criterios de preselección de la cartera, sino que, simplemente, destinan un porcentaje de su comisión de gestión a organizaciones sociales; así pues, no incorporan restricciones a la inversión. En este Observatorio se incluyen los datos de estos fondos porque fueron considerados por la Comisión de ética de Inverco en la Circular sobre utilización por las instituciones de inversión colectiva de denominaciones "ético", "ecológico" o cualquier otra que incida en aspectos de responsabilidad social, de 15 de noviembre de 1999. No obstante, como ya hemos expuesto en Observatorios anteriores, consideramos que no se trata de fondos ISR, porque no realizan preselección de la cartera.

Las betas de los fondos ISR son, en general, muy próximas a 1, es decir, se mueven con el mercado. Algunos de los fondos, incluso, presentan una beta superior a 1, lo que significa que el fondo presenta una rentabilidad superior a la del mercado cuando este sube, pero una rentabilidad inferior al mercado cuando este baja.

La alfa mide la capacidad de gestión

respecto al mercado, y puesto que los resultados son más bien bajos, esto implica que no hay una capacidad de gestión superior al mercado. Destaca, especialmente, el resultado obtenido en la alfa del fondo Santander Dividendo Solidario, FI, cuyo resultado es estadísticamente significativo, pues logra batir al mercado, lo que significa que el gestor está aportando valor añadido al fondo.

**Tabla 7. Datos financieros de las IIC socialmente responsables en España a 31 de diciembre de 2005**

IIC socialmente responsables registradas en la CNMV, domiciliadas y gestionadas en España (2)

Denominación de la IIC	Rating Morningstar (1)	Valor liquidativo (2)	Rentabilidad acumulada (3)			Volatilidad (4) Desviación típica (%)	Sharpe (5)	Beta (6)	Alfa (7) (%)
			1 año (%)	3 años (%)	5 años (%)				
BBK Solidaria, FI	-	6,12	2,15	-	-	2,79	0,36	1,23	0
BBVA Desarrollo Sostenible, FI	****	11,92	16,68	-	-	8,13	2,27	1,00	0
BBVA Extra 5 II Garantizado, FI	-	10,18	0,32	-	-	1,77	0,30	-	-
BNP Paribas Fondo de Solidaridad, FI	***	11,23	5,13	16,34	-	3,18	0,70	-	-
Caixa Catalunya Europa Valor, FI	-	7,42	17,36	-	-	13,30	0,47	1,10	-6,33
CAM Fondo Solidaridad, FI	-	1,02	2,17	-	-	5,40	2,32	-	2,30
Foncaixa Cooperación, FI	*	5,54	13,11	4,43	-6,97	6,20	2,10	0,95	-
Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI	-	5,82	-2,89	-	-	5,07	-0,72	1,02	-
Fondo Solidario Pro Unicef, FI	*	6,38	1,90	5,34	-2,44	-	-	-	-
Morgan Stanley Fondo Activo Ético, FI	**	6,45	3,29	11,55	-2,37	1,65	1,43	1,12	-
Santander Dividendo Solidario, FI	*	72,38	13,17	-	-	5,95	2,43	1,08	7,62
Santander Responsabilidad, FI	-	106,21	3,06	6,21	-	1,16	2,65	0,93	0,69
Urquijo Cooperación, SICAV	-	4,91	0,34	-	-	-	-	-	-
Urquijo Inversión Solidaria, FI	-	112,26	7,19	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia. Informes trimestrales de las IIC (CNMV) y fichas de los fondos (facilitadas por las entidades gestoras).



IIC socialmente responsables registradas en la CNMV no domiciliadas ni gestionadas en España a 31 de diciembre de 2005

Denominación de la IIC	Rating Morningstar (1)	Valor liquidativo (2)	Rentabilidad acumulada (3)			Volatilidad (4) Desviación típica (%)	Sharpe (5)	Beta (6)	Alfa (7) (%)
			1 año (%)	3 años (%)	5 años (%)				
ABN AMRO Funds - Socially Resp. Equity Fund	*	38,06	23,00	24,40	-	10,45	0,52	1,01	-6,69
Aviva Funds - European Soc. Resp. Equity Fund	***	5,16	25,79	52,89	-	3,29	1,42	0,82	0,03
Axa World Fund Development Debt	-	58,13	2,56	11,42	-	0,76	1,61	-	-
Crédit Suisse Equity Fund (Lux) Global Sustain.	**	167,94	20,86	30,72	-29,57	9,93	1,07	0,95	-0,31
Dexia Equities L World Welfare	***	202,55	24,18	43,90	-13,57	10,51	1,02	1,03	-
DWS Invest Sustainability Leaders LD	***	94,01	9,10	29,00	-	8,97	0,63	0,68	-1,43
European Responsible Consumer Fund	-	12,90	13,61	-	-	-	-	-	-
Fortis L Fund Equity Soc. Resp. Europe	**	296,07	24,68	13,87	-3,90	12,16	0,96	0,97	-2,65
Fortis L Fund Strategy Balanced SRI Europe	***	291,81	13,91	10,36	-0,14	6,53	1,25	1,01	-1,92
Fortis L Fund Strategy Growth SRI Europe	***	262,15	19,15	13,29	-2,79	9,93	1,12	1,01	-2,26
Fortis L Fund Strategy Stability SRI Europe	****	312,76	8,96	7,37	2,36	3,58	1,44	0,97	-1,38
ING (L) Invest Sustainable Growth Fund	**	171,59	23,26	9,11	-	10,38	0,63	0,94	-0,88
JPM-Global Socially Responsible Fund	*	-	7,90	47,10	-	9,63	1,18	0,90	-0,14
Mellon European Ethical Index Tracker	**	-	21,80	13,75	-	13,31	0,54	1,00	-3,67
Pictet Funds - European Sustainable Equities	***	158,05	24,70	53,80	-	12,67	0,96	1,07	-3,14
Pioneer Funds - Global Ethical Equity	**	3,96	23,70	9,50	-	10,41	0,75	0,97	1,48
UBS (Lux) Equity Fund - Eco Performance	**	632,45	21,80	47,70	-22,60	-	-0,28	0,97	-

Fuente: Elaboración propia. Informes trimestrales de las IIC (CNMV) y fichas de los fondos (facilitadas por las entidades gestoras).

IIC solidarias registradas en la CNMV domiciliadas y gestionadas en España a 31 de diciembre de 2005

Denominación de la IIC	Rating Morningstar (1)	Valor liquidativo (2)	Rentabilidad acumulada			Volatilidad (4) Desviación típica (%)	Sharpe (5)	Beta (6)	Alfa (7) (%)
			1 año (%)	3 años (%)	5 años (%)				
Bankinter Solidaridad, FI	-	61,49	1,25	-	-	0,08	0,01	0,98	0,02
BBVA Solidaridad, FI	***	808,24	5,53	14,56	11,45	2,55	2,12	0,95	0
El Monte Fondo Solidario, FI	***	10,26	6,15	13,12	4,09	3,04	1,63	0,83	-
Fondespaña Catedrales, FI	***	60,96	3,31	-	-	3,30	-0,19	1,04	-0,14

Fuente: Elaboración propia. Informes trimestrales de las IIC (CNMV) y fichas de los fondos (facilitadas por las entidades gestoras).

(1) El rating Morningstar mide la rentabilidad ajustada por el riesgo de un determinado fondo respecto a su categoría Morningstar utilizando datos de rentabilidad de los últimos 36 meses o 3 años. En función de estos criterios, los fondos se clasifican de la siguiente manera: el 10% de los mejores fondos reciben 5 estrellas; el 22,5% siguiente, 4 estrellas; el 35% siguiente, 3 estrellas; el 22,5% siguiente, 2 estrellas, y el 10% restante, 1 estrella.

(2) El valor liquidativo de un fondo de inversión corresponde al precio de cada participación. Se calcula dividiendo el patrimonio total del fondo por el número de participaciones.

(3) La rentabilidad acumulada mide la rentabilidad en el período considerado, ya sea a un año, a un mes, a una semana o a un día.

