

# Trabajo Fin de Grado

Análisis de la Inversión Socialmente Responsable.  
Trascendencia e importancia en la economía.

Autor

Daniel Fortún Sanvicente

Directores

Luis Ferruz Agudo  
Guillermo Badía Fraile

**Título/Title:** Análisis de la Inversión Socialmente Responsable. Trascendencia e importancia en la economía/ Analysis about the Socially Responsible Investment. Transcendence and importance in the economy.

**Autor:** Daniel Fortún Sanvicente.

**Directores:** Luis Ferruz Agudo y Guillermo Badía Fraile.

**Titulación:** Doble Grado en Derecho y Administración y Dirección de Empresas.

### **Resumen**

La Inversión Socialmente Responsable es aquella que se efectúa atendiendo a criterios financieros tradicionales pero que, además, incluye criterios de valoración sociales, ambientales y de buen gobierno. Este tipo de inversión ha experimentado un gran crecimiento en los últimos años, aumentando constantemente su peso relativo en el total de las inversiones. El inversor cuenta con multitud de estrategias diferentes que le permiten aplicar los principios de la inversión socialmente responsable, como por ejemplo el Screening positivo y negativo o el Best-in-Class y, además, se encuentran más activos y más variados en los que es posible ejecutar este tipo de inversión. Entre los activos en los que es más fácil ejecutar estrategias de Inversión Socialmente Responsable se debe destacar los fondos de inversión. Además, han surgido índices bursátiles que atienden a este tipo de criterios, así como empresas especializadas en valoración del desempeño de los criterios de la Inversión Socialmente Responsable.

En todo caso, la relevancia de este tipo de inversión descansa en la posibilidad de compatibilizar un beneficio social y medioambiental con un beneficio económico. Por otro lado, a pesar de la innegable evolución de la Inversión Socialmente Responsable, es necesario una activa tarea de promoción institucional, académica y profesional que permita la consolidación y fomento de la misma.

### **Abstract**

Socially Responsible Investment is the investment based on traditional financial criteria but also includes social, environmental and good governance criteria. This type of investment has experienced great growth in recent years, constantly increasing its

relative weight in total investments. The investor has a multitude of different strategies that allow him to apply the principles of socially responsible investment, such as Positive and Negative Screening or Best-in-Class and, in addition, there are more assets and more varied to execute this type of investment. Among the assets in which it is easier to execute Socially Responsible Investment strategies, investment funds should be highlighted. In addition, stock market indexes following this kind of criteria have emerged, as well as companies specialized in assessing the respect of the criteria of Socially Responsible Investment.

In any case, the importance of this type of investment lies in the possibility of get a social and environmental benefit compatible with an economic benefit. On the other hand, despite the undeniable evolution of Socially Responsible Investment, it is necessary an active task of institutional, academic and professional promotion that allows the consolidation and promotion of it.

## ÍNDICE

<b>CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN.</b> .....	<b>1</b>
1. Presentación y justificación del trabajo. ....	1
2. Objetivos perseguidos. ....	2
3. Transcendencia del trabajo. ....	3
4. Descripción del contenido del trabajo. ....	3
<b>CAPÍTULO II. APROXIMACIÓN A LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE.</b> .....	<b>5</b>
1. Concepto.....	5
2. Orígenes y evolución de la Inversión Socialmente Responsable. ....	6
3. La Inversión Socialmente Responsable en España: Evolución, situación actual y comparativa internacional. ....	7
<b>CAPÍTULO III. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE.</b> .....	<b>12</b>
1. Exclusiones.....	13
2. Screening Basado en Normas.....	15
3. Best-in-Class.....	16
4. Inversión Temática.....	19
5. Inversión de Impacto.....	20
6. Engagement y Voto.....	22
7. Integración ISR.....	24
<b>CAPÍTULO V. INSTRUMENTOS DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE.</b> .....	<b>25</b>
1. Fondos de Inversión Socialmente Responsables.....	25
2. Sistemas de selección de fondos ISR.....	27
3. Otros instrumentos de Inversión Socialmente Responsable.....	31
<b>CAPÍTULO VI. ANÁLISIS DE LA EFICIENCIA DE LA INVERSIÓN SOCIAL FRENTE A LA INVERSIÓN TRADICIONAL</b> .....	<b>34</b>
<b>CAPÍTULO VII. PROPUESTA DE MEJORA Y DESARROLLO DE LA ISR EN LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS</b> .....	<b>37</b>
<b>CAPÍTULO VIII. CONCLUSIONES</b> .....	<b>40</b>
<b>CAPÍTULO IX. BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>42</b>
<b>ANEXOS</b> .....	<b>44</b>

## ÍNDICE DE TABLAS

<b>Tabla 2.1:</b> Crecimiento de la ISR por región 2014-2016.....	<b>6</b>
<b>Tabla 5.1:</b> Rentabilidades Fondo Santander Resposanbilidad Solidario .....	<b>27</b>
<b>Tabla 5.2:</b> Rentabilidades Fondo Bankinter Sostenibilidad .....	<b>27</b>
<b>Tabla 5.3:</b> Rentabilidades Fondo BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible .....	<b>27</b>
<b>Tabla 5.4:</b> Resumen de Deducciones por controversias.....	<b>30</b>

## ÍNDICE DE FIGURAS

<b>Figura 2.1:</b> Distribución de la ISR global por Región.....	<b>7</b>
<b>Figura 2.2.:</b> Evolución ISR en España .....	<b>10</b>
<b>Figura 2.3:</b> Distribución de la ISR en Europa .....	<b>11</b>
<b>Figura 3.1:</b> Tipos de Exclusión.....	<b>13</b>
<b>Figura 3.2:</b> Evolución de la estrategia de exclusión en España .....	<b>15</b>
<b>Figura 3.3:</b> Evolución de la estrategia de exclusión en Europa .....	<b>15</b>
<b>Figura 3.4:</b> Evolución de la estrategia del screening basado en normas en España.....	<b>16</b>
<b>Figura 3.5:</b> Evolución de la estrategia del screening basado en normas en España.....	<b>16</b>
<b>Figura 3.6:</b> Evolución de la estrategia Best-in-Class en España .....	<b>19</b>
<b>Figura 3.7:</b> Evolución de la estrategia Best-in-Class en Europa .....	<b>19</b>
<b>Figura 3.8:</b> Evolución de la estrategia de Inversión Temática en España .....	<b>20</b>
<b>Figura 3.9:</b> Evolución de la estrategia de Inversión Temática en Europa .....	<b>20</b>
<b>Figura 3.10:</b> Principales áreas de inversión.....	<b>20</b>
<b>Figura 3.11:</b> Evolución de la estrategia de Engagement y Voto en España.....	<b>24</b>
<b>Figura 3.12:</b> Evolución de la estrategia de Engagement y Voto en Europa.....	<b>24</b>
<b>Figura 5.1:</b> Número de fondos ISR en Europa .....	<b>26</b>
<b>Figura 5.2:</b> Clasificaición de fondos de Morningstar: .....	<b>30</b>

## CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN.

### 1. Presentación y justificación del trabajo.

La materia objeto de estudio en el presente Trabajo de Fin de Grado es la Inversión Socialmente Responsable (en adelante, «ISR»). La ISR, es decir, aquella inversión que, además de criterios financieros, utiliza criterios sociales, medioambientales y de buen gobierno en la selección y gestión de la misma, ha alcanzado una gran importancia tanto en término de cifras -supone 11 billones de euros en 2016<sup>1</sup> en Europa-, como por la repercusión en el comportamiento empresarial que su implementación ha tenido.

La realización de determinadas prácticas abusivas por parte de las empresas, o incluso la mera explotación de su actividad, ha conllevado perjuicios sociales y medioambientales; piénsese en catástrofes como las intoxicaciones por la comercialización de aceite de colza desnaturalizado, el hundimiento del Prestige, el caso Love Canal en Norteamérica o los abusos con las hipotecas subprime, desencadenante éste de la última crisis financiera.

Pues bien, la sociedad ha venido exigiendo, ya desde la década de los 50 del siglo pasado, una responsabilidad a las empresas para, por un lado, prevenir estos desastres y, por otro, compensar los perjuicios sociales y medioambientales que provocan en el marco del desarrollo de sus actividades.

Estas demandas sociales supusieron el surgimiento de la Responsabilidad Social Corporativa e implicaron la aceptación, por parte de las empresas, de su responsabilidad, como integrantes de la sociedad, con el desarrollo social y con la preservación del medio ambiente. La RSC ha evolucionado hasta el punto de poder implicar mejoras, no solo sociales y medioambientales, sino incluso económicas en las propias empresas. En este sentido, numerosos estudios<sup>2</sup> han buscado una conexión entre beneficio social y el beneficio financiero de las empresas, ya que una clara relación entre respeto de los principios de la RSC y beneficio empresarial supondría un cambio radical en la forma de actuar de las corporaciones.

---

<sup>1</sup> EUROSIF. European SRI Study (2016). <http://www.eurosif.org/sri-study-2016/>

<sup>2</sup> En este sentido y por todos: MARGOLIS, J (2009): *Does It Pay To Be Good... And Does It Matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance*. SSRN.

En este contexto, la ISR se manifiesta como un elemento potenciador de la RSC, ya que la misma se va a orientar hacia compañías con políticas y procesos considerados por la RSC. De esta forma, la ISR puede influir en las compañías para que desarrollen políticas de RSC que les permitan acceder a la financiación proveniente de este tipo de inversión.

Por lo expuesto, la ISR va a favorecer la desaparición de determinadas prácticas abusivas, como las descritas, y potenciar prácticas empresariales más responsables con la sociedad y el medio ambiente.

La importancia del estudio de la ISR también se justifica por el vertiginoso crecimiento experimentado en los últimos años y por el aumento de su participación relativa en relación con el total de inversiones financieras. Además, se estima que esta tendencia se mantendrá en el futuro.

Es por todo esto un fenómeno que debe ser estudiado, justificando, de esta forma, la pertinencia e interés como objeto de un Trabajo de Fin de Grado.

## **2. Objetivos perseguidos.**

Una vez que el interés y la importancia de la materia estudiada han quedado justificados se deben presentar los diferentes objetivos perseguidos.

El objetivo general que se pretende es contribuir a la tarea de potenciar y desarrollar las prácticas de ISR. Si bien se mostrará a lo largo del trabajo, la ISR ha crecido considerablemente en los últimos años, aunque en España se muestra necesario un mayor grado de consolidación que en otros países. En este sentido, la difusión de la importancia de la ISR desde cualquier ámbito o sector, en este caso el académico, puede ayudar a la consolidación de esta tarea. De esta forma, se busca promover una cultura financiera que tienda hacia el respeto de los principios ISR.

Este objetivo general se pretende alcanzar a partir de una serie de objetivos específicos. Como principales objetivos específicos del trabajo se puede destacar la explicación del funcionamiento de la ISR, la justificación de la viabilidad y rentabilidad de este tipo de prácticas en la actividad empresarial y, por último, la aportación de propuestas que permitan mejorar y potenciar el sistema de ISR.

### **3. Transcendencia del trabajo.**

En relación con los objetivos propuestos, la trascendencia del trabajo radica en la posibilidad de fomentar y dar a conocer unas prácticas que tienen una incidencia positiva en la sociedad y en las empresas.

La utilidad social y empresarial quedará claramente justificada tras la lectura del trabajo. En este sentido, cabe destacar que nos encontramos con una práctica que permite una mejora social que no descansa únicamente en criterios altruistas, como sería una mejora social a costa del beneficio empresarial, sino que nos encontramos con una práctica que puede mejorar el bienestar social al mismo tiempo que lo hace el beneficio empresarial.

Es en este último elemento donde radica la importancia de la ISR, esto es, la posibilidad de construir un sistema empresarial completamente respetuoso con el medio ambiente y con la sociedad. La trascendencia pública de este fenómeno es evidente y, de esta forma, se justifica la necesidad de su fomento para permitir que impregne la totalidad del tejido empresarial. Como referente en el desarrollo de esta tarea cabe destacar el papel de la asociación Spainsif, dedicada exclusivamente al desarrollo de la ISR en España y a la que recurrentemente se acudirá a lo largo del trabajo.

### **4. Descripción del contenido del trabajo.**

Para la consecución de los objetivos propuestos, el trabajo se estructura en una serie de capítulos, subdivididos en apartados.

En primer lugar, como punto de partida, se tratará de concretar qué se debe entender por ISR y se expondrá la situación actual de la misma, así como su origen y desarrollo.

En un segundo capítulo, se explicarán las diferentes prácticas a través de las cuales se desarrolla y se realiza la ISR. Este capítulo recoge las diferentes estrategias de ISR existentes que permiten a los inversores invertir atendiendo a los criterios sociales, medioambientales y de buen gobierno que quieren seguir.

Posteriormente, como capítulo tercero, se plantearán los principales instrumentos a través de los cuales suele materializarse la ISR. De los diferentes instrumentos existentes, los más extendidos son los Fondos de Inversión y, por este motivo, a estos últimos se prestará un especial interés.

Además, como capítulo cuarto, se analizará la rentabilidad de este tipo de fondos, así como algunos trabajos empíricos que justifican la rentabilidad de este tipo de inversión.

Como capítulo quinto, se propondrá una propuesta de mejora que busque hacer frente a algunas de las debilidades detectadas en la ISR y que, a su vez, permita alcanzar los objetivos de este TFG, esto es, el desarrollo y consolidación de las prácticas de ISR.

El Trabajo se cerrará con las conclusiones que surjan tras la elaboración del mismo, donde se analizará si ha sido posible alcanzar los objetivos propuestos.