(4) La desviación típica de un fondo es una medida del riesgo del fondo. Indica, en términos medios, cuánto se ha desviado la rentabilidad del fondo de su media. Una desviación típica alta significa que la rentabilidad del fondo ha experimentado fuertes variaciones, mientras que una desviación típica baja indica que la rentabilidad del fondo ha sido mucho más estable. Muchas veces se utiliza el término "volatilidad" para designar la desviación típica. La desviación típica de un fondo es un dato interesante en dos sentidos. En primer lugar, porque, cuanto mayores fluctuaciones presenta la rentabilidad de un fondo, más arriesgado es el fondo en cuestión; además, permite comparar todos los fondos entre ellos, desde los fondos monetarios hasta los fondos de acciones emergentes. En segundo lugar, porque los fondos que han sido más volátiles en el pasado también tienen tendencia a ser los más volátiles en el futuro. En este sentido, la desviación típica es una señal de alarma muy útil. La desviación típica se expresa, como la rentabilidad, en porcentajes, y la calculamos basándonos en las rentabilidades de los últimos 36 meses (o 3 años).

(5) El ratio de Sharpe es una medida de rentabilidad-riesgo. Se calcula con los datos de los últimos 36 meses dividiendo el exceso de rentabilidad obtenida por el fondo (respecto al activo sin riesgo) por la desviación estándar de esos excesos de rentabilidad. Cuanto más elevado sea ese ratio de Sharpe, mejor comportamiento habrá demostrado el fondo en el período analizado. El ratio de Sharpe mide, por tanto, el exceso de rentabilidad por unidad de riesgo.

(6) La beta de un fondo o de una acción es una medida de la sensibilidad del fondo o de la acción respecto a los movimientos del mercado. La beta del mercado es igual a 1,00 por definición. Una beta de 1,10 significa que el fondo o la acción ha tenido, de media, una rentabilidad un 10% superior a la del mercado, cuando este subía, pero un 10% peor que el mercado, cuando este bajaba. De la misma forma, una beta de 0,85 indica que el mercado ha tenido un comportamiento un 15% peor que el mercado, cuando este se movía al alza, y un 15% mejor que el mercado, cuando este se movía a la baja.

(7) La alfa es el rendimiento adicional obtenido por un fondo respecto a su índice de referencia o benchmark teniendo en cuenta la exposición de este fondo al riesgo de mercado (medido por la beta).



Una vez presentada la información financiera básica de los fondos ISR, pasamos a analizar su gestión en relación con los fondos convencionales en el año 2005, utilizando la metodología *matched pair analysis*<sup>33</sup>. Esta metodología se basa en comparar rentabilidades de fondos que presentan similar volumen de activos y similar fecha de constitución. Por tanto, en nuestra investigación hemos comparado la rentabilidad neta acumulada anual<sup>34</sup> de cada una de las IIC socialmente responsables con la rentabilidad neta acumulada anual de su “equivalente” convencional. Para seleccionar los fondos convencionales que forman parte de nuestro análisis, hemos utilizado la clasificación de las categorías de fondos de la agencia Morningstar, que nos ha facilitado los datos<sup>35</sup>. Dado que nuestro análisis financiero se limita al caso español, para la selección de fondos convencionales del análisis comparativo hemos considerado únicamente los fondos de inversión domiciliados, gestionados y comercializados en España.

La tabla 8 muestra los resultados del análisis comparativo. En ella se observa que más de la mitad de los fondos ISR y solidarios (21 de un

total de 35) presentan rentabilidades superiores a sus equivalentes convencionales. Los fondos ISR extranjeros comercializados en España son los que muestran mejores resultados desde el punto de vista de la rentabilidad, puesto que prácticamente todos ellos (14 de un total de 17) presentan rentabilidades superiores a sus equivalentes convencionales. En el caso de los fondos ISR domiciliados y gestionados en España, sólo 4 (de un total de 14) superan la rentabilidad de sus equivalentes convencionales. En cuanto a los fondos solidarios, 3 (de un total de 4) obtienen mejores rentabilidades que sus equivalentes convencionales.

También se ha comparado la rentabilidad de cada fondo con la rentabilidad media del sector al que pertenecen. De nuevo, los resultados muestran que más de la mitad de los fondos ISR (19 de un total de 35) presentan rentabilidades superiores a la media del sector. Al igual que sucede con los resultados del *matched pair analysis*, el análisis detallado por grupos de fondos confirma que la mayoría de los fondos ISR extranjeros comercializados en España (14 sobre 17) presentan una

<sup>33</sup>Una vez más, queremos recordar que, cuando hablamos de fondos de inversión convencionales, nos referimos al resto de los fondos convencionales, es decir, a aquellos que no realizan una preselección de la cartera de inversión a partir de criterios ISR.

<sup>34</sup>Informes trimestrales sobre IIC, 4.º trimestre, 2005.

<sup>35</sup>Atendiendo a las categorías de la agencia de rating Morningstar, hemos seleccionado fondos con volumen de activos y fecha de constitución similares a los fondos ISR que queríamos analizar. No obstante, para poder efectuar la comparativa posterior, los datos relativos a la fecha de constitución, el patrimonio y la rentabilidad de cada uno de los fondos seleccionados ISR y convencionales han sido obtenidos de la CNMV (informes trimestrales del cuarto trimestre de 2005).

rentabilidad superior a la media del sector al que pertenecen. Respecto a los fondos ISR domiciliados, gestionados y comercializados en España, sólo 3 (de un total de 14) muestran mayores rentabilidades que la media del sector. En cuanto a los fondos solidarios, sólo 2 de los 4 existentes en nuestro país presentan una rentabilidad superior a la media del sector al que pertenecen.

El hecho de que los fondos ISR domiciliados, gestionados y comercializados en España presenten rentabilidades más bajas que los fondos ISR extranjeros comercializados en España se puede deber a la novedad de la gestión de dichos fondos en nuestro país, y también, quizá, a que el universo de inversión queda muy restringido en un mercado tan estrecho como es el mercado financiero español.

En definitiva, el análisis realizado es consistente con las investigaciones llevadas a cabo en otros países y confirma que los fondos de inversión ISR no sólo no difieren del resto de los fondos a efectos de rentabilidad, sino que, incluso, pueden presentar rentabilidades superiores.



Tabla 8. Análisis comparativo de la rentabilidad de las IIC socialmente responsables, frente a las IIC convencionales, a 31 de diciembre de 2005

IIC socialmente responsables registradas en la CNMV domiciliadas y gestionadas en España				IIC no socialmente responsables registradas en la CNMV				Rentabilidad media del sector (%)
Denominación de la IIC	Fecha de constitución	Patrimonio miles de €	Rent. neta acumulada anual (%)	Denominación de la IIC	Fecha de constitución	Patrimonio miles de €	Rent. neta acumulada anual (%)	
BBK Solidaria, FI	03-06-2005	3.408	2,15	Plusmadrid Fondandalucía, FI	26-05-2003	3.077	4,83	4,70
BBVA Desarrollo Sostenible, FI	02-09-1997	69.399	16,68	Morgan Stanley Multigestión Activo Var., FI	23-12-1997	47.994	22,57	19,99
BBVA Extra 5 II Garantizado, FI	02-10-2003	813.959	0,32	Fondo Super 100 2, FIM	07-07-2003	668.042	4,03	3,97
BNP Paribas Fondo de Solidaridad, FI	01-12-1999	5.581	5,13	Ahorro Corporación Eurocanarias Mixto, FI	31-01-2000	7.725	4,50	4,70
Caixa Catalunya Europa Valor, FI	15-11-1999	10.602	17,36	Cahispa Eurovariable, FI	14-01-2000	12.532	19,39	20,63
CAM Fondo Solidaridad, FI	20-06-2005	600	2,17	Foncaixa Gestión Estrella E1, FI	09-12-2005	299	-	6,03
Foncaixa Cooperación, FI	19-03-1999	8.161	13,11	Safei Global Patrimonio, FI	17-11-1998	6.224	13,10	11,90
Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI	06-09-2005	2.963	-2,89	Crédit Agricole Mercaeuropa Small Cap, FI	30-06-2005	3.197	-	20,63
Fondo Solidario Pro Unicef, FI	07-05-1999	4.098	1,90	Fonbibao Renta Fija, FI	22-07-1999	3.864	1,90	5,30
Morgan Stanley Fondo Activo Ético, FI	25-03-1999	14.978	3,29	BG Mixto 50, FI	14-09-1999	12.892	9,00	5,30
Santander Dividendo Solidario, FI	01-02-1999	21.555	13,17	BK Sector Telecomunicaciones, FI	26-05-1999	35.791	5,52	20,63
Santander Responsabilidad, FI	03-06-2003	42.708	3,06	Fidenzis Fondo de Fondos C30, FI	27-05-2003	46.502	7,20	4,70
Urquijo Cooperación, SICAV	26-02-2002	18.347	0,34	Santander Fondandalucía Mixto, FI	02-12-2002	16.311	3,68	6,03
Urquijo Inversión Solidaria, FI	09-12-2003	15.235	7,19	Ahorro Corporación Fondandalucía Mixto, FI	14-05-2003	13.118	3,70	6,03

Fuente: Elaboración propia. Informes trimestrales de las IIC (CNMV) y fichas de los fondos (facilitadas por las entidades gestoras).

IIC no socialmente responsables registradas en la CNMV		IIC no socialmente responsables registradas en la CNMV no domiciliadas ni gestionadas en España	
Denominación de la IIC	Fecha de constitución	Patrimonio miles de €	Rent. neta acumulada anual (%)
ABN AMRO Funds - Soc. Resp. Equity Fund	05-12-2001	46.500	23,00
Aviva Funds - European Soc. Resp. Eq. Fund	14-03-2001	37.400	25,79
Axa World Fund Development Debt	02-01-2002	16.850	2,56
Credit Suisse Equity Fund (Lux) Global Sus.	08-10-1990	45.340	20,86
Dexia Equities L World Welfare	01-08-2000	71.700	24,18
DWS Invest Sustainability Leaders LD	03-06-2002	21.200	9,10
European Responsible Consumer Fund	27-06-2003	56.000	13,61
Fortis L Fund Equity Soc. Resp. Europe	01-12-1997	15.670	24,68
Fortis L Fund Strat. Balanced SRI Europe	01-06-1998	172.490	13,91
Fortis L Fund Strategy Growth SRI Europe	01-06-1998	46.940	19,15
Fortis L Fund Strategy Stability SRI Europe	01-06-1998	109.010	8,96
ING (L) Invest Sustainable Growth Fund	10-07-2000	32.670	23,26
JP Morgan - Global Soc. Resp. Fund	01-09-2002	38.000*	7,90
Mellon European Ethical Index Tracker	11-01-2002	21.200	21,80
Pictet Funds - European Sust. Equities	01-10-2002	61.400	24,70
Pioneer Funds - Global Ethical Equity	04-07-2000	283.900	23,70
UBS (Lux) Equity Fund-Eco Performance	13-06-1997	255.250**	21,80

IIC no socialmente responsables registradas en la CNMV		IIC no socialmente responsables registradas en la CNMV	
Denominación de la IIC	Fecha de constitución	Patrimonio miles de €	Rent. neta acumulada anual (%)
Ahorro Corp. Multistrellas Selección 90, FI	19-09-2001	42.909	20,66
Eurovalor Europa, FI	07-06-2001	28.449	19,53
Ahorro Corporación Bonos Corporativos, FI	03-09-2003	10.710	1,82
Banesto Bolsa Internacional, FI	21-09-1990	34.680	19,06
Bomeibe, FI	15-04-2002	83.230	21,94
BBVA Bolsa Internacional MF, FI	05-12-2001	24.524	12,29
Cartesio Y - Acciones, FI	23-02-2004	37.327	11,90
Segurifondo Dinámico Europa, FI	12-12-2000	12.356	20,51
Eurovalor Mixto-50, FI	15-12-1998	120.205	8,20
Rural Mixto 50, FI	15-01-1997	48.553	8,17
Plusmadrid 25, FI	05-01-1999	106.074	6,33
ING Direct F. Naranja Standard & Poor's 500, FI	04-08-2000	31.183	17,84
Ahorro Corp. Multistrellas Selección 90, FI	19-09-2001	42.909	20,66
Eurovalor Europa, FI	07-06-2001	28.449	19,53
Santander Cuantitativo Europa, FI	21-11-2001	57.175	20,75
Eurovalor Bolsa Española, FI	14-03-2001	282.080	20,15
BBK Fondo Internacional, FI	24-07-1998	168.229	23,77

IIC solidarias registradas en la CNMV domiciliadas y gestionadas en España		IIC no socialmente responsables registradas en la CNMV	
Denominación de la IIC	Fecha de constitución	Patrimonio miles de €	Rent. neta acumulada anual (%)
Bankinter Solidaridad, FI	06-11-2003	7.508	1,25
BBVA Solidaridad, FI	21-07-1999	17.872	5,53
El Monte Fondo Solidario, FI	04-04-2000	4.120	6,15
Fondesta España Catedrales, FI	02-03-2000	3.153	3,31

IIC no socialmente responsables registradas en la CNMV		IIC no socialmente responsables registradas en la CNMV	
Denominación de la IIC	Fecha de constitución	Patrimonio miles de €	Rent. neta acumulada anual (%)
Santander Global FX, FI	30-01-2004	8.309	1,98
Bankpyme Forstresor Catalunya ME.16 RV, FI	24-03-1999	11.037	3,75
Fonlibao Renta Fija, FI	22-07-1999	3.864	1,90
Fonlibao Renta Fija, FI	22-07-1999	3.864	1,90

Fuente: Elaboración propia. Informes trimestrales de las IIC (CNMV) y fichas de los fondos (facilitadas por las entidades gestoras).

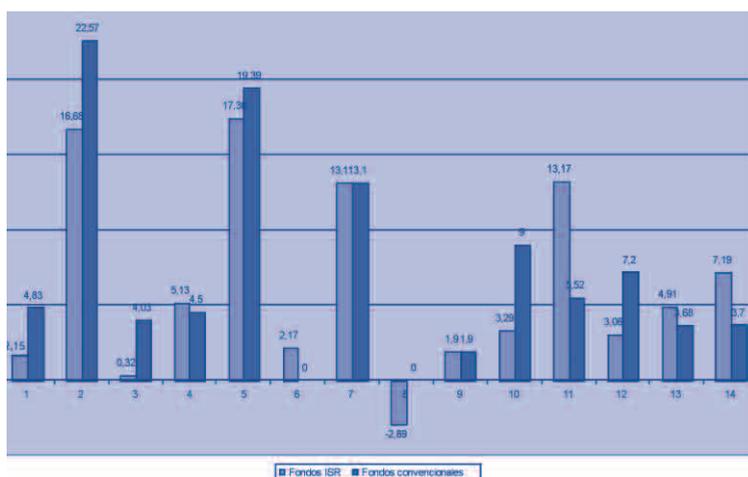
\* miles de \$

\*\* miles de CHF



Los gráficos siguientes muestran la comparación entre la rentabilidad de los fondos ISR y los fondos convencionales.