## **CAPÍTULO II. APROXIMACIÓN A LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE.**

### **1. Concepto**

El punto de partida de un Trabajo de Fin de Grado debe ser la determinación y aclaración de qué se entiende por la materia que va a ser objeto de estudio.

En este sentido, para tratar de aportar un concepto de Inversión Socialmente Responsable, se puede acudir a diferentes fuentes vinculadas con la ISR que aportan una definición de la misma. Fuentes que, si bien proponen una definición en esencia idéntica, aportan algunos elementos o enfatizan sobre algunas características.

De esta forma, para Spainsif, la ISR es una inversión que considera tanto criterios de carácter financiero, por ejemplo, al igual que la inversión tradicional, la relación entre la rentabilidad y el riesgo, como criterios extra-financieros (los denominados criterios ASG, esto es, Medioambientales, Sociales y de Buen Gobierno), en el proceso de análisis y toma de decisiones de inversión, así como también en el ejercicio de la propiedad activa (ejercicio de los derechos políticos inherentes a determinados activos financieros), sin tener por ello una rentabilidad menor<sup>3</sup>.

Por otro lado, el Marco Conceptual de la Responsabilidad Social Corporativa (AECA, 2004) entiende por ISR aquella que incorpora a la consideraciones financieras otras de carácter ético, social o medioambiental, tanto por las empresas como por los agentes inversores externos.<sup>4</sup>

Las dos definiciones ponen el foco en el hecho de que se trata de una inversión que considera tanto elementos financieros, como sociales. La definición de Spainsif incorpora, a diferencia de la de la AECA, las medidas de activismo de accionistas, gestores de fondos, etc., actividades que también se tratarán en este trabajo.

---

<sup>3</sup>SPAINSIF. Manual de la Inversión Socialmente Responsable. <http://www.spainsif.es/publicaciones/>

<sup>4</sup> ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA) (2009): *Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso*. P. 39. Documento nº5. Madrid.

## 2. Orígenes y evolución de la Inversión Socialmente Responsable.

Los orígenes de la ISR se remontan a la década de los años sesenta en Estados Unidos. Los motivos del surgimiento de este tipo de fondos son de índole moral o religiosa, en una época con un clima político-social convulso. Conflictos como Vietnam, la Guerra Fría o la preocupación por la igualdad de las mujeres van a sensibilizar a la sociedad y a las empresas, dando entrada a este tipo de prácticas<sup>5</sup>.

Por ejemplo, en relación con la Guerra de Vietnam, el activismo recuperó la idea de que la inversión podía ser una importante herramienta de presión frente a las empresas.

En este sentido, el Pax World Fund es el primer fondo de inversión ético creado en Estados Unidos en 1968 y excluía de su cartera de inversión aquellas empresas relacionadas con la producción de armamento y el aprovisionamiento militar<sup>6</sup>.

Otro fenómeno social de gran trascendencia y que afectó de sobremanera a la inversión empresarial fue el sistema de segregación racial en Sudáfrica o Apartheid. Este fenómeno provocó la reducción de las inversiones en empresas americanas que invertían en Sudáfrica.

Desde sus orígenes, los fondos ISR no han parado de crecer. En concreto, si atendemos a los datos facilitados por «The Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)», la evolución de estos fondos, entre los años 2014 y 2016 ha sido la siguiente:

<b>Región</b>	<b>2014</b>	<b>2016</b>	<b>Crecimiento por periodo</b>	<b>Tasa compuesta de crecimiento</b>
<b>Europa</b>	10.775	12.040	11,74%	5,7%
<b>Estados Unidos</b>	6.572	8.723	32,73%	15,2%
<b>Canadá</b>	729	1.086	48,97%	22,0%
<b>Australia/ Nueva Zelanda</b>	148	516	248,65%	86,4%
<b>Asia (sin Japón)</b>	45	52	15,56%	7,6%
<b>Japón</b>	7	474	6671,43%	724,0%
<b>Total</b>	<b>18.276</b>	<b>22.890</b>	<b>25,20%</b>	<b>11,9%</b>

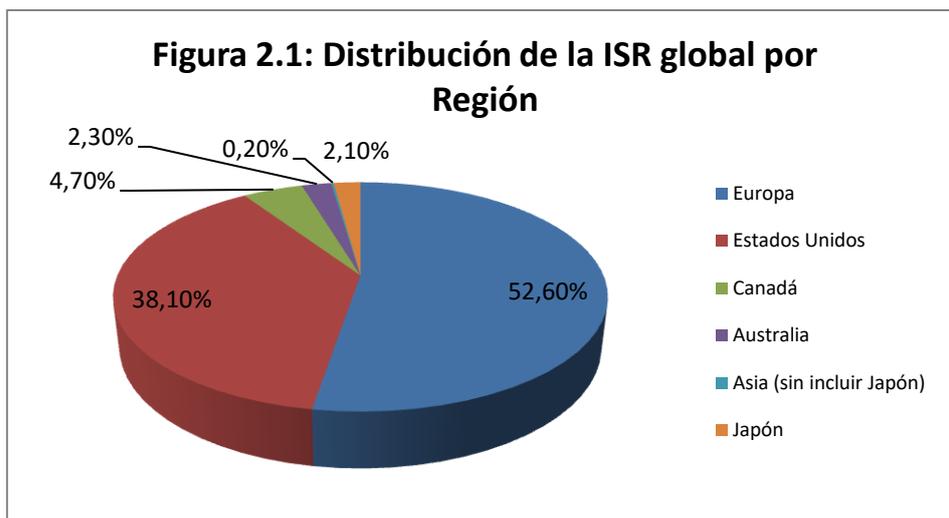
---

<sup>5</sup> FERRUZ AGUDO, L.; CORRAL OREA, A. (2015): *La Inversión Socialmente Responsable: estrategias, políticas y criterios de inversión*. Revista Análisis Financiero nº 127. Págs. 1-15. España.

<sup>6</sup> ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA) (2009): *Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso*. P. 15. Documento nº5. Madrid.

Fuente: Elaboración propia en base a US SIF y Eurosif. Datos en miles de millones

En la actualidad, el reparto mundial de la ISR queda establecido de la siguiente manera:



Fuente: Elaboración propia en base a Global Sustainable Investment Review. 2016

Como se ha comentado, en sus orígenes, la ISR consistía en excluir aquellas inversiones cuyos destinatarios no cumplían una serie de criterios o cuyas prácticas o actividades no se consideraban aceptables.

No obstante lo anterior, como se mostrará a lo largo del trabajo, la ISR ha ido desarrollando nuevas corrientes y sofisticando sus instrumentos, incluyendo lo que algunos autores denominan inversión sostenible, y que estaría más relacionada con la definición aportada en los apartados anteriores, en el sentido de inversión de carácter financiero que incorpora criterios económico, medioambientales, sociales y de gobierno corporativo, sin que eso implique ningún proceso de exclusión previo. También se podría incluir la corriente de ISR en la que las inversiones tienen como fin participar en el proceso de toma de decisiones de la empresa, influyendo hacia la realización de prácticas sostenibles. La forma más clara y directa de ejercer esta función sería mediante la compra de acciones y participaciones y ejerciendo los derechos políticos inherentes a estos títulos, esto es mediante la votación en la Junta General.

### **3. La Inversión Socialmente Responsable en España: Evolución, situación actual y comparativa internacional.**

Al igual que en Estados Unidos, cuando comenzó la ISR en su primera versión o corriente, la SRI en España surge de la mano de fondos de inversión éticos que incluían

criterios de selección de carteras excluyentes. En definitiva, sin intención de caer en la reiteración, fondos que no incluían en sus carteras de inversión determinadas empresas cuyo comportamiento o actividades no se ajustaba a consideraciones éticas.

El origen de la SRI fue diverso y experimentó diferentes desarrollos paralelos. Uno de los primeros fondos de ISR en España surgió a finales de la década de los 90, de la mano de la ONG Intermon Oxfam.

Esta ONG consideró necesario dirigir sus inversiones en España hacia fondos de ISR, en concreto, fondos relacionados con acciones de cooperación para el desarrollo. En este sentido, y dado que no existía ningún fondo que se ajustase a sus necesidades, Intermon negoció con distintos gestores de fondos con la intención de crear un fondo de ISR que reflejase los principios y valores que caracterizaban a la ONG. Finalmente, el fondo español AB Asesores, actualmente perteneciente al Grupo Morgan Stanley, aceptó la tarea y compró el fondo «Fundo Ético».

De forma paralela, el banco de inversión Renta 4 lanzó el fondo «Renta 4 Ecofondo», que se basaba en criterios medioambientales.

Unos meses después de la aparición de estos fondos, surgieron alrededor de 8 fondos de ISR en el mercado español. Además, surgieron dos fondos de ISR domiciliados en España pero gestionados en el extranjero.

El cliente objetivo de estos fondos eran inversores institucionales con un perfil social específico, por ejemplo ONGs y organismos religiosos, aunque también se unieron inversores privados que querían que sus inversiones reflejasen sus creencias y valores.

En el año 1999, este tipo de fondos había comenzado a consolidarse en España pero aún no existía ninguna regulación en la materia. Por este motivo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores «CNMV» requirió al sector financiero que aclarase y especificase los fondos que llamaban éticos, sociales y ambientales. Se puede decir que era una tarea de autorregulación, que fue asumida, inicialmente, por la Asociación de Instituciones de Inversión colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO), que constituyó un "Comité Ético" formado por 5 miembros.

Tras un periodo de trabajo de 9 meses, el comité elaboró la «Circular sobre utilización por las Instituciones de Inversión Colectivas de las denominaciones "ético", "ecológico" o cualquier otra que incida en aspectos de responsabilidad social». Posteriormente, la

CNMV aprobó las conclusiones del Comité y aceptó la denominación de fondos éticos y ecológicos.

En junio de 2002, la Asociación Española de Normalización y Certificación propuso un estándar español que llevaba por título «Ética. Requisitos de los instrumentos financieros éticos y socialmente responsables» y se basaba en las definiciones del Comité de la Asociación de Instituciones de Inversión colectiva y Fondos de Pensiones.

Por otro lado, la realidad es que la mayor presión hacia la ISR en España la realizan los inversores institucionales extranjeros. La ISR está mucho más consolidada en países extranjero, de forma que los inversores de esos países exigen que sus inversiones en España cumplan también esos requisitos sociales y medioambientales. Las empresas del IBEX-35 han mostrado un gran interés por la ISR como forma de desarrollar su RSC y, en definitiva, mejorar su reputación.<sup>7</sup>

La consolidación definitiva de la ISR la podemos situar en torno al año 2002. En este sentido, puede ser interesante centrarnos en el análisis cuantitativo y cualitativo de la evolución desde ese momento, hasta la actualidad.

. Se aprecia, por lo tanto, como en el año 2002 la ISR sigue muy relacionada con la tendencia comenzada en los 90 por Intermon Oxfam. En este año, la ISR en España representaba en torno a 80 millones de euros.

Si avanzamos hasta el año 2005, la ISR multiplicó por 300 su volumen, gracias a determinados inversores institucionales. Entre estos inversores se puede destacar los fondos de pensiones de empleo (44% del total de la ISR). Las Comisiones de Control que dirigen estos fondos incluían representación de los trabajadores, a través de los sindicatos, e incluyeron cláusulas relacionadas con los derechos laborales, sociales y humanos.

El otro gran pilar de la ISR, los bancos, también introdujeron criterios ASG<sup>8</sup>, movidos por diferentes motivaciones, como una mayor Responsabilidad Social Corporativa, o mejor dicho, la mayor importancia que los consumidores daban a la existencia de

---

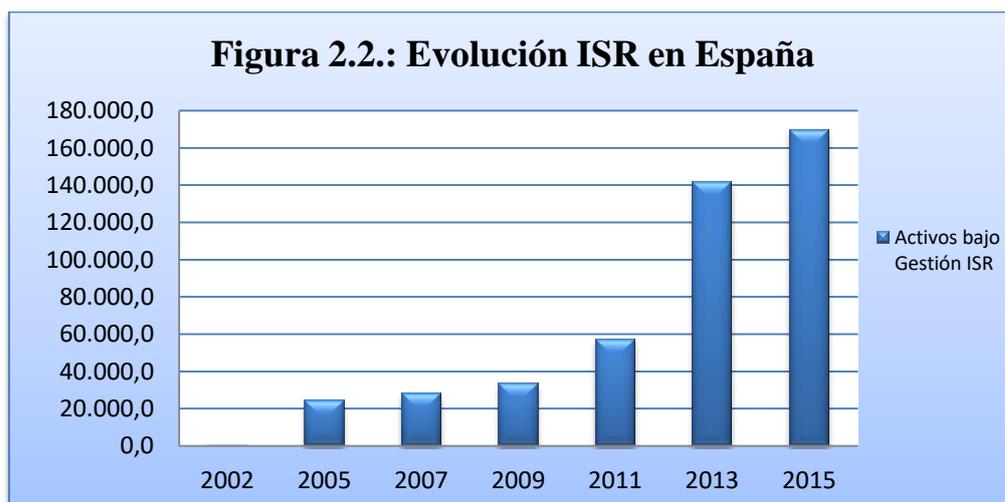
<sup>7</sup> Orígenes de la ISR en España => EUROSIF. Socially Responsible Investment among European Institutional Investors. 2003 Report. <http://www.eurosif.org/sri-study-2003/>

<sup>8</sup> Como ya se ha visto en el apartado 2.1 criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno.

prácticas de RSC en las empresas. Además, sí que es cierto un mayor aumento de la preocupación en temas ASG por parte de la comunidad internacional.