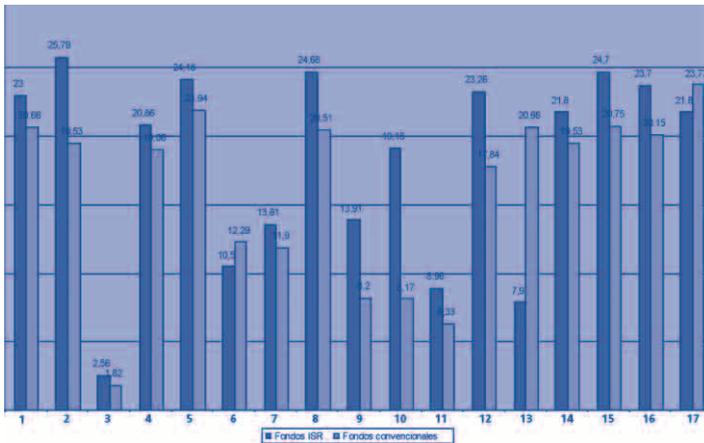
**Figura 16. Análisis comparativo *peer funds* de los fondos ISR gestionados en España (2005)**



- 1 BBK Solidaria vs. Plusmadrid Fondandalucia
- 2 BBVA Desarrollo Sostenible vs. Morgan Stanley Multigestión Activo Variable
- 3 BBVA Extra 5 II Garantizado vs. Fondo Super 100 2
- 4 BNP Paribas Fondo de Solidaridad vs. AC Eurocanarias Mixto
- 5 Caixa Catalunya Europa Valor vs. Cahispa Eurovariable
- 6 CAM Fondo Solidaridad vs. Foncaixa Gestión Estrella
- 7 Foncaixa Cooperación vs. Safei Global Patrimonio
- 8 Foncaixa 133 Socialmente Responsable vs. Crédit Agricole Mercaeuropa Small Cap
- 9 Fondo Solidario Pro Unicef vs. Fonbilbao Renta Fija
- 10 Morgan Stanley Fondo Activo Ético vs. BG Mixto 50
- 11 Santander Dividendo Solidario vs. BK Sector Telecomunicaciones
- 12 Santander Responsabilidad vs. Fidenzis Fondo de Fondos C30
- 13 Urquijo Cooperación, SICAV vs. Santander Fondandalucia Mixto
- 14 Urquijo Inversión Solidaria, vs. Ahorro Corporación Fonandalucia Mixto

**Fuente:** Elaboración propia. Informes trimestrales de las IIC (CNMV) y fichas de los fondos (facilitadas por las entidades gestoras).

Figura 17. Análisis comparativo *peer funds* de los fondos ISR extranjeros comercializados en España (2005)

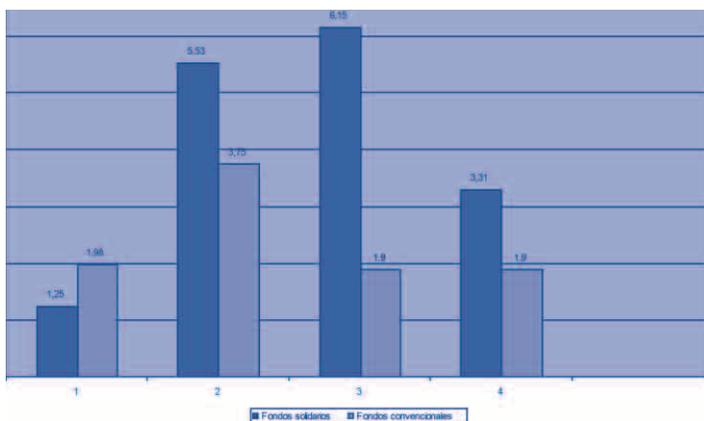


- 1 ABN AMRO Funds - Socially Responsible Equity Fund vs. AC Multiestrellas Selección 90
- 2 Aviva Funds European Socially Responsible Equity Fund vs. Eurovalor Europa
- 3 Axa World Fund Development Debt vs. Ahorro Corporación Bonos Corporativos
- 4 CS Equity Fund Global Sustainability vs. Banesto Bolsa Internacional
- 5 Dexia Equities L World Welfare vs. Bomerbe
- 6 DWS Invest Sustainability Leaders LD vs. BBVA Bolsa Internacional MF
- 7 European Responsible Consumer Fund vs. Cartesio Y - Acciones
- 8 Fortis L Fund Equity Socially Responsible Europe vs. Segurfondo Dinámico Europa
- 9 Fortis L Fund Strategy Balanced SRI Europe vs. Eurovalor Mixto-50
- 10 Fortis L Fund Strategy Growth SRI Europe vs. Rural Mixto 50
- 11 Fortis L Fund Strategy Stability SRI Europe vs. Plusmadrid 25
- 12 ING Invest Sustainable Growth Fund vs. ING Direct Fondo Naranja Standard&Poor's
- 13 JP Morgan - Global Socially Responsible vs. AC Multiestrellas Selección 90
- 14 Mellon European Ethical Index Tracker vs. Eurovalor Europa
- 15 Pictet Funds European Sustainable Equities vs. Santander Cuantitativo Europa
- 16 Pioneer Funds Global Ethical Equity vs. Eurovalor Bolsa Española
- 17 UBS Equity Fund Eco-Performance vs. BBK Fondo Internacional

Fuente: Elaboración propia. Informes trimestrales de las IIC (CNMV) y fichas de los fondos (facilitadas por las entidades gestoras).



Figura 18. Análisis comparativo peer funds de los fondos solidarios gestionados en España (2005)



- 1 Bankinter Solidaridad vs. Santander Global FX
- 2 BBVA Solidaridad vs. Bankpyme Fontresor Catalunya Mixto Euro 15
- 3 El Monte Fondo Solidario vs. Fonbilbao Renta Fija
- 4 Fondespaña Catedrales vs. Fonbilbao Renta Fija

Fuente: Elaboración propia. Informes trimestrales de las IIC (CNMV) y fichas de los fondos (facilitadas por las entidades gestoras).

## Valoraciones finales

En este *Observatorio* hemos querido avanzar en el análisis de uno de los aspectos más importantes de la ISR no sólo en España, sino en todo el mundo: la *performance* o rentabilidad-riesgo de este tipo fondos frente al resto de los fondos del mercado. Como ya hemos expuesto, hemos llevado a cabo una investigación descriptiva y preliminar que ha incidido en la comparación de la rentabilidad de los fondos ISR respecto a los fondos convencionales. A partir de este primer trabajo, el análisis de la *performance* de los fondos ISR se convierte, por tanto, en una línea de investigación de este *Observatorio* que será ampliada en futuras investigaciones, conscientes de la necesidad de dotar de consistencia y rigor a los análisis financieros de la ISR en España.

Hemos observado que, en general, los fondos ISR comercializados en España presentan rentabilidades netas anuales positivas. En el caso del grupo de fondos ISR domiciliados y gestionados en España, se constata una gran disparidad de las rentabilidades, si se compara con sus fondos convencionales pares en

el mercado. Los resultados desagregados muestran que sólo 4 de los 14 fondos obtienen rentabilidades superiores a su par en el mercado; en este mismo grupo, sólo 3 de los 14 fondos presentan rentabilidades netas superiores a la rentabilidad media anual del sector. Con todo, si consideramos el margen diferencial entre los fondos ISR y los fondos convencionales, este no es significativo a efectos de rentabilidad. En general, influyen negativamente en estos resultados las fusiones y transformaciones que han sufrido los fondos ISR gestionados en España. Esto muestra, en cierto modo, la falta de madurez del sector en nuestro país.

En cambio, la rentabilidad de los fondos ISR comercializados en España, pero gestionados fuera de nuestro país, presentan rentabilidades superiores y mayor homogeneidad en los resultados que los fondos ISR domiciliados y gestionados en España. Concretamente, 10 de los 17 fondos ISR extranjeros comercializados en España presentan rentabilidades superiores al 20%, y 14 de esos 17 fondos obtienen mejor rentabilidad que sus pares convencionales en el mercado español. Por otra parte,



ese mismo número de fondos (14 sobre un total de 17) supera la rentabilidad media del sector.

Respecto a los fondos exclusivamente solidarios, en general, presentan bajas rentabilidades. Así, 3 de los 4 fondos obtienen mejores rentabilidades que sus pares convencionales y 2 de esos 4 fondos obtienen mejores resultados que la rentabilidad media del sector.