También influyeron factores, ya comentados, de atracción de inversores extranjeros relacionados con la ISR, para lo cual se crearon índices bursátiles como el FTSE4GOOD<sup>9</sup>.

El resumen gráfico de la evolución recién expuesta sería el siguiente:



Fuente: Elaboración propia en base a Spainsif. Datos en millones de euros.

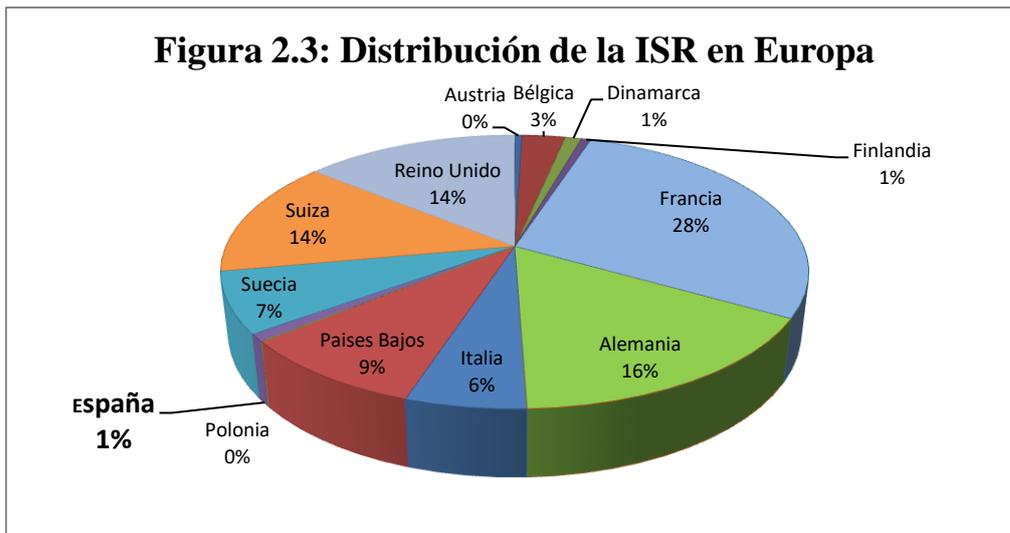
La conclusión que se desprende es sencilla y directa, la ISR ha experimentado un crecimiento exponencial en los últimos años y, además las previsiones prevén que lo siga haciendo.

No obstante la evidencia de este crecimiento, resulta necesario situar el desarrollo de la ISR en España en el panorama internacional.

A continuación, para ver la importancia de la ISR española, se muestra la participación relativa de varios países de Europa a la ISR:

---

<sup>9</sup> Evolución ISR en España => SPAINSIF. Estudio Spainsif: La Inversión Socialmente Responsable en España (2016). p.11-12. [http://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm\\_uploads/2017/01/estudio-spainsif-2016.pdf](http://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm_uploads/2017/01/estudio-spainsif-2016.pdf)



*Fuente: Elaboración propia en base a Eurosif.*

Como se puede apreciar, la participación de España es modesta y las contribuciones más relevantes son las de Reino Unido, Francia, Alemania y Suiza.

Esto indica varios hechos significativos. En primer lugar, la evolución de la ISR en España es muy positiva pero aún está lejos de alcanzar a determinados países europeos. No obstante, los datos mostrados realizan una comparación que puede ayudar a la concepción de cómo se distribuye la ISR en Europa pero no incluyen las correcciones necesarias para realizar comparaciones homogéneas.

Lo que se quiere expresar es que no se atiende a consideraciones como el PIB o volumen de inversiones que se realiza en ese país. Es difícil asumir que con el nivel de PIB de Austria se pueda alcanzar el nivel de inversiones de Alemania. Simplemente es un dato de prudencia, que procede mencionar, a la hora de realizar interpretaciones.

### **CAPÍTULO III. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE.**

En los apartados anteriores, se han ido introduciendo determinados conceptos que hacían referencia a diferentes estrategias de ISR, por ejemplo, se ha hablado de la exclusión y del activismo de los accionistas. Estas son algunas importantes estrategias de ISR, no obstante, además, existen otras de gran interés y que son muy utilizadas en el desarrollo de políticas de ISR.

El presente apartado tiene por objeto la descripción, análisis y valoración de las diferentes estrategias de ISR existentes. Además, a lo largo del apartado, será recurrente la comparación con las tendencias existentes en Europa, por considerar que un análisis comparado enriquece el estudio y permite una mejor comprensión y valoración del estado de la ISR en España.

Las estrategias de ISR se pueden definir como los criterios que van a determinar la selección de una determinada inversión, las elección de un instrumento financiero concreto o, incluso, la forma de proceder o actuar con una inversión financiera ya efectuada.

Nótese que esta definición de estrategia se realiza atendiendo a la clasificación que a continuación se mostrará. No obstante, en la literatura existen más clasificaciones de las estrategias pero se ha optado por la que sigue en los próximos sub-apartados, ya que es las más utilizadas por las dos grandes instituciones de referencia en España y en Europa, esto es, Spainsif y Eurosif. Concretamente, las definiciones de las estrategias y su explicación, que se mostrarán a continuación, proceden, en buena parte, de las propuestas y criterios publicados por Spainsif, como referente de la ISR en España.<sup>10</sup>

Se procederá a la explicación de las siguientes estrategias:

- Exclusiones.
- Screening Basado en Normas.
- Best-in-Class.
- Inversión Temática.

---

<sup>10</sup> SPAINSIF. Estudio Spainsif: La Inversión Socialmente Responsable en España (2016). [http://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm\\_uploads/2017/01/estudio-spainsif-2016.pdf](http://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm_uploads/2017/01/estudio-spainsif-2016.pdf)

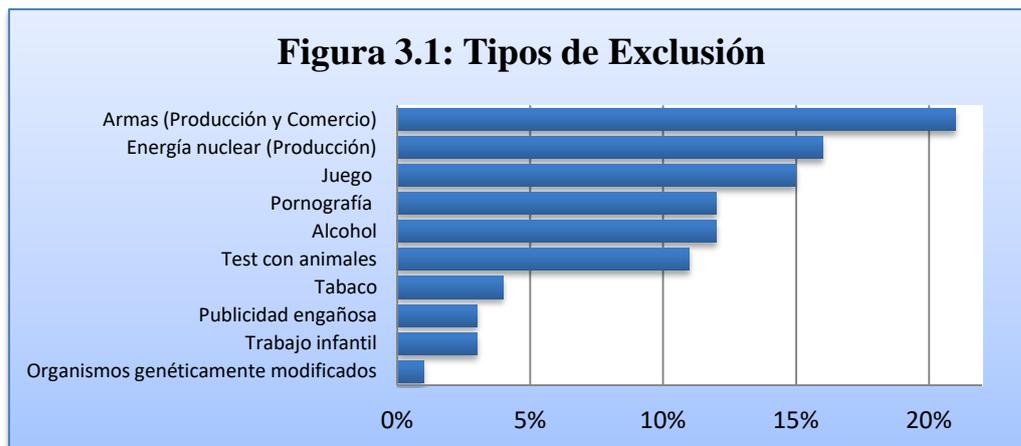
- Inversión de Impacto.
- Engagement y Voto.
- Integración ASG.

## 1. Exclusiones

Esta estrategia, mediante criterios negativos, excluye de de la cartera de inversión a las empresas que realizan actividades contrarias a la política de inversión. Esta estrategia también se conoce como Screening negativo<sup>11</sup>.

El proceso de selección de la ISR utilizando una estrategia de exclusión sería el siguiente:

- En primer lugar, se deberían seleccionar las actividades cuya realización va a implicar la exclusión de la empresa, por no ajustarse a los criterios ASG elegidos. En España, los criterios de exclusión más utilizados se distribuyen de la siguiente manera:



Fuente: SPAINSIF. Estudio Spainsif: La Inversión Socialmente Responsable en España (2016). [http://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm\\_uploads/2017/01/estudio-spainsif-2016.pdf](http://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm_uploads/2017/01/estudio-spainsif-2016.pdf)

- En segundo lugar, se determinaría el total de empresas en las que se puede invertir y se eliminarán aquellas que no cumplan con los criterios adoptados. Es decir, si el criterio elegido es la producción de armas, se excluirán aquellas empresas que se dedican a la producción de armas.

<sup>11</sup> Término inglés que podría traducirse como selección, con el matiz de eliminación de lo no seleccionado.

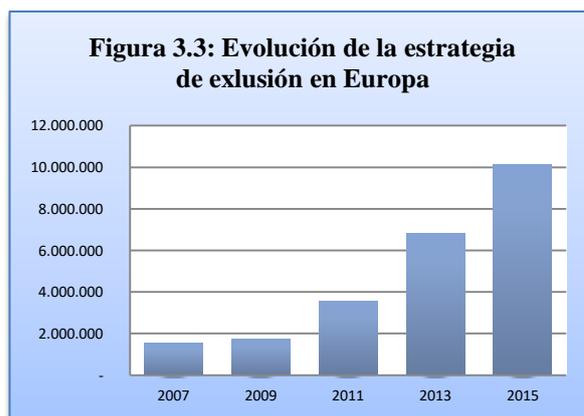
Sería interesante matizar que esta estrategia de selección, más bien que seleccionar una inversión, excluye determinadas opciones. De esta forma, serán necesarias la utilización de otras estrategias o criterios financieros para la fijación de la inversión entre las empresas no excluidas.

La estrategia de exclusión es la más utilizada y representa un 74% del total de la ISR en España. No obstante, existe una ligera tendencia a la reducción de la importancia relativa de esta estrategia en la ISR. Esto es debido al fuerte crecimiento de otros tipos de estrategias como se mostrará. En concreto, en el año 2009, las estrategias de exclusión rozaban una importancia relativa de casi el 80%, frente al 74% actual.

Este papel predominante de la estrategia en la ISR debe ser criticado, aunque se esté dando una reducción de su participación relativa. Esto es así porque este tipo de ISR es la menos evolucionada y la que en realidad menores repercusiones y cambios sociales y ambientales puede provocar. Además, puede ser utilizada con el único propósito de mejorar la imagen empresarial, sin que los principios ASG tengan ningún tipo de efecto en la decisión de inversión, ni se respete la filosofía de la ISR. Un ejemplo de esto podría ser la existencia de un pequeño fondo de inversión con un amplio conocimiento en el análisis de empresas especializadas en fabricación de energía eléctrica y que, por este motivo, invirtiese en este tipo de empresas exclusivamente. Atendiendo al criterio de exclusión, el fondo podría promocionarse como ISR, por supuesta aplicación de una estrategia de exclusión de empresas, por ejemplo, dedicadas a la fabricación de armamento o alcohol, algo que desde luego carecería de sentido. En definitiva, lo que se quiere expresar que lo que caracteriza a la ISR es la utilización de criterios ASG en la toma de decisiones financieras, lo que puede desvirtuarse con este tipo de estrategia.

Los últimos datos muestran que el patrimonio gestionado bajo la exclusión superan los 120.000 millones de euros.

La evolución en España y en Europa ha sido la siguiente:



Fuente: Spainsif y Eurosif. 2016. Datos en millones de euros

Se aprecia un crecimiento lineal de la estrategia de exclusión en España. Por el contrario, en Europa la estrategia sigue un crecimiento más exponencial. En concreto, entre los años 2013-2015, el crecimiento en España fue del 29% frente al 48% experimentado en Europa.

Este mayor crecimiento en Europa se produce por un enorme crecimiento de las estrategias de exclusión en determinados países. Por ejemplo, en ese mismo periodo, el Reino Unido aumenta un 99% este tipo de estrategias y Alemania un 42%. Para ver la evolución completa por países ver ANEXO I.

## 2. Screening Basado en Normas

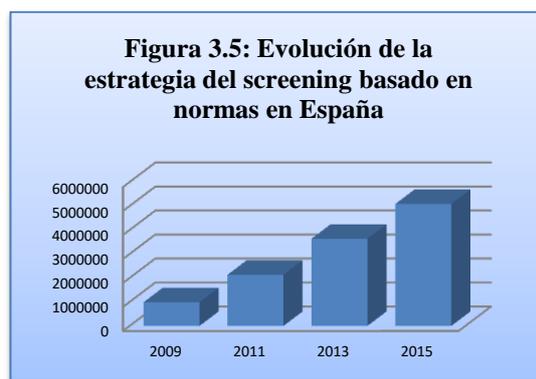
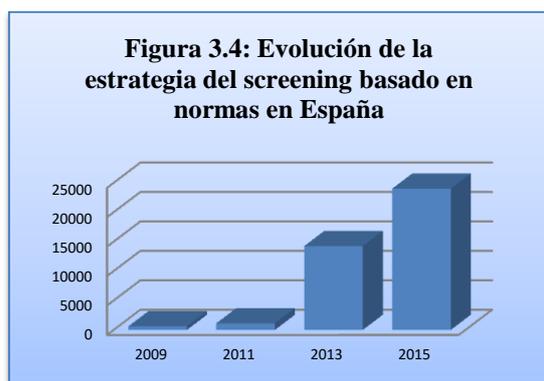
El Screening Basado en Normas se puede presentar como una variante de la estrategia anterior. En este tipo de estrategia, el inversor no va a seleccionar una serie de actividades que no deben realizar las empresas en las que se pretenda invertir, lo que se va a exigir es el cumplimiento de determinadas normas internacionales por parte de las empresas. Estas normas pueden estar relacionadas con la protección ambiental, con los derechos laborales, los derechos humanos o la anticorrupción.