La volatilidad de los fondos ISR domiciliados y gestionados en España y de los fondos solidarios es bastante baja, mientras que la de los fondos ISR extranjeros es más pareja. En cuanto al índice de Sharpe, este es positivo para casi la totalidad de los fondos ISR. Se trata de un dato importante, puesto que, cuanto mayor sea este ratio, mejor comportamiento habrá demostrado el fondo en el período analizado. Por otra parte, los fondos ISR presentan betas muy próximas a 1, es decir, se mueven con el mercado; algunos de los fondos, incluso, muestran una beta superior a 1, lo que significa que el fondo presenta una rentabilidad superior a la del mercado cuando este sube, pero una rentabilidad inferior al mercado cuando baja. La

alfa, por último, mide la capacidad de gestión respecto al mercado: los resultados son más bien bajos, lo que implica que no existe una capacidad de gestión superior al mercado.

El análisis realizado confirma que, tal y como sucede en los fondos convencionales, la rentabilidad de este tipo de inversiones depende de las inversiones que se escojan y de la gestión que se haga de la cartera. Con frecuencia son precisamente las grandes empresas, muchas de ellas compañías innovadoras, las que cumplen estos criterios, debido a su compromiso con las prácticas no discriminatorias de contratación de personal y con la calidad en el entorno laboral, entre otros factores.

Teniendo en cuenta que los inversores responsables buscan en su inversión no sólo rentabilidad, sino también responsabilidad, este análisis financiero de los fondos ISR en España confirma que estos fondos pueden ser tan rentables como los fondos convencionales e incluso, en ocasiones, más rentables que estos últimos, pues el inversor que está dispuesto a invertir responsablemente tiene derecho a recibir una buena

rentabilidad. En este sentido, si la rentabilidad de la ISR fuera distinta de la rentabilidad de la inversión convencional, este sería un factor determinante tanto de su éxito como de su fracaso. Por este motivo, es importante que la rentabilidad sea neutral, pues es una condición necesaria para lograr el éxito de la ISR.

En última instancia, esta primera aproximación al análisis de la rentabilidad de los fondos ISR comercializados en España muestra unos resultados consistentes con las investigaciones realizadas sobre la *performance* de los fondos ISR en otros países y confirma que los fondos de inversión ISR no sólo no difieren del resto de los fondos convencionales a efectos de rentabilidad, sino que, incluso, pueden tener rentabilidades superiores. En el futuro, esperamos poder ampliar el análisis sobre este particular mediante otras metodologías de análisis que nos permitan verificar estos primeros datos obtenidos.

## Conclusiones

Al igual que en años anteriores, los datos presentados en este *Observatorio* no son demasiado alentadores. En efecto, en España, la ISR se halla inmersa todavía en un proceso de difícil despegue, debido sobre todo al escaso impulso que ha recibido por parte de los inversores. Sobre todo, los inversores institucionales (fondos de pensiones y carteras privadas). En este sentido, en los seis años de análisis del desarrollo de la ISR en España que han transcurrido desde que se creó este *Observatorio*, no se han observado indicios que muestren una evolución positiva de la ISR, a diferencia de lo que ha sucedido en otros países europeos que empezaron a interesarse por esta materia en la misma época, como Italia o Francia.

En los últimos años hemos venido apuntando algunas de las causas de este estancamiento o falta de impulso de la ISR en España, y hemos analizado algunas de las condiciones que explican por qué no se ha avanzado en este tipo de inversiones. En este *Observatorio* queremos apuntarlas de nuevo:



• En primer lugar, ninguna organización colectiva ha asumido el papel de promotor e impulsor de la ISR en nuestro país, como sí lo han hecho en otros países los Foros para la Inversión Socialmente Responsable, conocidos por sus siglas en inglés: SIF. En España, en efecto, aún no se ha creado un SIF y, seguramente, esto explica la falta de impulso de que adolece la ISR en nuestro país. La función del SIF es aglutinar a los diferentes actores para generar una red de colaboración y partenariatio en la promoción de la ISR. En este sentido, el SIF debería reunir a instituciones de gestión de inversión, bancos e instituciones financieras, inversores individuales, inversores institucionales y agencias de *rating*. El SIF, en fin, debería aglutinar a los diferentes actores tanto del lado de la demanda, para promocionar la ISR entre los inversores, como del lado de la oferta, trabajando en colaboración con las instituciones de gestión, bancos e instituciones financieras que comercializan estos productos. Los SIF, además, se constituyen en grupos o *lobbys* de presión frente al sector público para que este asuma un papel activo en la promoción y la facilitación del desarrollo de la ISR a través de mecanismos de

promoción o regulación favorable, como ha ocurrido en otros países<sup>36</sup>.

• Como consecuencia de lo anterior, no se ha producido un desarrollo progresivo de la demanda por parte de los potenciales inversores responsables, tanto individuales como institucionales. Así se constata, en primer lugar, en la escasa evolución del volumen de partícipes individuales y, en segundo lugar, en el pobre progreso del desarrollo de la ISR entre los inversores institucionales, sobre todo de los fondos de pensiones complementarios, ya sean corporativos o de administraciones públicas. Por tanto, el despegue inicial que constatábamos en el *Observatorio* del año 2003 ha quedado difuminado y un poco diluido, pues parece que los fondos de pensiones no están avanzando en la adopción de políticas de ISR. Tampoco avanzan otros posibles inversores institucionales, como las organizaciones religiosas, las organizaciones sociales o las fundaciones, que no se han vinculado a la ISR, a diferencia de lo que ha sucedido en otros países. A este respecto, cabe señalar que en España, el sector social, seguramente, sigue confundiendo los fondos ISR con mecanis-

<sup>36</sup>El caso más conocido es el del Reino Unido, que ha llevado a cabo una reforma de la Ley de Pensiones para facilitar la transparencia de los principios de inversión éticos, ecológicos y sociales.

mos de solidaridad; es decir, continúa sin concebirlas como mecanismos que dotarían de coherencia a sus inversiones en los mercados financieros, teniendo en cuenta sus valores fundacionales.

- En el lado de la oferta, se ha avanzado muy poco en la promoción y profesionalización de las instituciones de gestión de inversión que comercializan estas IIC en España. Las instituciones de gestión aprovecharon en su momento el filón del mercado, cuando entre los años 1999 y 2000 vieron la luz los primeros fondos ISR. No obstante, muy pocas han avanzado desde entonces, aunque algunas hayan dado pasos muy positivos. Se trataría de adaptar los fondos a las tendencias de los fondos ISR a nivel global.

- Finalmente, cabe destacar la incipiente implicación del sector público, el Gobierno, el Parlamento y las administraciones públicas en el impulso de la ISR, ya sea mediante la promoción de mecanismos ISR o mediante el desarrollo de una legislación favorable.

Para finalizar, queremos destacar los datos más positivos. En primer lugar,

durante el año 2005 han aparecido tres nuevos fondos ISR en el mercado *retail*: BBK Solidaria, FI; CAM Fondo Solidaridad, FI y Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI. Por otra parte, el fondo Santander Central Hispano Solidaridad, FI ha cambiado de denominación, y ha tomado el nombre de Santander Dividendo Solidario, FI, dejando de ser un fondo de renta fija mixta para convertirse en un fondo de renta variable internacional europea. Estos datos muestran cierto dinamismo de las instituciones de gestión de inversiones que comercializan estos fondos, sobre todo porque avanzan en un aspecto importante en el desarrollo de los fondos ISR en Europa, y es que la mayor parte de ellos son de renta variable. En España, en cambio, los primeros fondos que fueron comercializados por instituciones españolas tenían un peso muy importante de la renta fija, lo que ha limitado considerablemente el desarrollo de la ISR en estos años. En este sentido, parece que las instituciones de gestión de inversiones poco a poco están empezando a reconocer las tendencias de los productos europeos de ISR y a adaptarlos al mercado español, sin perder de vista la cultura de inversión que



impera en nuestro país. Sin duda, este es un reto fundamental que habrá que afrontar en los próximos años.

España el éxito comercial que cabía esperar.