Las normativas cuyo cumplimiento suele ser más exigido por parte de los inversores son: la Declaración Universal de Derechos Humanos, las normas de la Organización Internacional del Comercio y las directrices de la OCDE para empresas multinacionales.

El proceso de selección, por lo tanto, será igual que el anterior, con la diferencia de que lo que se deberá analizar de las empresas no es la actividad realizada, sino el cumplimiento de una determinada normativa internacional.

El patrimonio gestionado con esta estrategia ha sufrido un gran despegue en el año 2013, ya que, con anterioridad, la presencia de esta estrategia era casi inexistente. De esta forma, en 2011 representaba 1.119 millones, lo que implicaba un 1% del total de la ISR en España, pasando en 2013 a gestionar 14.247 millones de euros, lo que suponía un 11% del total de la ISR. Es decir, utilizando la Tasa de Crecimiento Anual Compuesta<sup>12</sup> se produjo un incremento del 256%.

La comparativa de la evolución estatal con la europea, de este tipo de estrategia, es la siguiente:



Fuente: Spainsif y Eurosif. 2016. Datos en millones de euros

Sin duda es relevante el crecimiento constante y lineal de la estrategia en Europa frente a, como ya se ha comentado, la escasa importancia de la misma en España entre 2009 y 2011 y su despegue en 2013.

La evolución de la estrategia en distintos países de Europa se puede ver en el ANEXO I.

### 3. Best-in-Class

Este tipo de estrategia es más sofisticada que las anteriores. A grandes rasgos, se puede decir que consiste en la selección de las compañías a partir de un proceso de evaluación de las principales empresas por sector, atendiendo a criterios de desempeño ASG. De esta forma, las empresas que en sus respectivos sectores alcancen el mejor nivel de desempeño ASG serán las seleccionadas.

<sup>12</sup> CAGR = (Valor final/ Valor inicial)<sup>1/Número de años</sup>-1=(14.247/1.119)<sup>1/2</sup>-1=2.568=256%

Comparando con las estrategias anteriores podemos ver que se trata de un Screening pero positivo.

La mayor sofisticación radica en que, en primer lugar, el inversor debe definir qué se entiende por criterios ASG y, en segundo lugar, debe establecer un sistema que permita asignar un valor a cada empresa y, de esta forma, poder establecer una jerarquía, a partir de la cual elegir las empresas con mejor desempeño ASG.

Por proponer un ejemplo de qué se puede entender incluido dentro de los criterios ASG, que recurrentemente se vienen mencionando, aunque la definición de los mismos siempre podrá depender del propio inversor, se puede acudir a la Circular de INVERCO sobre la «Aplicación de criterios medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ASG) en la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva (IIC)» de 8 de abril de 2014.

La circular propone como variables a considerar dentro de cada criterio ASG:

- «En materia medioambiental se considerarían las políticas energéticas, de agua, forestales o de biodiversidad, el cumplimiento del protocolo de Kioto, la reducción de emisiones de CO<sub>2</sub>, etc.;
- En materia social se observarían las políticas en materia de educación y sanidad, el acceso y cobertura de la población con respecto a los servicios públicos, las políticas de empleo e igualdad, el cumplimiento de las normas fundamentales del trabajo de la OIT, el índice de GINI, el ratio Gasto Público/PIB, etc.; y
- En materia de gobierno corporativo se analizarían los derechos políticos, niveles de democracia, estabilidad política, derechos y libertades civiles, libertad de prensa, transparencia, corrupción, etc.)».

Otro problema que puede presentar esta estrategia a la hora de proceder a la clasificación de las empresas es la obtención de información suficiente sobre el desempeño ASG.

En este sentido, se presentan tres vías diferentes para obtener dicha información:

- La primera de las vías sería la obtención de la información por parte del propio inversor. Es decir, que el inversor contase con un equipo especializado en ISR que extrajese y analizase la información ASG de las empresas susceptibles de entrar en la cartera de inversión. Posteriormente, se asignarían diferentes pesos a los criterios ASG

para establecer una jerarquía. Esta vía permite una mayor versatilidad de la información y permite un ajuste exacto a las preferencias del inversor.

En caso de que no constase con dicho equipo o con los medios necesarios se podría encargar la realización de estas tareas de recopilación de información y de ponderación a una empresa especializada en la realización de este tipo de servicios. Se puede destacar el papel, en este sentido desarrollado, por empresas como MSCI, Sustainalytics y Vigeo-EIRIS, entre otras.

- La segunda vía, sería seleccionar las empresas a partir de la información suministrada por un índice bursátil de sostenibilidad. Estos índices tienen una gran repercusión sobre las acciones de las empresas que se incluyen y excluyen de los mismos. Esto es así ya que la inclusión en el índice da una gran visibilidad a la empresa y las instituciones de inversión colectiva que utilizan los índices como benchmarking recomponen sus carteras, comprando las incluidas y vendiendo las excluidas<sup>13</sup>.

Cómo índices más representativos se puede destacar el índice FTSE4Good IBEX y el *Dow Jones Sustainability Group Index*.

El índice más relevante en el mercado español es el FTSE4Good IBEX, creado por FTSE Group y Bolsas y Mercados Españoles. Este índice se compone de las empresas del IBEX 35 que respetan los principios de la Responsabilidad Social Corporativa. En concreto, excluye aquellos de valores de empresas cuyos negocios tienen que ver con la energía nuclear, tabaqueras y fabricantes de armamento. Para la admisión, cuentan con diferentes criterios, como las relaciones que las compañías mantienen con los inversores, clientes y empleados.

La desventaja de esta vía es que, dado que los índices vienen ya elaborados, atendiendo a criterios previamente establecidos, el inversor no podrá establecer sus propios criterios y ponderaciones.

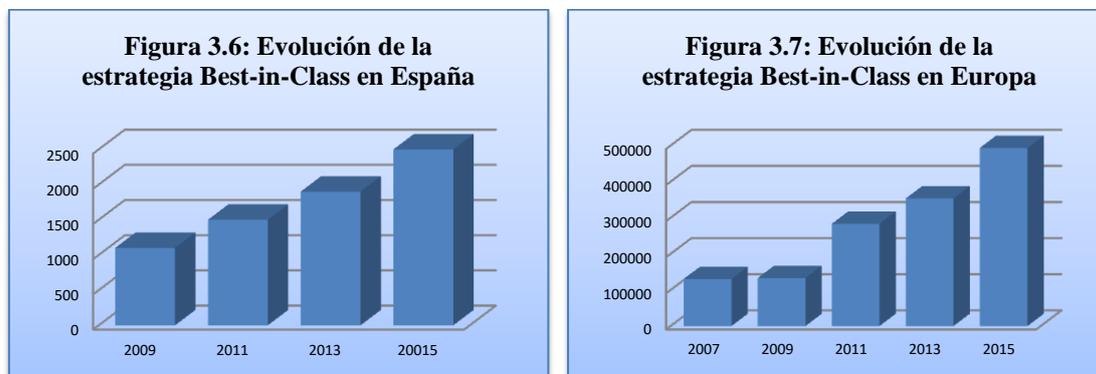
- La tercera de las vías es acudir a la información suministrada por las agencias de calificación, ya que empiezan a incluir criterios ASG en la información que suministran.

---

<sup>13</sup> ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA) (2009): *Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso*. P. 39. Documento nº5. Madrid.

En lo que se refiere a esta tercera vía, se analizará, en el apartado relativo a los fondos ISR, el sistema de calificación ASG utilizado por la agencia Morningstar.

La evolución en España y en Europa de esta estrategia ISR ha sido la siguiente:



Fuente: Spainsif y Eurosif. 2016. Datos en millones de euros

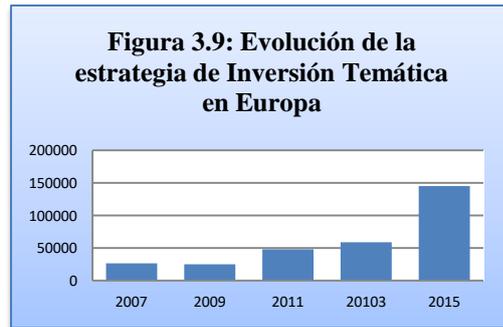
En esta estrategia, a diferencia de las anteriores, el crecimiento en España presenta un patrón más parejo al europeo, sin que existan diferencias relevantes. La evolución de la estrategia por países se puede ver en el ANEXO I.

#### 4. Inversión Temática

La inversión temática es un tipo de estrategia que, como la anterior, puede clasificarse como de Screening positivo, ya que consiste en invertir en proyectos y organizaciones de determinados sectores atendiendo a la actividad que desarrollan. En definitiva, consiste en invertir en aquellos sectores que se dedican a una actividad determinada relacionada con una temática. Los criterios temáticos más utilizados son la lucha contra el cambio climático, la gestión responsable del agua, la gestión agrícola y/o forestal responsable y las energías renovables.

Al igual que en anteriores estrategias, se deberá seleccionar una serie de empresas que se dediquen a la temática seleccionada y, posteriormente, de entre esas, realizar un análisis financiero convencional para seleccionar la que más interese.

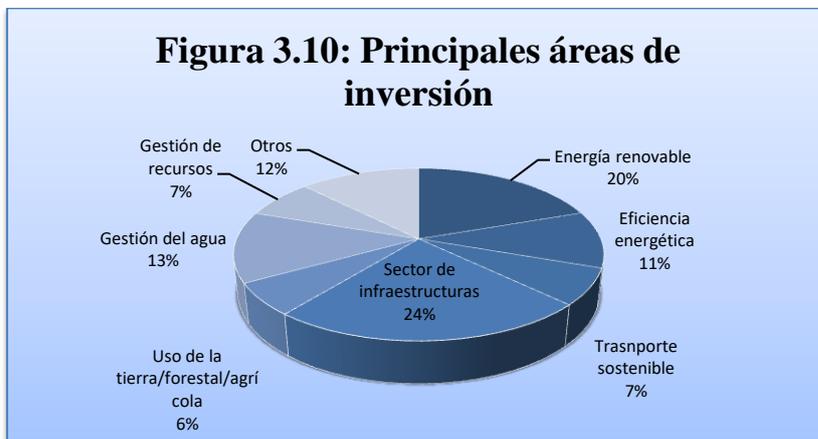
La evolución en España y en Europa de esta estrategia ha seguido la siguiente evolución:



Fuente: Spainsif y Eurosif. 2016. Datos en millones de euros.

De nuevo, para ver la evolución por países puede acudir al ANEXO I.

A continuación, se muestran cuales son las principales áreas temáticas en las que se decide invertir atendiendo a esta estrategia:



Fuente: Elaboración propia en base a Eurosif.

## 5. Inversión de Impacto

La definición de la Inversión de Impacto presenta mayores dificultades que las estrategias anteriores. Esto es debido a que se trata de una práctica que se ha desarrollado en los últimos años y, por lo tanto, no existe una definición pacífica, esto es, generalmente aceptada por todos los economistas.

Para tratar de establecer una definición podemos acudir a la reciente publicación de Economistas Sin Fronteras que trata ampliamente este tipo de estrategia y que lleva por título «La Inversión de Impacto»<sup>14</sup>.

Lo primero que se pone de manifiesto es que, si bien la Inversión de Impacto está estrechamente relacionada con la ISR, se puede configurar como una inversión diferenciada y autónoma por presentar determinados elementos especiales.

Está estrechamente relacionada con la ISR porque su objetivo es, igualmente, generar un valor social, al mismo tiempo que se obtiene un beneficio financiero. No obstante, se pueden diferenciar en que la ISR busca una rentabilidad cercana al retorno del mercado, mientras que la Inversión de Impacto Social acepta rendimientos a largo plazo por debajo del tipo de mercado.

La realidad es que las estrategias descritas anteriormente incluían en la selección determinados criterios sociales o medioambientales para excluir o incluir determinadas inversiones, no obstante, pasado ese primer filtro, el criterio de la rentabilidad volvía a imperar.

Por el contrario, con esta estrategia se busca un impacto social. Esta inversión lleva aparejado una rentabilidad financiera pero la intención principal del inversor es buscar ese impacto.

De esta forma, la mencionada publicación define esta estrategia como «aquellas inversiones que pretenden un impacto social —el cual debe ser intencionalmente perseguido y claramente mensurable— junto con un rendimiento financiero inferior al tipo de mercado y en función del logro del objetivo social».<sup>15</sup>

Las fórmulas a través de las cuales se instrumenta este tipo de Inversión son las siguientes:

- **Capital Riesgo Social.** Supone dirigir la financiación hacia instituciones u organizaciones que generan un impacto positivo en la sociedad.

---

<sup>14</sup> ECONOMISTAS SIN FRONTERAS (2017): La Inversión de Impacto. Dossieres ESF nº27, Otoño 2017.

<sup>15</sup> ECONOMISTAS SIN FRONTERAS (2017): La Inversión de Impacto. Dossieres ESF nº27, Otoño 2017.

- **Inversión en microfinanzas.** Implica proporcionar financiación a aquellas instituciones que ofrecen servicios financieros básicos, principalmente microcréditos, a buena parte de la población excluida del acceso al capital.
- **Financiación participativa (Crowdfunding).** A través de la conocida técnica de Crowdfunding (diferentes inversores, a través de plataformas online, financian proyectos y empresas) se puede buscar provocar un impacto social.
- **Bonos Verdes y Bonos sociales.** Son Bonos que tienen el mismo funcionamiento que los bonos tradicionales pero que están dirigidos a financiar actividades con impacto social.

## 6. Engagement y Voto

El Engagement y el Voto son dos tipos de estrategias estrechamente relacionadas y, probablemente, las estrategias más avanzadas en ISR. Conjuntamente denominadas se podrían referenciar como activismo de los accionistas. Este activismo implica el diálogo con el equipo directivo de las compañías y el uso del derecho político básico de un socio, es decir, la participación en la toma de decisiones mediante el derecho de voto en la Junta General. Las formas de actuación se pueden concretar en tres vías:

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

Las dos primeras podríamos incluirlas dentro de la categoría «Voto» y, la última, en la de «Engagement».

Los accionistas de cierto peso en el accionariado pueden plantear preguntas en la junta, las cuales tienen que ser votadas. En los últimos años, existe una clara tendencia alcista en el sentido de incluir preguntas, por parte de los accionistas, relacionadas con los criterios ASG en el orden del día de las juntas de accionistas, votando en contra de ciertas decisiones del consejo de administración.

El Engagement, o diálogo activo, surge precisamente como consecuencia de la práctica anterior y busca evitar situaciones que pudieran propiciar una imagen de la empresa adversa, consecuencia de la no aprobación en la Junta de preguntas o propuestas que constasen con criterios ASG.

Esta estrategia busca abrir una línea de comunicación con el inversor, para que plantee a la empresa las cuestiones y opiniones que tiene, buscando no llegar a darles publicidad en la Junta General. Mediante este diálogo se puede conseguir que la empresa modifique determinadas actividades o comportamientos y, de esta forma, mantener la inversión realizada en la empresa por parte de estos inversores y evitar la publicidad y el conflicto en la Junta General que pudieran bloquear la actividad societaria.

En principio, esta capacidad de presión va a depender del peso del inversor en la sociedad y, en principio, van a estar reservadas a socios con peso importante en la empresa y que realmente puedan condicionar la actividad de la empresa.

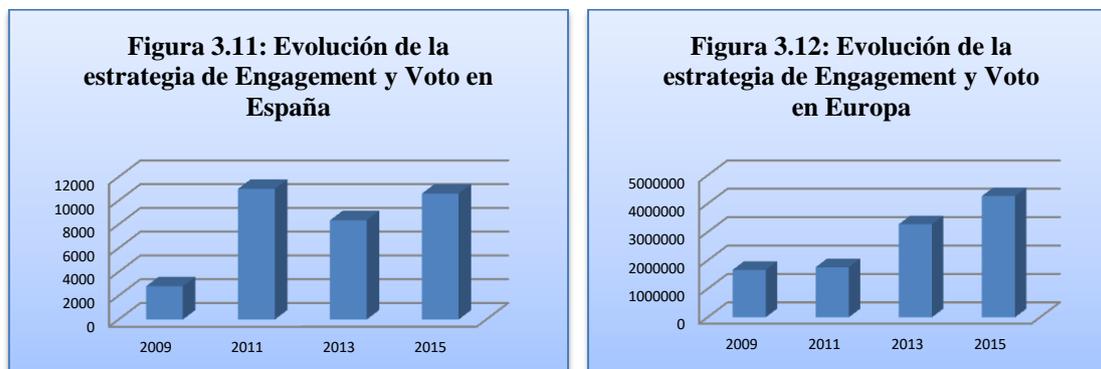
Ahora bien, existe la posibilidad de que, mediante el activismo de accionistas, los pequeños accionista aglutinen el voto junto con organizaciones afines a la responsabilidad social, gestionándose de esta forma un mayor porcentaje de derecho al voto.

Esta última técnica se ha utilizado en varias ocasiones y en Juntas de Accionistas de importantes empresas españolas. Por ejemplo, en el año 2008 las ONG Justicia y Paz y Setem participaron en la Junta de Accionistas del BBVA y denunciaron las inversiones de esta entidad en el sector armamentístico, además de proyectos controvertidos en América Latina.

De igual forma, en mayo de 2008 la ONG Intermon Oxfam habló en la Junta de Accionistas de Repsol en nombre de cuatro fondos de inversión americanos, entre ellos el Boston Common Assets, dedicado a la gestión de inversiones sociales y sostenibles, lo que implicaba 900.000 acciones, de las que 81.000 títulos eran propiedad de inversores españoles, denunciando la falta de respeto a los derechos básicos internacionalmente reconocidos a las poblaciones indígenas en la Amazonia. Pues bien,

el voto delegado de estas 900.000 acciones permitió tomar la voz en la Junta de Accionistas, aunque tan solo representaban el 0.06% del capital social<sup>16</sup>.

La evolución de estas estrategias ha sido la siguiente:



Fuente: Spainsif y Eurosif. 2016. Datos en millones de euros.

No obstante la evolución mostrada, conviene hacer necesarias advertencias en cuanto a su interpretación. Esto es así dado que la medición de estas estrategias es difícilmente cuantificable, dado que muchos de sus resultados afectan a la estrategia y comportamiento de las empresas y no tienen un componente monetario.

## 7. Integración ISR

Para concluir, la Integración ISR implica la inclusión ex-post de los criterios ASG en el proceso de análisis financiero. Esta estrategia, por lo tanto, supone la aplicación, una vez seleccionadas mediante criterios estrictamente financieros las empresas en las que se podría invertir, de un filtro ASG sobre las mismas para excluir aquellas que no cumplan con el criterio ASG del inversor.

Es decir, primero se seleccionan las empresas en las que invertir atendiendo a criterios financieros y, después, se seleccionan de entre ellas las que mejor se ajusten a los criterios ASG del inversor.

---

<sup>16</sup> ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA) (2009): *Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso*. P. 27. Documento nº5. Madrid.

## **CAPÍTULO V. INSTRUMENTOS DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE**

El objeto del apartado anterior ha sido mostrar cuales son las principales estrategias de ISR y la evolución de las mismas. El presente apartado pretende complementar la información anterior, mediante la explicación de algunos de los productos a través de los cuales se puede instrumentalizar las estrategias ISR.

### **1. Fondos de Inversión Socialmente Responsables**

Los fondos de inversión pueden definirse, según Bilbao et al. (2009), como Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), cuyo objetivo es dirigir el ahorro hacia aquellas empresas u organizaciones que, de acuerdo con el ideario ético del fondo, cumplan, a la hora de invertir, con los criterios en él reflejados<sup>17</sup>.

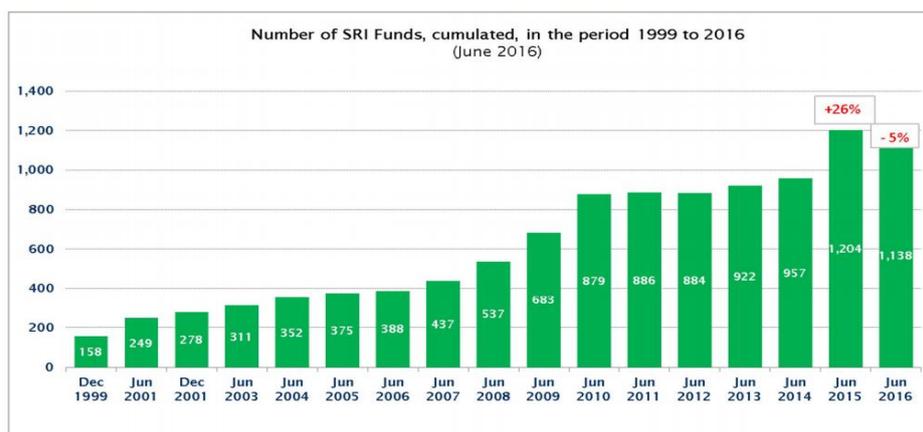
Lo primero que hay que adelantar es que este tipo de fondos van a ser iguales que los fondos convencionales, pero añaden los instrumentos o estrategias expuestos en el apartado anterior en el proceso de confección de su cartera. De esta forma, los fondos buscan la captación de ahorro de un gran número de inversores para invertirlos total o parcialmente en una cesta de distintos activos financieros como acciones, renta fija pública y privada o productos derivados y estructurados, de acuerdo con un criterios sociales.

La evolución de los fondos ha sido pareja a la evolución de las estrategias. En una primera etapa, los fondos ISR utilizaban en su selección de activos estrategias de Screening negativo. Posteriormente, conforme la ISR ha ido evolucionando, surgieron fondos que utilizan estrategias de Screening Positivo y Best-in-class. En la actualidad, hay fondos de todo tipo, incluyendo, por ejemplo, los que ejercen el activismo accionarial.

El número de fondos ISR en Europa (Figura 5.1), así como el volumen de patrimonio que controlan, ha crecido en los últimos años considerablemente:

---

<sup>17</sup> BILBAO, A. ARENAS, M.N., RODRÍGUEZ, M.V. Y CAÑAL, V., 2009: Selección de Carteras de Fondos de Inversión Socialmente Responsables mediante Programación por Metas con Tecnología Difusa, *Revista Electrónica de Comunicaciones y Trabajos de ASEPUMA* n° 10, 29-57



Fuente: VIGEOEIRIS. Green, Social and Ethical Funds in Europe. 2016 release. <http://ecodes.org/documentos/Green-Social-and-Ethical-funds.pdf>

Sí que se debe destacar una reducción del 5% del número de fondos de 2015 a 2016, pasando de 1.204 fondos a 1.138. No obstante, el patrimonio total gestionado por estos fondos sí que ha aumentado de 2015 a 2016, en concreto lo ha hecho en un 16%, pasando a gestionar un total de 158 mil millones de euros<sup>18</sup>.

### Fondos ISR más representativos en España

A continuación se van a mostrar algunos de los fondos ISR españoles más importantes, ya sea por patrimonio gestionado o por partícipes:

- **Fondo de Inversión Santander Responsabilidad Solidario<sup>19</sup>**. Es más conocido por Santander Responsabilidad Conservador, ya que esta era su denominación hasta que se produjo el cambio a la actual en Noviembre de 2016, en esta fecha también se produjo un cambio en su política de inversión, así como la fusión con otro fondo. Este fondo, perteneciente al Banco Santander, S.A. y es el más grande por patrimonio gestionado. En concreto, el fondo gestiona 979 millones de euros, que distribuye en un 30% en renta variable y un 70% en renta fija. Este fondo ISR ofrece las siguientes rentabilidades (Tabla 5.1):

<sup>18</sup> VIGEOEIRIS. Green, Social and Ethical Funds in Europe. 2016 release. <http://ecodes.org/documentos/Green-Social-and-Ethical-funds.pdf>

<sup>19</sup>

[http://www.santanderassetmanagement.es/csdlv/Satellite?appID=santander.wc.CFWCSAMQP02&c=Page&canal=CSAMWC&cid=1324569645451&empr=CFWCSAMQP02&leng=es\\_ES&pagename=CFWCSAMQP02%2FPPage%2FCFQP02\\_PageAplicacionExterna\\_PT5](http://www.santanderassetmanagement.es/csdlv/Satellite?appID=santander.wc.CFWCSAMQP02&c=Page&canal=CSAMWC&cid=1324569645451&empr=CFWCSAMQP02&leng=es_ES&pagename=CFWCSAMQP02%2FPPage%2FCFQP02_PageAplicacionExterna_PT5)

Periodo	Rentabilidad
Mensual	0,41%
Anual	2,81%
3 años	1,59%
5 años	15,75%

- **Fondo Bankinter Sostenibilidad**<sup>20</sup>. Este fondo gestiona 83 millones de euros y es el fondo más importante por el número de participantes. Los inversores que participan en este fondo representan el 50,9% del total de partícipes de fondos ISR.<sup>21</sup> Sus activos más importantes son acciones y efectivo, representado un 91% y 8% respectivamente del total del fondo. En cuanto a rentabilidades, teniendo en cuenta que el fondo presenta un perfil de riesgo alto (Tabla 5.2):

Tabla Periodo	Rentabilidad
Mensual	1,86%
Anual	16,40%
3 años	12,08%
5 años	11,42%

- **Fondo BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible**<sup>22</sup>. Este fondo gestiona, en total, 53 millones de euros. Este fondo invierte, principalmente, en sectores tecnológicos, financieros y sanitarios. Presenta las siguientes rentabilidades (Tabla 5.3):

Periodo	Rentabilidad
Mensual	0,96%
Anual	17,41%
3 años	7,45%
5 años	10,57%

## 2. Sistemas de selección de fondos ISR

---

<sup>20</sup>[https://lt.morningstar.com/1rsmhj5bdn/snapshot/snapshot.aspx?&SecurityToken=F0GBR04H3QJ2\]1\]FOESP\\$BAS\\_1344&c=nbol&ClearXrayPortfolioManagerApiInputData=true](https://lt.morningstar.com/1rsmhj5bdn/snapshot/snapshot.aspx?&SecurityToken=F0GBR04H3QJ2]1]FOESP$BAS_1344&c=nbol&ClearXrayPortfolioManagerApiInputData=true)

<sup>21</sup> FERRUZ AGUDO, L; RÍOS MANSO, C. (2016): *Fondos de Inversión Socialmente Responsable en Europa*. Revista Análisis Financiero nº 132. Págs. 6-17. España.

<sup>22</sup><https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/particular/fondos-inversion/ficha/4109/bolsa-desar.-sostenible-isr>

En este apartado se pretende mostrar el proceso de selección de un fondo ISR, mediante la utilización de una estrategia Best-in-class, a partir de la información proporcionada por la empresa Morningstar.

Como ya se ha expuesto, la estrategia Best-in-class, consiste en seleccionar las empresas que muestren un mejor desempeño ASG, para lo cual es necesario realizar un proceso de evaluación que permita establecer un ranking.