Todo ello nos lleva a pensar, en último término, que sólo el papel activo de algunas instituciones financieras, bancos o instituciones de gestión de inversiones en España podría catalizar el rol de los inversores, ya sean individuales o institucionales, y potenciar el desarrollo de la ISR para darle el impulso que necesita. En este sentido, es evidente que en España no se ha movilizado aún a los potenciales inversores socialmente responsables, sobre todo institucionales, como las organizaciones religiosas, las organizaciones sociales, las fundaciones, los planes y fondos de pensiones complementarios de administraciones públicas y de grandes empresas y las compañías de seguros. Todos ellos han protagonizado el impulso de la ISR en los países europeos y americanos; en nuestro país, en cambio, aún no se ha sabido catalizar sus motivaciones y las condiciones de impulso. Por otra parte, la importante comercialización de fondos ISR extranjeros tampoco ha tenido en

## Instituciones de Inversión Colectiva ISR en España

### IIC socialmente responsables

Instituciones de Inversión Colectiva con preselección de la cartera a partir de criterios de responsabilidad social comercializadas en España a 31 de diciembre de 2005

### Gestionadas por instituciones gestoras en España

- BBK Solidaria, FI
- BBVA Desarrollo Sostenible, FI
- BBVA Extra 5 II Garantizado, FI
- BNP Paribas Fondo de Solidaridad, FI
- Caixa Catalunya Europa Valor, FI
- CAM Fondo Solidaridad, FI
- Foncaixa Cooperación, FI
- Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI
- Fondo Solidario Pro Unicef, FI
- Morgan Stanley Fondo Activo Ético, FI
- Santander Dividendo Solidario, FI
- Santander Responsabilidad, FI
- Urquijo Cooperación, SICAV
- Urquijo Inversión Solidaria, FI

### Gestionadas por instituciones gestoras extranjeras

- ABN AMRO Funds - Socially Responsible Equity Fund
- Aviva Funds - European Socially Responsible Equity Fund
- Axa World Fund Development Debt
- Crédit Suisse Equity Fund (Lux) Global Sustainability
- Dexia Equities L World Welfare
- DWS Invest Sustainability Leaders LD
- European Responsible Consumer Fund
- Fortis L Fund Equity Socially Responsible Europe
- Fortis L Fund Strategy Balanced SRI Europe
- Fortis L Fund Strategy Growth SRI Europe
- Fortis L Fund Strategy Stability SRI Europe
- ING (L) Invest Sustainable Growth Fund
- JP Morgan - Global Socially Responsible Fund
- Mellon European Ethical Index Tracker
- Pictet Funds - European Sustainable Equities
- Pioneer Funds - Global Ethical Equity
- UBS (Lux) Equity Fund- EcoPerformance



Instituciones de Inversión Colectiva que destinan parte de su comisión de gestión a instituciones sociales, pero sin preselección de la cartera a partir de criterios de responsabilidad social, comercializadas en España a 31 de diciembre de 2005

### **IIC solidarias gestionadas por instituciones gestoras en España**

- Bankinter Solidaridad, FI
- BBVA Solidaridad, FI
- El Monte Fondo Solidario, FI
- Fondespaña Catedrales, FI

### **Fichas de las Instituciones de Inversión Colectiva ISR en España**

El *Observatorio* ha confeccionado una ficha con información detallada sobre cada una de las IIC socialmente responsables o solidarias. Los datos económicos se actualizan trimestralmente y la revisión de los datos generales se realiza anualmente.

Las fichas de las IIC socialmente responsables o solidarias en España se pueden consultar en el sitio web del IPES:

<http://www.esade.edu/ipes>

Los datos correspondientes a cada IIC que se pueden encontrar en las fichas son los siguientes:

#### **Nombre de la Institución de Inversión Colectiva**

Dirección de la página web  
Perfil de la IIC (Inverco)  
Tipología de la inversión (según la preselección de la cartera)  
Tipología de la IIC  
Características de la inversión

#### **Institución gestora**

Representación de la institución gestora en España  
Institución depositaria  
Comercialización de la IIC

#### **Datos de la IIC**

Fecha de constitución  
Duración  
Patrimonio  
Número de partícipes en España  
Inversión mínima  
Valor de liquidación  
Ranking Inverco 1 año

#### **Rentabilidad acumulada**

1 mes  
3 meses  
Anual  
3 años

Desde la fecha de constitución  
Acumulada durante el año en curso

#### **Comisiones**

Comisión anual de gestión  
Comisión anual de depósito  
Comisión de suscripción  
Comisión de reembolso  
Otras comisiones

#### **Cartera de la IIC**

Estructura de la cartera  
Principales valores

#### **Entidades beneficiarias**

Cantidad destinada a entidades  
beneficiarias  
Opción de los partícipes

#### **Criterios de preselección**

Criterios negativos  
Criterios positivos

#### **Investigación ética**

Institución encargada  
Tipo de investigación

#### **Comité de seguimiento**

Denominación  
Funciones principales  
Periodicidad anual de las reuniones  
Miembros

#### **Comunicación**

Relación con los partícipes  
Comunicación con las empresas  
Certificaciones



## Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) socialmente responsables registradas en la CNMV. Año 2005

Denominación IIC	Tipología de la IIC (Circular Inverco)	Fecha de constitución	Patrimonio (31/12/2005)	Participes en España (31/12/2005)	Entidades beneficiarias
ABN AMRO Funds - Socially Responsible Equity Fund	IIC-ISR	05/12/01	46.500 miles de euros	No disponible	-
Aviva Funds-European Socially Responsible Equity Fund	IIC-ISR	14/03/01	37.400 miles de euros	No disponible	-
Axa World Fund Development Debt	IIC-ISR	02/01/02	16.850 miles de euros	No disponible	-
Bankinter Solidaridad, FI	IIC solidaria	06/11/03	7.508 miles de euros	1.073	✓
BBK Solidaría, FI	IIC-ISR	03/06/05	3.408 miles de euros	334	-
BBVA Desarrollo Sostenible, FI	IIC-ISR	02/09/97 (anteriormente denominado BBVA Mid Cap Internacional, FI)	69.399 miles de euros	12.889	-
BBVA Extra 5 II Garantizado, FI	IIC-ISR	02/10/03	813.959 miles de euros	29.707	-
BBVA Solidaridad, FI	IIC solidaria	21/07/99	17.872 miles de euros	707	✓
BNP Paribas Fondo de Solidaridad, FI	IIC -ISR y solidaria	01/12/99	5.581 miles de euros	118	✓
Caixa Catalunya Europa Valor, FI	IIC-ISR y solidaria	15/11/99 (Como Caixa Catalunya Solidari, FIM. Cambio de denominación registrado el 30/12/04)	10.602 miles de euros	528	✓
CAM Fondo Solidaridad, FI	IIC-ISR	20/06/05	600 miles de euros	32	✓
Crédit Suisse Equity Fund (Lux) Global Sustainability	IIC ecológica	08/10/90 , como "Credit Suisse Fund EcoEficiency". Cambio de nombre y divisa (de USD) 05/06/00	45.340 miles de euros	No disponible	-
Dexia Equities L World Welfare	IIC-ISR y ecológica	01/08/00	71.700 miles de euros	No disponible	-
DWS Invest Sustainability Leaders LD	IIC-ISR y ecológica	03/06/02	21.200 miles de euros	No disponible	-
El Monte Fondo Solidario, FI	IIC solidaria	04/04/00	4.120 miles de euros	132	✓
European Responsible Consumer Fund	IIC-ISR	27/06/03	56.000 miles de euros	No disponible	-
Foncaixa Cooperación, FI	IIC-ISR y solidaria	19/03/99	8.161 miles de euros	480	✓
Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI	IIC-ISR	06/09/05	2.963 miles de euros	17	-
Fondespaña Catedrales, FI	IIC solidaria	02/03/00	3.153 miles de euros	126	✓
Fondo Solidario Pro Unicef, FI	IIC-ISR y solidaria	07/05/99	4.098 miles de euros	525	✓
Fortis L Fund Equity Socially Responsible Europe	IIC-ISR	01/12/97	15.670 miles de euros	No disponible	-
Fortis L Fund Strategy Balanced SRI Europe	IIC-ISR	01/06/98	172.490 miles de euros	No disponible	-
Fortis L Fund Strategy Growth SRI Europe	IIC-ISR	01/06/98	46.940 miles de euros	No disponible	-
Fortis L Fund Strategy Stability SRI Europe	IIC-ISR	01/06/98	109.010 miles de euros	No disponible	-
ING (L) Invest Sustainable Growth Fund	IIC-ISR y ecológica	10/07/00	32.670 miles de euros	No disponible	-
JP Morgan - Global Socially Responsible Fund	IIC-ISR	01/09/02	38.000 miles de \$	No disponible	-
Mellon European Ethical Index Tracker	IIC-ISR	11/01/02	21.200 miles de euros	No disponible	-
Morgan Stanley Fondo Activo Ético, FI	IIC-ISR y solidaria	25/03/99	14.978 miles de euros	214	✓
Pictet Funds - European Sustainable Equities	IIC-ISR y ecológica	01/10/02	61.400 miles de euros	No disponible	-
Pioneer Funds - Global Ethical Equity	IIC-ISR y ecológica	04/07/00	283.900 miles de euros	No disponible	-
Santander Dividendo Solidario , FI	IIC-ISR y solidaria	01/02/99	21.555 miles de euros	622	✓
Santander Responsabilidad, FI	IIC-ISR	03/06/03	42.708 miles de euros	226	-
UBS (Lux) Equity Fund-Eco Performance	IIC-ISR y ecológica	13/06/97	255.250 miles de CHF	No disponible	-
Urquijo Cooperación, SICAV	IIC-ISR y solidaria	26/02/02	18.347 miles de euros	129	✓
Urquijo Inversión Solidaria, FI	IIC-ISR, ecológica y solidaria	09/12/03	15.235 miles de euros	432	✓

## Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable en España - 2006

Rentabilidad neta acumulada anual (31/12/2005)	Estructura de la cartera (31/12/2005)	Criterios de preselección	Criterios negativos	Criterios positivos	Investigación ética	Comité de seguimiento	Relación con los partícipes	Comunicación con las empresas
23,00%	100% renta variable	✓	✓	✓	✓	-	-	-
25,79%	100% renta variable	✓	✓	✓	✓	-	-	✓
2,56%	100% renta fija	✓	-	✓	✓	-	-	-
1,25%	100% renta fija	IIC solidaria	IIC solidaria	IIC solidaria	IIC solidaria	-	-	IIC solidaria
2,15%	73,16% renta fija y 26,83% renta variable	✓	✓	✓	✓	-	-	-
16,68%	12,33% renta fija y 87,67% renta variable	✓	-	✓	✓	-	-	-
0,32%	100% renta fija	✓	✓	✓	✓	-	-	-
5,53%	74,40% renta fija y 25,60% renta variable	IIC solidaria	IIC solidaria	IIC solidaria	IIC solidaria	✓	✓	IIC solidaria
5,13%	71,98% renta fija y 28,02% renta variable	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-
17,36%	28,28% renta fija y 71,71% renta variable	✓	-	-	✓	-	-	-
2,17%	54,75% renta fija y 45,25% renta variable	✓	✓	✓	✓	-	-	-
20,86%	100% renta variable	✓	-	✓	✓	-	-	-
24,18%	100% renta variable	✓	✓	✓	✓	-	✓	-
9,10%	100% renta variable	✓	-	✓	✓	-	-	-
6,15%	92,85% renta fija y 7,15% renta variable	IIC solidaria	IIC solidaria	IIC solidaria	IIC solidaria	-	-	IIC solidaria
13,61%	41% renta fija y 59% renta variable	✓	✓	-	✓	✓	-	-
13,11%	31,70% renta fija y 68,30% renta variable	✓	✓	✓	✓	✓	-	-
-2,89%	100% renta variable	✓	✓	✓	✓	-	-	-
3,31%	78,42% renta fija y 21,58% renta variable	IIC solidaria	IIC solidaria	IIC solidaria	IIC solidaria	-	-	IIC solidaria
1,90%	80,67% renta fija y 19,33% renta variable	✓	✓	-	✓	✓	✓	-
24,68%	100% renta variable	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-
13,91%	50% renta fija y 50% renta variable	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-
19,15%	25% renta fija y 75% renta variable	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-
8,96%	75% renta fija y 25% renta variable	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-
23,26%	100% renta variable	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-
7,90%	100% renta variable	✓	✓	✓	✓	-	-	-
21,80%	100% renta variable	✓	✓	✓	✓	-	-	-
3,29%	76,69% renta fija y 23,31% renta variable	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
24,70%	100% renta variable	✓	✓	✓	✓	-	-	-
23,70%	100% renta variable	✓	✓	✓	✓	✓	-	-
13,17%	17,24% renta fija y 82,76% renta variable	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
3,06%	94,91% renta fija y 5,09% renta variable	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
21,80%	100% renta variable	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
0,34%	58,32% renta fija y 35,37% renta variable	✓	✓	-	✓	✓	-	-
7,19%	62,32% renta fija y 37,68% renta variable	✓	✓	-	✓	✓	-	-



## Bibliografía

Albareda, L. (2001) *Observatorio de los fondos de inversión éticos, ecológicos y solidarios en España*, Barcelona: IPES-ESADE.

Albareda, L. (2002) *Observatorio de los fondos de inversión éticos, ecológicos y solidarios en España 2001*, Barcelona: IPES-ESADE.

Albareda, L. (2003) *Observatorio de los fondos de inversión éticos, ecológicos y solidarios en España 2002*, Barcelona: IPES-ESADE.

Albareda, L.; Balaguer, M. R. y Lozano, J. M. (2004) *Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) en España 2003*, Barcelona: IPES-ESADE.

Albareda, L.; Balaguer, M. R. y Lozano, J. M. (2005) *Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) en España 2004*, Barcelona: IPES-ESADE.

Arms, M. (1999) "The Opportunity Cost of Monetary Conviction: A Comparison of the DSI and the S&P 500", *The Park Place Economist*, VII, pp. 21-32.  
<<http://titan.iwu.edu/~econ/ppe/1999/melissa.pdf>>.

Avanzi SRI Research/SiRi Company (2005) *Green, social and ethical funds in Europe. 2005 Review*, Milán, octubre.

Balaguer, M. R. (2006) *La inversión socialmente responsable: tres ensayos*, tesis doctoral, Universitat Jaume I (Castellón).

Balaguer, M.R; Muñoz, M. Jesús; (2003): "Análisis de los fondos de inversión éticos y solidarios españoles: Evaluación de la *performance* social y financiera", ponencia presentada en el XI Foro de Finanzas - Las finanzas del nuevo milenio, Alicante.

Bauer, R.; Koedijk, K.; Otten, R. (2002) "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style", *Journal of Banking and Finance*, 29 (7), pp. 1751-1767. Trabajo distinguido en 2002 con el Moskowitz Prize for Outstanding Research in Socially Responsible Investing, concedido por el Social Investment Forum de Estados Unidos.  
<[http://www.socialinvest.org/Areas/Research/Moskowitz/moskowitz\\_ver-sie.pdf](http://www.socialinvest.org/Areas/Research/Moskowitz/moskowitz_ver-sie.pdf)>.



- Comisión Europea (2006) *COM (2005) 685 final. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of voting rights by shareholders of companies having their registered office in a member State and whose shares are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2004/109/EC (presented by the Commission)*, Bruselas, 5 de enero.
- Cowen, S.; Ferreri, L.; Parker, D. (1987) "The Impact of Corporate Characteristics on Social Responsibility Disclosure: A Typology and Frequency-Based Analysis", *Accounting Organizations and Society*, 12 (2), pp. 111-122.
- Cummings, L. (2000) "The financial performance of ethical investment trusts: an Australian perspective", *Journal of Business Ethics*, 25 (1), pp. 79-92.
- D'Antonio, L.; Johnsen, T.; Hutton, R. B. (1997) "Expanding Socially Screened Portfolios: An Attribution Analysis of Bond Performance", *The Journal of Investing*, invierno, 6 (4), pp. 79-86.
- Dhrymes, P. J. (1998) "Socially Responsible Investment: Is it Profitable?", *The Investment Research Guide to Socially Responsible Investing. The Colloquium on Socially Responsible Investing*, Texas, pp. 264-284.
- Diltz, J. D. (1995) "The Private Cost of Socially Responsible Investing", *Applied Financial Economics*, 5 (2), pp. 69-77.
- Eurosif (2005) *Active Share Ownership in Europe. 2006 European Handbook*, París.
- Eurosif (2006) *European SRI Study*, París.
- Fernández, J. L.; Luna, L. (2005) "Análisis comparativo de eficiencia de los fondos de inversión sociales españoles frente a los fondos de inversión tradicionales en el período 2000-2004", mimeo.
- Ferrari, M. (2000) "Historical Risk and Return of the Tobacco Industry", en Cogan, D. G. (ed.) *Tobacco Divestment and Fiduciary Responsibility: A legal and Financial Analysis*, *Investor Responsibility Research Center*, enero.