Si lo adaptamos al caso concreto de un fondo, sería establecer ese ranking para los mismos, mediante la evaluación del desempeño ASG del conjunto de activos que los integran. De esta forma, mediante la evaluación ASG de todas las empresas que forman los fondos será posible establecer una evaluación de los fondos más respetuosos con los criterios ASG.

En el mismo apartado, relativo a la estrategia Best-in-class, se ha hecho referencia a que existían diferentes vías para elaborar dicha clasificación, en concreto, elaborar la información por el propio inversor, utilizar un índice bursátil de sostenibilidad y, por último, servirse de la información elaborada por empresas de calificación.

En relación con esta última vía, se va a mostrar el sistema real de calificación ASG utilizado por Morningstar, empresa referente de calificación y valoración de fondos.

El **Rating de Sostenibilidad de Morningstar** evalúa la gestión de los criterios ASG de las empresas pertenecientes a un fondo y permite elaborar una clasificación de los mismos. A partir de los resultados, se asocian los fondos a una figura o icono que, como se mostrará más adelante, representa el mejor o peor desempeño ASG.

El punto de partida de este análisis es la información suministrada por la empresa Sustainalytics. Como ya se mencionó, esta empresa se dedica a la recopilación de información sobre diferentes empresas con el objetivo de que los inversores conozcan el desempeño ASG de las mismas y, de esta forma, poder ejecutar sus estrategias ISR.

Sustainalytics proporciona a Morningstar la **puntuación ASG** de alrededor de 4.500 empresas. No obstante, se debe tener en cuenta que esta puntuación es otorgada en función de la evaluación de los competidores de la empresa del mismo sector. Este hecho implica que, en un principio, la puntuación no es comparable para empresas que se encuentren en sectores diferentes, algo que va a ser determinante, ya que las carteras de los fondos de inversión, para reducir el riesgo, acostumbran a estar muy

diversificadas e incluyen empresas de sectores diferentes. Este hecho, como se mostrará a continuación, es objeto de tratamiento matemática para permitir la comparación de empresas de diferentes sectores.

Sustainalytics también incluye **evaluaciones sobre controversias** de alrededor de 10.000 empresas. Estas evaluaciones son los incidentes en los que las empresas están involucradas en relación con cuestiones ASG.

Pues bien, en un primer paso, partiendo de esta información, Morningstar elabora lo que denomina **Puntuación Morningstar de Sostenibilidad de la Cartera** y que se puede expresar en la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned} & \text{Puntuación de Sostenibilidad de la Cartera} \\ & = \text{Puntuación ASG de la Cartera} - \text{Deducciones por Controversias} \end{aligned}$$

El primer elemento a determinar de la ecuación es la Puntuación ASG de la Cartera. Como se ha comentado, se parte de la información de Sustainalytics que utiliza una combinación de indicadores para cada sector, de forma que dos empresas que tengan la misma puntuación pero que estén en sectores diferentes pueden no ser equivalentes. Para permitir la comparación, Morningstar realiza la normalización de la puntuación de cada empresa. De forma que:

$$Z_C = \frac{ASG_i - \mu_{sector}}{\sigma_{sector}}$$

Donde:

$ASG_i$  = Es la puntuación ASG proporcionada por Sustainalytics

$\mu_{sector}$  = Es la media del sector

$\sigma_{sector}$  = Es la desviación típica de la puntuación ASG de las compañías del sector.

Una vez que se ha normalizado, se lleva a una escala de puntuación ASG de 0 a 100, con una media de 100:

$$ASG_{norm_i} = 50 + 10Z_C$$

Tras la normalización, las puntuaciones ASG se agregan a la cartera del fondo utilizando una media ponderada por patrimonio o participación en el fondo.

$$ASG = \sum_{i=1}^n w_i ASGNorm_i$$

Por último, se calcula las **Deducciones por Controversias** que evalúan los incidentes en los que las empresas están involucradas, en relación con cuestiones ASG. Estas controversias se agrupan y clasifican por Sustainalytics en función de la gravedad y, posteriormente, Morningstar asigna una deducción que sigue un crecimiento exponencial, de forma que se castigue en mayor medida los incidentes más graves. Esta sería la tabla resumen del proceso (Tabla 5.4):

Categoría	Impacto	Puntuación	Deducción Aplicada por Morningstar
0	No existe controversia	0	0
1	Bajo	1	0.2
2	Moderado	20	4
3	Significativo	50	10
4	Alto	80	16
5	Severo	100	20

Fuente: Elaboración propia en base a Morningstar.

El total de deducciones vendría dado, igual que antes, por la suma de la media ponderada de las deducciones, en función del peso de cada empresa en la cartera del fondo.

Finalmente, Morningstar clasifica todos los fondos evaluados en 5 grupos distribuidos según una normal comparando la Puntuación de Sostenibilidad de la Cartera con el de los otros fondos. En función de la clasificación se asigna un icono (Figura 5.2):

Distribution	Score	Descriptive Rank	Rating Icon
Highest 10%	5	High	
Next 22.5%	4	Above Average	
Next 35%	3	Average	
Next 22.5%	2	Below Average	
Lowest 10%	1	Low	

Fuente: Morningstar

Este es el icono es utilizado ampliamente por los gestores de fondos ISR para mostrar el grado de respeto a los criterios ASG y se muestra junto a la información general de los fondos (inversión mínima, duración, rentabilidad, etc.).

Con este apartado, se ha querido tratar de mostrar todo lo que hay detrás del intuitivo icono.

En relación a los fondos mencionados con anterioridad, el fondo **Bankinter Sostenibilidad**, muestra en su presentación la máxima puntuación, es decir, los 5 iconos. El fondo **BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible** se sitúa por encima de la media con 4/5 iconos. El fondo del Santander aún no ha podido ser evaluado.

### 3. Otros instrumentos de Inversión Socialmente Responsable

Los fondos ISR son el principal instrumento de canalización ISR, no obstante, no son el único. En este apartado se van a exponer algunos otros instrumentos de ISR que, en general, no gestionan tanto capital como los fondos ISR, ni han alcanzado su repercusión pero que presentan una orientación más cercana al factor social que al financiero.

#### Fondos de Garantía de proyectos sociales

Este tipo de fondos encuentran su equivalente en los fondos de garantía recíproca y tienen por objeto facilitar el acceso al crédito a determinados colectivos excluidos. Estos fondos se constituyen por aportaciones privadas y permiten el acceso al crédito, mediante el otorgamiento de avales, a las pequeñas y medianas empresas, generalmente, del tercer mundo. Este tipo de fondos permite, además de la posibilidad de acceder a la financiación, la obtención de condiciones de financiación más favorables, con tipos de interés más bajos que los de mercado.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA) (2009): *Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso*. Documento nº5. Madrid.

### Vehículos de inversión en microfinanzas

Este tipo de instrumento es, en realidad, un tipo de fondo ISR, no obstante, presenta considerables diferencias. Estos fondos gestionan sus carteras de inversión con la finalidad de financiar a microempresas bajo el prisma de la intervención social, inversión en la comunidad o cooperación al desarrollo.

La AECA (2009) los define como herramientas de préstamo y asistencia financiera que se dirigen a los impulsores de microempresas con el objetivo de garantizar su autosuficiencia financiera, consolidar iniciativas ya existentes y transformar iniciativas del sector informal en empresas y estructuras organizadas.

En la promoción y desarrollo de este tipo de instrumentos financieros tiene un papel fundamental la asociación CGAP (*the Consultative Group to Assist the Poor*) que tiene por objeto permitir el acceso a los servicios financieros a la gente más necesitada.

En 2007, esta asociación publicó un informe<sup>24</sup> en el que analizaba la situación de los vehículos de inversión en microfinanzas y del que se pueden extraer las principales características de los mismos.

En este sentido, se afirmaba que la mayoría de este tipo de fondos (alrededor de un 86%) eran de tamaño reducido, esto es, gestionaban menos de 20 millones. En total, se contabilizaban 87 fondos de este tipo que ofrecían una rentabilidad de entre 2,6% y 5,1%.

### Cuentas corrientes y depósitos socialmente responsables

Los denominados «bancos éticos» y, en algún caso, los bancos tradicionales ofrecen cuentas corrientes y depósitos respetuosos con la ISR. Estas cuentas y depósitos presentan las mismas características que los convencionales con la diferencia de que se garantiza que con el depósito de esos ahorros se están financiando, exclusivamente, proyectos e iniciativas sostenibles.

---

<sup>24</sup> CGAP. Vehículo de Inversión en Microfinanzas. Abril de 2007. <https://www.cgap.org/sites/default/files/CGAP-Brief-Microfinance-Investment-Vehicles-Apr-2007-Spanish.pdf>

En España se puede destacar el papel del Banco *Triodos Bank* que ofrece todos los servicios de la banca tradicional pero incluyendo, en todo caso, criterios ISR.

Por ejemplo, sus cuentas y depósitos sirven para financiar proyectos sostenibles y, además, se permite que el inversor elija si desea que los intereses generados por estos depósitos se destinen a entidades como Intermón Oxfam, Greenpace, Unicef o Médicos Sin Fronteras.

También ofrecen hipotecas cuyas condiciones dependen de la certificación energética de la vivienda. De esta forma, se otorgarán condiciones de financiación más beneficiosas, mediante la aplicación de diferenciales en el tipo de interés aplicable, a aquellas hipotecas destinadas a la adquisición de viviendas que presenten un menor consumo energético y, por lo tanto, generen menores emisiones de CO<sub>2</sub>. El objetivo es promover la adquisición de viviendas respetuosas con el medio ambiente.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> <https://www.triodos.es/es/particulares/ahorro/hipoteca/por-que/>

## **CAPÍTULO VI. ANÁLISIS DE LA EFICIENCIA DE LA INVERSIÓN SOCIAL FRENTE A LA INVERSIÓN TRADICIONAL**

Las primeras líneas de este TFG manifestaban que el éxito de la ISR residía en el hecho de que permitía una mejora social, sin que eso supusiese un menor beneficio empresarial. En mi opinión, este hecho permitirá que la ISR siga creciendo e impregne la totalidad del tejido empresarial.

Por este hecho, la anterior afirmación tiene una gran trascendencia teórica y práctica y numerosos estudios empíricos han tratado de demostrar su veracidad.

En este sentido, como trabajo de referencia se puede destacar el artículo «Do Socially Responsible Investment Policies Add or Destroy European Stock Portfolio Value?»<sup>26</sup>

El objetivo del estudio es tratar de determinar si los fondos formados por activos respetuosos con los criterios ASG implican un sacrificio de beneficio por parte del inversor o si, por el contrario, son rentables y aportan un mayor valor.

Para la consecución de este objetivo el estudio parte de la información sobre la evaluación ASG efectuada por Sustainalytics, empresa a la que ya se ha venido haciendo mención como empresa de referencia en la valoración del desempeño ASG de empresas.

A partir de la evaluación ASG de Sustainalytics, se procede a la construcción de la cartera del fondo mediante la aplicación del Screening negativo. Se considera que el screening negativo permite una mejor comparación de rentabilidades, ya que un Screening positivo que seleccionase los activos con mejores evaluaciones ASG limitaría las ventajas de reducción de riesgo derivadas de una mayor diversificación de la cartera.

Por otro lado, como benchmark se utiliza una cartera diversificada de un tamaño similar a la que se ha construido en el primer paso, formada por activos que normalmente forman parte de aquellas carteras que no tienen en cuenta criterios ASG.

Como paso final, se compara el índice de Sharpe de ambos tipos de carteras. El índice de Sharpe se corresponde con el «valor de una prima de rendimiento con respecto a la

---

<sup>26</sup> Auer, B.R. (2014): *Do Socially Responsible Investment Policies Add or Destroy European Stock Portfolio Value?* Springer Science+Business. Alemania.

rentabilidad libre de riesgo y por unidad de riesgo total de la cartera»<sup>27</sup> y su expresión es:

$$S_p = \frac{E(R_p) - R_f}{\sigma_p}$$

Es decir, cuanto mayor es el índice mejor será la relación entre la rentabilidad de la cartera y el riesgo de la misma, por lo que, lógicamente, serán mejor valoradas por el inversor las carteras con un mayor índice de Sharpe.

Las conclusiones del estudio son muy interesantes. La comparación entre diferentes carteras demuestra que la utilización de determinadas estrategias de ISR, como el Screening negativo, presenta un beneficio significativamente mayor que el fondo benchmark de referencia que no toma en consideración criterios ASG. Por el contrario, se llega a la conclusión contraria en caso de utilizar un Screening positivo.

De entre los tres criterios principales de la ISR, esto es, sociales, ambientales y de buen gobierno, los sociales y medioambientales, las carteras formadas atendiendo a criterios sociales y medioambientales ofrecen un beneficio similar al fondo benchmark, mientras que los criterios de buen gobierno ofrecen la mejor rentabilidad y superan la rentabilidad de la cartera de referencia.

Estas conclusiones, por lo tanto, son muy interesantes pero no se debe olvidar que son resultado de un estudio teórico. Por este motivo, para complementar el estudio de la rentabilidad de los fondos ISR es necesario comparar estos resultados teóricos con el comportamiento real de los fondos ISR en el mercado.

En este sentido, es de gran interés el artículo «Fondos de Inversión Socialmente Responsable en Europa»<sup>28</sup>, del que, a continuación, se extraen las principales conclusiones.

El estudio analiza, entre otros aspectos, el comportamiento de los fondos ISR domiciliados y gestionados en España.

---

<sup>27</sup> FERRUZ AGUDO, L; DE PABLO LÓPEZ, A. (2008): *Finanzas de Empresa*. Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, S.A. Madrid. p. 224.

<sup>28</sup> FERRUZ AGUDO, L; RÍOS MANSO, C. (2016): *Fondos de Inversión Socialmente Responsable en Europa*. Revista Análisis Financiero nº 132. Págs. 6-17. España.

La crisis económica ha tenido una incidencia negativa en este tipo de fondos, de esta forma, en 2008, todos los fondos ISR, con excepción del fondo Bankinter Sostenibilidad, presentaban rentabilidades negativas. En el año 2009 las rentabilidades mejoraron para volver a empeorar en el año 2011. Desde el 2012 estos fondos presentaron, en general, rentabilidad positiva. El gráfico que resume la evolución de la rentabilidad de los principales fondos ISR se presenta como ANEXO II.

De nuevo, en la comparación y análisis de fondos es de gran utilidad el uso del índice de Sharpe, por lo que el artículo calcula el valor para los principales fondos ISR, valores que se adjuntan como ANEXO III.

Los cálculos muestran que, salvo para un fondo, los valores del índice de Sharpe son positivos pero menores que 1, es decir, ofrecen rentabilidades inferiores al riesgo asumido. No obstante, la mayoría de fondos ISR presentan valores muy cercanos a 1.

El fondo con mejor índice es el Fondo Bankinter Sostenibilidad, al que ya se hizo referencia en otros apartados, y, a su vez, presenta, la mayor volatilidad, es decir, el mayor riesgo.

En definitiva, los estudios y los datos muestran que los fondos ISR son un activo que puede ser igual de rentable o más que los fondos tradicionales. De esta forma, su desarrollo reside en el fomento de una cultura financiera de los inversores que incluya criterios sociales, medioambientales y de buen gobierno. En consecuencia, se vuelve a justificar la relevancia de este TFG como una vía más para alcanzar este objetivo.

## **CAPÍTULO VII. PROPUESTA DE MEJORA Y DESARROLLO DE LA ISR EN LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS**

En este apartado se pretende introducir una propuesta que busca afrontar algunos de los puntos débiles de la ISR surgidos durante la investigación. A lo largo del estudio se ha puesto de manifiesto que la ISR tiene su máximo exponente en los fondos ISR que incluyen en sus carteras activos de empresas que siguen criterios ASG. No obstante, estos fondos están conformados por grandes empresas. Por otro lado, las empresas de calificación ofrecen información ASG sobre las empresas más grandes, por lo que los inversores que respetan estos principios en sus inversiones canalizan la inversión hacia estas empresas.

En este contexto, salvo por determinadas estrategias, las pequeñas y medianas empresas quedan, en general, excluidas de la ISR. Lo que se pretende presentar es un sistema que permita, por un lado, potenciar el acceso de las pequeñas y medianas empresas a este tipo de inversión y, por otro, seguir impulsando el desarrollo de la misma.

Además, con estas medidas se permitiría de forma indirecta mejorar el problema del acceso a la financiación por parte de pequeñas y medianas empresas.

En concreto, el sistema planteado parte de la base que el problema principal es de identificación de aquellas empresas que siguen criterios ASG, junto con la falta de incentivos para invertir en empresas pequeñas y medianas. Para poner remedio a esto, el sistema incluye, por un lado, medidas de certificación ASG y, por otro, incentivos fiscales.

Lo que se propone es la creación de un sistema normalizado de calificación y certificación, en el que la inclusión en el mismo implique la garantía de cumplimiento de unos estándares ASG, por parte de las empresas.

Una posibilidad sería encomendar la tarea a la Asociación Española de Normalización que podría determinar los criterios que se deben cumplir, así como establecer un sistema de evaluación y supervisión de las empresas para expedir certificados que garanticen el cumplimiento de los criterios ASG.

Esta certificación sería una garantía para el inversor con criterios ASG y permitiría visibilizar aquellas empresas comprometidas con el respeto de este tipo de criterios, con las ventajas que, en cuanto a percepción por el consumidor, esto podría implicar

El segundo tipo de medidas enlazan con la anterior, son de carácter fiscal y afectarían a la tributación de las personas físicas y jurídicas, mediante la introducción de deducciones aplicables en el Impuesto de la Renta de las Personas Físicas y en el Impuesto de Sociedades.

En el artículo 68 de la Ley sobre el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, se establece como deducción aplicable a la cuota íntegra estatal, la deducción por inversión en empresas de nueva o reciente creación. Pues bien, en esta deducción tiene clara manifestación el papel e importancia de la fiscalidad en la política económica, ya que se fomenta el emprendimiento y la creación de nuevas empresas que permitan reactivar la economía. Esta deducción permite ahorrar hasta un 20% del total de la inversión realizada, con un máximo de 50.000 euros.

Con un propósito parejo, la medida propuesta pasaría para la inclusión de una deducción, ya sea autonómica o estatal, que permitiese una reducción de la cuota íntegra del IRPF por inversiones realizadas en empresas que contasen con la certificación propuesta como medida anterior.

Se debería estudiar el porcentaje aplicable, el máximo deducible, así como el establecimiento de un tamaño máximo de empresa para el que la deducción sea aplicable, en cifra de negocios, tamaño de activo o número de trabajadores, para cumplir con la naturaleza de la medida de fomento de la ISR en las pequeñas y medianas empresas.

De igual forma, se establecería una deducción similar en el Impuesto de Sociedades para fomentar la ISR proveniente de empresas hacia otras empresas de tamaño reducido.

Esta deducción sería aplicable tanto a los nuevos inversores que entrasen en el accionariado de una empresa que contase con la certificación propuesta, como a los fundadores y, por lo tanto, accionistas de nuevas empresas que, en plazo de tiempo a concretar desde la fundación, obtuviesen la certificación.

De esta forma, además de una modalidad de ISR se fomentaría el respeto de estos criterios sociales medioambientales y de gobierno en las empresas.

Se considera que la medida propuesta podría tener un impacto muy positivo en el desarrollo de la ISR, y en la economía en general. Por este motivo, se debe resaltar el

hecho de que, tras el análisis de la bibliografía de referencia, no se han encontrado propuestas en esta línea que fomenten la ISR.

En este sentido, cabe mencionar, como obra de referencia, la del premio Nobel de economía James Mirrlees, «Diseño de un sistema tributario óptimo»<sup>29</sup>. En la obra se realiza una completa revisión del sistema impositivo de Reino Unido y, tras su estudio, se puede resaltar la ausencia del tipo de medidas anteriormente propuestas.

La obra se centra, entre otras medidas, en la imposición medioambiental como una forma de combatir las posibles externalidades negativas que la actuación empresarial tiene. No obstante, no incluye propuestas para fomentar el cambio empresarial hacia el respeto de los criterios ASG.

De la obra sí que se puede extraer interesantísimas conclusiones como el hecho de que un sistema impositivo puede cambiar el comportamiento de los agentes económicos, mediante la internalización de los costes de las externalidades que, de otra forma, no se tendrían en cuenta.

---

<sup>29</sup> MIRRLEES, J. 2011: *Diseño de un sistema tributario óptimo*. Editorial Universitaria Ramón Areces, Madrid.

## **CAPÍTULO VIII. CONCLUSIONES**

Este TFG ha tratado de analizar las cuestiones más relevantes ligadas a la ISR para poder proporcionar una visión general de la misma. A su vez, y en relación con los objetivos que se establecían en las primeras líneas, el Trabajo busca ser una vía más de difusión de la ISR, además de tratar de fomentar un cambio en la cultura financiera del inversor. Sin duda alguna, se trata de un ambicioso objetivo para la publicidad que un Trabajo de estas características puede alcanzar.

En lo que a los objetivos más específicos se refiere, sí que se puede afirmar el Trabajo ha alcanzado un alto nivel de consecución. Se ha podido establecer el marco general de funcionamiento de la ISR, se ha podido demostrar la eficiencia de este tipo de inversión frente la inversión tradicional y, a su vez, se ha propuesto alguna medida de mejora que permita el desarrollo y consolidación de la ISR en España.

Las principales conclusiones se han ido manifestando a lo largo de todo el trabajo, expresándose aquellas ideas y aspectos que se consideran más relevantes y trascendentes. No obstante, como cierre del trabajo, las próximas líneas recapitulan y subrayan aquellas conclusiones y reflexiones que se han alcanzado tras la elaboración del mismo.

El estudio de la ISR, así como la plasmación del mismo en este Trabajo, demuestra que se trata de una materia de una gran relevancia, capaz de modificar la actividad empresarial tal y como la conocemos, justificando, de esta forma, la pertinencia de este Trabajo. Lo más trascendente de la ISR es, en mi opinión, la posibilidad de conseguir una mejora social y ambiental, mediante una mejora del beneficio económico. La realidad es que en muchas ocasiones se contraponen los intereses sociales y ambientales con los económicos y, generalmente, priman los económicos. De esta forma, la posibilidad de que los dos tipos de interés vayan en la misma dirección puede suponer un verdadero cambio de la economía.

No obstante, a pesar de lo anterior, es necesario el fomento de este tipo de inversión por parte de instituciones, sector académico, profesionales, etcétera. Además, tras el estudio de la ISR se constata la falta de regulación que promueva estas prácticas.

En relación con la anterior y con la propuesta de mejora, el hecho de que tras la revisión de la bibliografía de referencia en materia fiscal, no se hayan apreciado

reformas similares debe ser, en mi opinión, firmemente criticado si se tiene en cuenta la importancia de la ISR, la necesidad de su desarrollo, así como el papel social y transformador que el sistema impositivo tiene.

En conclusión, el diseño de un sistema tributario moderno óptimo debería incluir propuestas que fomentasen una conducta empresarial respetuosa con los criterios ASG, permitiendo de esta forma el desarrollo y generalización de la ISR.

Por otro lado, se ha detectado un cierto abuso a la hora utilizar y calificar la inversión de las empresas como socialmente responsable. En determinadas ocasiones, se utilizan criterios muy laxos y que incluso desvirtúan los principios de la ISR y autocalifican las inversiones como ISR. Por ejemplo, como ya se ha mencionado en el correspondiente apartado, utilizando criterios negativos de exclusión que en realidad no modifican el comportamiento inversor, respecto de la estrategia inversora que se seguiría si no se respetasen los supuestos criterios ISR. La calificación ISR debe implicar auténticas prácticas respetuosas con los principios ASG que supongan un cambio en la cultura financiera. Una posible solución a esto sería oficializando los sistemas de calificación ISR, como se señala en la propuesta de mejora, de forma que se eviten estas prácticas.

No obstante lo anterior, es evidente que nos encontramos ante una materia de una enorme transcendencia pero que requiere de un importante impulso que permita cambiar la cultura financiera tradicional, fuertemente arraigada en los inversores.

Si existe este fomento, es de esperar que la ISR siga creciendo a ritmos exponenciales y alcance un nivel en el que, quizás, se produzca un cambio del comportamiento empresarial que redunde en una mejora social y ambiental sin precedentes. Sin duda, en la mano de todos los actores sociales y económicos reside la posibilidad de conseguirlo.

## CAPÍTULO IX. BIBLIOGRAFÍA

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA) (2004): *Marco Conceptual de la Responsabilidad Social Corporativa*. Documento nº1. Madrid.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS (AECA) (2009): *Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso*. Documento nº5. Madrid.

AUER, B.R. (2014): *Do Socially Responsible Investment Policies Add or Destroy European Stock Portfolio Value?* Journal of Business Ethics. DOI 10.1007/s10551-014-2454-7. Alemania.

BILBAO, A. ARENAS, M.N., RODRÍGUEZ, M.V. Y CAÑAL, V., 2009: *Selección de Carteras de Fondos de Inversión Socialmente Responsables mediante Programación por Metas con Tecnología Difusa*. Revista Electrónica de Comunicaciones y Trabajos de ASEPUMA. nº 10, Págs. 29-57.

CGAP. Vehículo de Inversión en Microfinanzas. Abril de 2007. <https://www.cgap.org/sites/default/files/CGAP-Brief-Microfinance-Investment-Vehicles-Apr-2007-Spanish.pdf> [Consulta: Noviembre 2017]

ECONOMISTAS SIN FRONTERAS (2017): *La Inversión de Impacto*. Dossieres ESF nº27, Otoño 2017.

EUROSIF. European SRI Study (2016). <http://www.eurosif.org/sri-study-2016/> [Consulta: Noviembre 2017]

EUROSIF. Socially Responsible Investment among European Institutional Investors. 2003 Report. <http://www.eurosif.org/sri-study-2003/> [Consulta: Noviembre 2017]

FERRUZ AGUDO, L.; CORRAL OREA, A. (2015): *La Inversión Socialmente Responsable: estrategias, políticas y criterios de inversión*. Revista Análisis Financiero nº 127. Págs. 1-15. España.

FERRUZ AGUDO, L.; DE PABLO LÓPEZ, A (2008): *Finanzas de Empresa*. Editorial Centro de Estudios Ramón Areces, S.A. Madrid.

FERRUZ AGUDO, L; RÍOS MANSO, C. (2016): *Fondos de Inversión Socialmente Responsable en Europa*. Revista Análisis Financiero nº 132. Págs. 6-17. España.

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE. 2016 Global Sustainable Investment Review. [http://www.ussif.org/files/Publications/GSIA\\_Review2016.pdf](http://www.ussif.org/files/Publications/GSIA_Review2016.pdf) [Consulta: Octubre 2017]

MARGOLIS, J (2009): *Does It Pay To Be Good... And Does It Matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance*. SSRN.