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

Gregory, A.; Matatko, J.; Luther, R. (1994) "The Performance of Ethical Unit Trusts: Choosing an Appropriate Benchmark", *British Accounting Review*, 26, pp. 77-89.

Gregory, A.; Matatko, J.; Luther, R. (1997) "Ethical unit trust financial performance: small company effects and fund size effects", *Journal of Business Finance & Accounting*, junio, 24 (5), pp. 705-726.

Grossman, B.; Sharpe, W. (1986): "Financial Implications of South African Divestment", *Financial Analyst Journal*, julio-agosto, 31 (4), pp. 854-872.

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), pp. 62-66.

Hart, S. L.; Ahuja, G. (1994) "Does it Pay to Be Green?", *paper* presentado en la reunión nacional de la Academy of Management (Dallas, Texas), agosto.

Hickman, K.; Teets, W.; Kohls, J. (1999) "Social investing and modern portfolio theory", *American Business Review*, 17 (1), pp. 72-78.

Johnson, R.; Greening, D. (1994) "Relationships Between Corporate Social Performance, Financial Performance, and Firm governance", *Best Paper Proceedings of The Academy of Management*, pp. 314-318.

Kreander, N.; Gray, R. H.; Power, D. M.; Sinclair C. D. (2000) "Evaluating the Performance on Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis".  
<<http://www.departments.bucknell.edu/management/apfa/papers>>.

Lozano, J.M.; Albareda, L.; Balaguer, M.R. (2006) "Socially Responsible Investment in the Spanish Financial Market", *Journal of Business Ethics*, 69, pp. 305-316.



- Luck, C.; Pilotte, N. (1993) "Domini Social Index Performance", *The Journal of Investing*, otoño, 2 (3), pp. 60-72.
- Mallin, C.; Saadouni, B.; Briston, R. (1995) "The Financial Performance of Ethical Investment Funds", *Journal of Business Finance & Accounting*, 22 (4), pp. 483-496.
- McGuire, J.; Sundgren, A.; Schneeweis, T. (1988) "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance", *Academy of Management Journal*, 31 (4), pp. 854-872.
- Morris, S.; Rehbein, K.; Hosseini, J.; Armacost, R. (1990) "Building a Profile of Socially Responsive Firms", en Wood, D. J. y Martello, W. E. (eds.) *Proceedings of the International Association for Business and Society*, pp. 297-303.
- Moskowitz, M. (1972) "Choosing Socially Responsible Stocks", *Business and Society Review*, 10, pp. 71-75.
- Moskowitz, M. (1975) "Profiles in Corporate Responsibility: The Ten Worst and the Ten Best", *Business and Society Review*, 13, pp. 28-42.
- Mueller, S. (1991) "The Opportunity Cost of Discipleship: Ethical Mutual Funds and their returns", *Sociological Analysis*, 52 (1), pp. 111-124.
- M'Zali, B.; Turcotte, M. (1997) "Étude des portefeuilles d'investissement «environnementaux» au Canada et en Italie". <<http://www.esg.uqam.ca/esg/crg/papers/05-97/05-97.htm>>.
- OCDE (2004) *OCDE Principles of corporate governance*, OCDE, Paris.
- ORSE (2004) *Assignment Report submitted to the government. Critical review of how companies are applying Frec. Legislation on social and environmental reporting*, abril.
- Orlitzky, M. (2001) "Does Firm Size Confound the Relationship Between Corporate Social Performance and Firm Financial Performance?", *Journal of Business Ethics*, 33 (2), pp. 167-180.
- Reyes, M.; Grieb, T. (1998) "The external performance of socially-responsible mutual funds", *American Business Review*, 16 (1), pp. 1-7.

- Riahi-Belkaoui, A. (1992) "Executive Compensation, Organizational Effectiveness, Social Performance and Firm Performance: An Empirical Investigation", *Journal of Business Finance and Accounting*, 19 (1), pp. 25-28.
- Roman, R.; Hayibor, S.; Agle, B. R. (1999) "The relationship between social and financial performance", *Business & Society*, 38 (1), pp. 109-117.
- Rud, A. (1979) "Divestment of South African Equities: How Risky?", *Journal of Portfolio Management*, otoño, 5 (3), pp. 5-11.
- Sauer, D. A. (1997) "The impact of social responsibility screens on investment", *Review of Financial Economics*, primavera, 6 (2), pp. 137-150.
- Simpson, W.G.; Kohers, T. (2002) "The Link Between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry", *Journal of Business Ethics*, January, 35 (2), pp.97-109.
- Statman, M. (2000) "Socially Responsible Mutual Funds", *Financial Analysts Journal*, 56 (4), pp. 30-39.
- Stone, B.; Guerard, J.; Gultekin, M.; Adams, G. (2001) "Socially responsible investment screening: strong evidence of no significant cost for actively managed Portfolios". <<http://www.socialinvest.org/areas/research/Moskowitz/Moskowitz-v05.pdf>>.
- SustainAbility, Standard&Poor's, UNEP (2005) *Risk & Opportunity. Best Practice in Non-Financial Reporting. The Global Reporters 2004 Survey of Corporate Sustainability Reporting*.
- Telefónica (2006) *Informe Anual de Responsabilidad Corporativa 2005*.
- UNEP-FI & Freshfields Bruckhaus Deringer (2005) *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*, octubre.
- Vermeir, W.; Corten, F. (2001) "Sustainable investment: The complex relationship between sustainability and return", *Bank-en Financierwezen / Revue bancaire et financière*. <<http://www.ethibel.org/pdf/BankFinEnglish.pdf>>.



Waddock, S. A.; Graves, S. B. (1994)  
"The Corporate Social Performance-  
Financial Performance Link", *paper*  
presentado en la reunión nacional de  
la Academy of Management (Dallas,  
Texas), agosto.

Waddock, S. A.; Graves, S. B.  
(1997a): "The Corporate Social  
Performance-Financial Performance  
Link", *Strategic Management  
Journal*, 18 (4), pp. 303-319.

Wokutch, R. E. (1998) "The End of  
South African Sanctions, Institutional  
Ownership, and the stock Price  
Performance of Boycotted Firms:  
Evidence of the Impact of  
Social/Ethical Investing", documento  
de trabajo.

Wokutch, R. E.; Spencer, B. A.  
(1987): "Corporate saints and sin-  
ners. The effects of philanthropic and  
illegal activity on organizational per-  
formance", *California Management  
Review*, 29 (2), pp. 62-77.

World Economic Forum-Global  
Corporate Citizenship Initiative,  
AccountAbility (2005) *Mainstreaming  
Responsible Investment*, enero.





Entidad promotora del IPES

 OBRA SOCIAL  
**Caixa Sabadell**

**ESADE**

Av. Pedralbes 60-62  
E-08034 Barcelona  
Tel. + 34 93 280 61 62  
Fax + 34 93 204 81 05  
[www.esade.edu](http://www.esade.edu)

Mateo Inurria, 27  
E-28036 Madrid  
Tel. + 34 91 359 77 14  
Fax + 34 91 703 00 62  
[www.esade.edu](http://www.esade.edu)

ISBN 84-88971-09-5