MIRRELES, J. (2011): *Diseño de un sistema tributario óptimo*. Editorial Universitaria Ramón Areces, Madrid.

Página Web de BBVA Asset Managment: <https://www.bbvaassetmanagement.com/am/am/es/es/particular/fondos-inversion/ficha/4109/bolsa-desar.-sostenible-isr> [Consulta: Diciembre 2017]

Página Web de INVERCO: <http://www.inverco.es/> [Consulta: Octubre 2017]

Página Web de Morningstar: [https://lt.morningstar.com/1rsmhj5bdn/snapshot/snapshot.aspx?&SecurityToken=F0GBR04H3Q\]2\]1\]FOESP\\$\\$BAS\\_1344&c=nbol&ClearXrayPortfolioManagerApiInputData=true](https://lt.morningstar.com/1rsmhj5bdn/snapshot/snapshot.aspx?&SecurityToken=F0GBR04H3Q]2]1]FOESP$$BAS_1344&c=nbol&ClearXrayPortfolioManagerApiInputData=true) [Consulta: Octubre 2017]

Página Web de Santander Asset Managment: [http://www.santanderassetmanagement.es/csdlv/Satellite?appID=santander.wc.CFWCSAMQP02&c=Page&canal=CSAMWC&cid=1324569645451&empr=CFWCSAMQP02&leng=es\\_ES&pagename=CFWCSAMQP02%2FPPage%2FCFQP02\\_PageAplicacionExterna\\_PT5](http://www.santanderassetmanagement.es/csdlv/Satellite?appID=santander.wc.CFWCSAMQP02&c=Page&canal=CSAMWC&cid=1324569645451&empr=CFWCSAMQP02&leng=es_ES&pagename=CFWCSAMQP02%2FPPage%2FCFQP02_PageAplicacionExterna_PT5)

Página Web de Triodos Bank: <https://www.triodos.es/es/particulares/>

Página Web de Vigeo Eiris: <http://www.vigeo-eiris.com/> [Consulta: Diciembre 2017]

SPAINSIF. Estudio Spainsif: La Inversión Socialmente Responsable en España (2016). [http://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm\\_uploads/2017/01/estudio-spainsif-2016.pdf](http://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm_uploads/2017/01/estudio-spainsif-2016.pdf) [Consulta: Noviembre 2017]

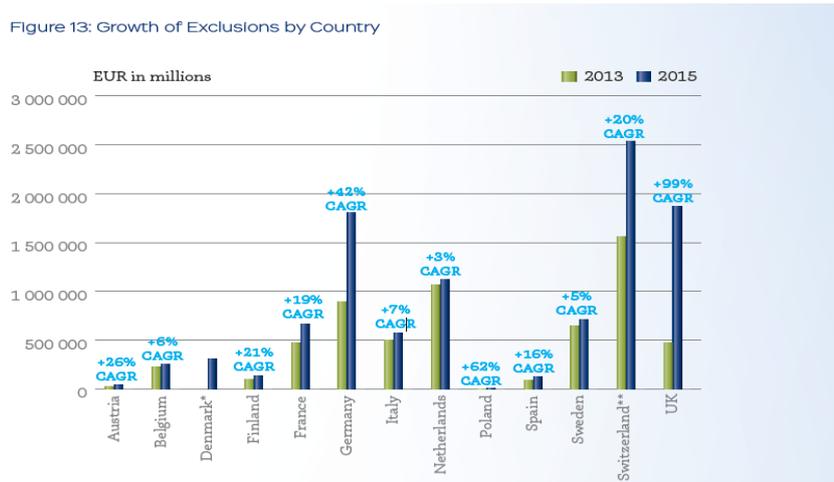
SPAINSIF. Manual de la Inversión Socialmente Responsable. <http://www.spainsif.es/publicaciones/> [Consulta: Octubre 2017]

VIGEOEIRIS. Green, Social and Ethical Funds in Europe. 2016 release. <http://ecodes.org/documentos/Green-Social-and-Ethical-funds.pdf>. Octubre de 2016 [Consulta: Diciembre 2017]

## ANEXOS

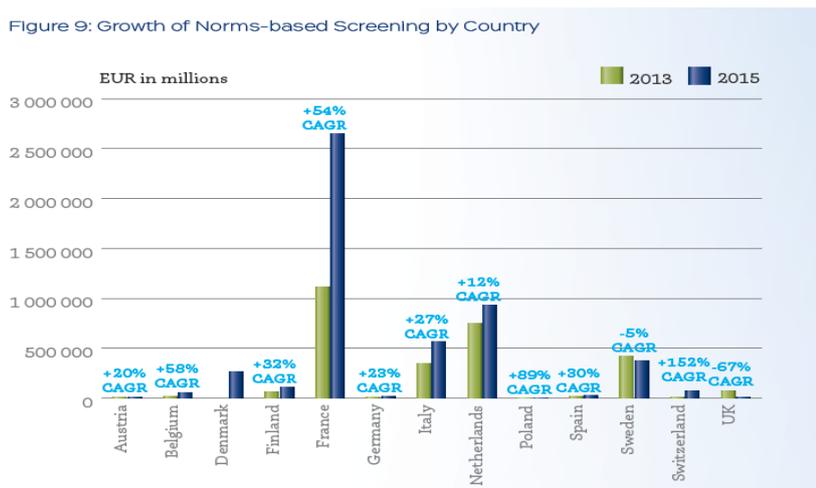
### Anexo I. Evolución de las estrategias de la ISR en diferentes países de Europa.

Evolución de las estrategias de exclusión en diferentes países de Europa entre 2013-2015.



Fuente: EUROSIF. European SRI Study (2016). <http://www.eurosif.org/sri-study-2016/>

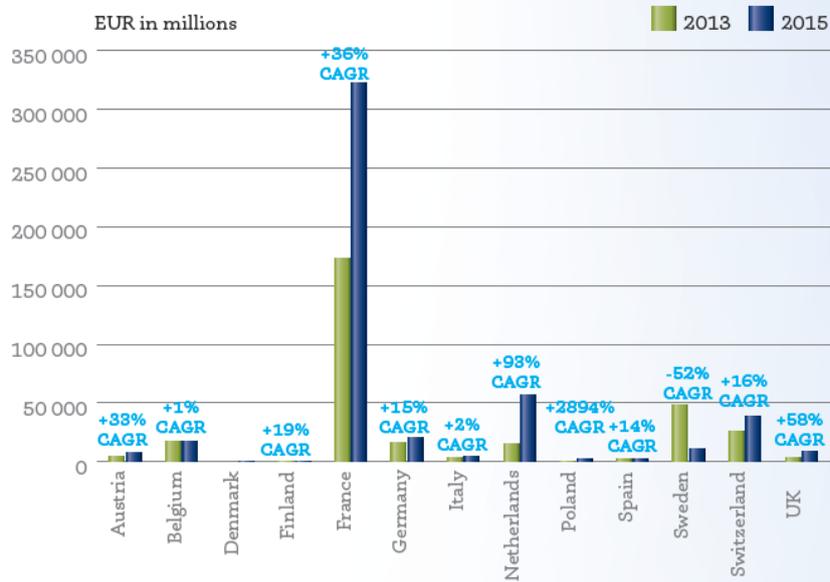
Evolución de las estrategias de Screening basado en Normas en diferentes países de Europa entre 2013-2015



Fuente: EUROSIF. European SRI Study (2016). <http://www.eurosif.org/sri-study-2016/>

Evolución de las estrategias de Best-in-Class en diferentes países de Europa entre 2013-2015.

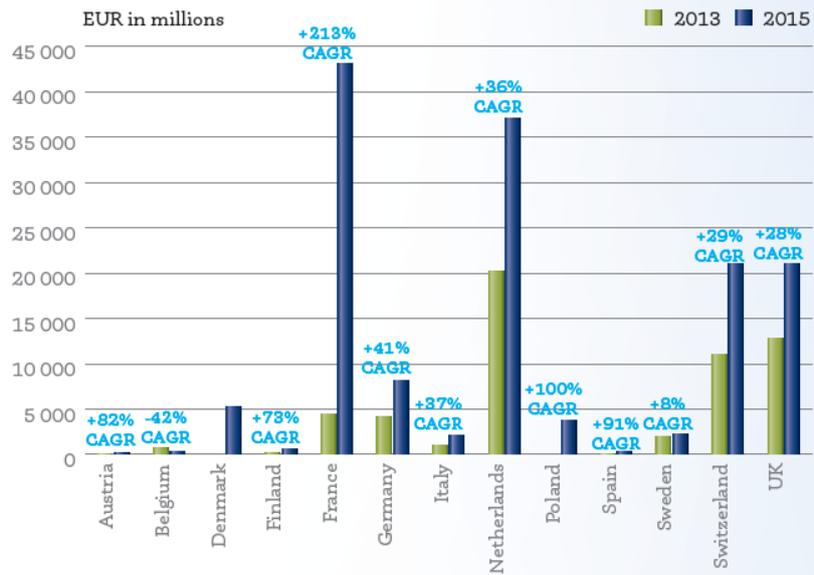
Figure 3: Growth of Best-In-Class Investments by Country



Fuente: EUROSIF. European SRI Study (2016). <http://www.eurosif.org/sri-study-2016/>

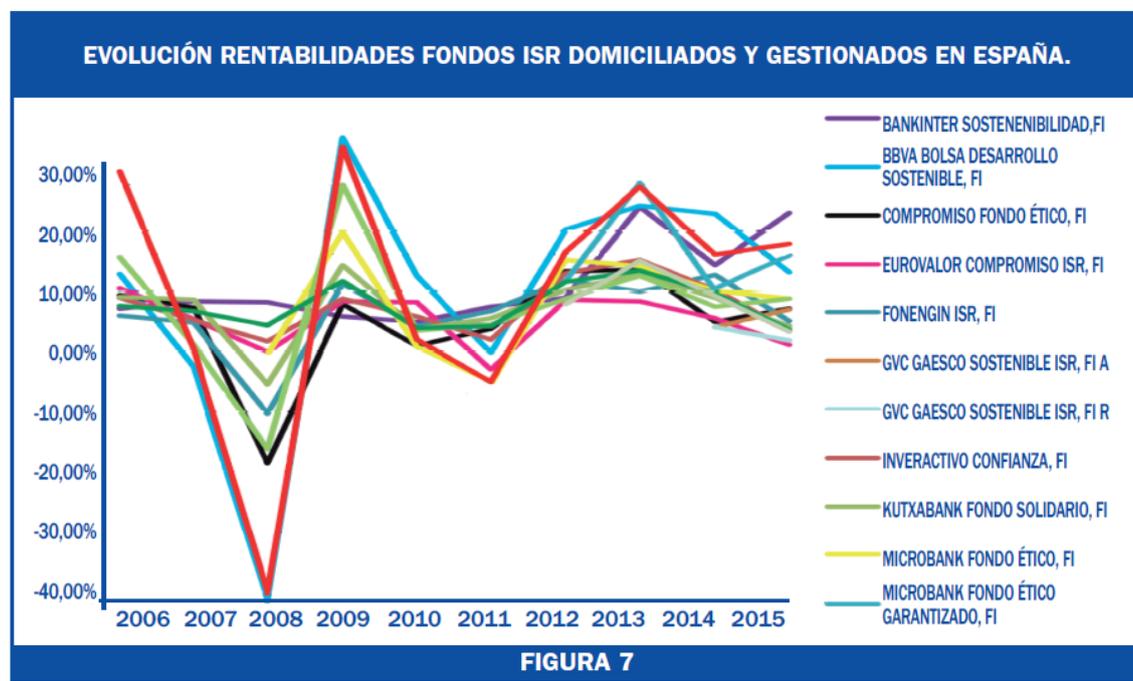
Evolución de las estrategias Inversión Temática en diferentes países de Europa entre 2013-2015.

Figure 5: Growth of Sustainability Themed Investments by Country



Fuente: EUROSIF. European SRI Study (2016). <http://www.eurosif.org/sri-study-2016/>

## Anexo II. Evolución de la rentabilidad de los fondos ISR



Fuente: FERRUZ AGUDO, L; RÍOS MANSO, C. (2016): *Fondos de Inversión Socialmente Responsable en Europa*. Revista Análisis Financiero nº 132. Pág. 15. España.

### **Anexo III. Índices de Sharpe de los principales Fondos ISR**

	Sharpe	Volatilidad	Rentabilidad media (3 años)
Bankinter sostenibilidad	0,80	13,43%	11,34%
BBVA bolsa desarrollo sostenible	0,65	12,89%	8,76%
Compromiso fondo ético	0,31	4,92%	1,57%
Eurovalor compromiso ISR	-0,05*	4,58%	-0,22%
Fonengín ISR	0,70	3,89%	2,77%
GVC gaesco sostenible ISR A**			
GVC gaesco sostenible ISR R**			
Inveractivo confianza	0,77	3,55%	2,77%
Kutxabank fondo solidario	0,66	4,38%	2,92%
Microbank fondo ético	0,63	6,20%	3,98%
Microbank fondo ético garantizado**			
Sabadell Inversión ética y solidaria	0,80	3,55%	2,87%
Santander responsabilidad conservador	0,76	2,90%	2,23%
Santander solidario dividendo Europa	0,68	11,85%	8,39%
Segurfondo ético cartera flexible	0,58	5,64%	3,35%

Fuente: FERRUZ AGUDO, L; RÍOS MANSO, C. (2016): *Fondos de Inversión Socialmente Responsable en Europa*. Revista Análisis Financiero nº 132. Pág. 17. España.