



¹
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
ICADE E-6

LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE: LOS FONDOS SOSTENIBLES Y SU RENTABILIDAD

Autor/a: Jose Ignacio de Santiago Vaquerizo
Director/a: Susana de los Ríos Sastre

RESUMEN

Este trabajo se desarrolla en el ámbito de la inversión socialmente responsable, cuyo protagonismo en el mercado está creciendo en las últimas décadas. En concreto, el objetivo de este trabajo es estudiar las principales características de los denominados fondos sostenibles, para conocer mejor este nuevo estilo de inversión y comprobar si estos instrumentos financieros son capaces de generar una rentabilidad similar a la de los fondos de inversión tradicionales. Con esta finalidad, se ha realizado un estudio empírico con una pequeña muestra de fondos de inversión sostenibles, para analizar su rentabilidad durante los últimos tres años y compararlos con otros fondos similares más convencionales. Complementariamente, se ha realizado otro análisis similar, con índices en vez de fondos, añadiendo así una variable geográfica. Los primeros resultados obtenidos sugieren la existencia de una gran semejanza entre ambos tipos de fondos, en términos de rentabilidad, aunque son significativas las diferencias entre regiones en el comportamiento de la inversión sostenible

Palabras claves: Inversión socialmente responsable, Fondo de inversión, Responsabilidad social corporativa, Rentabilidad

ABSTRACT

This paper is carried out in the field of socially responsible investment, whose role in the market has been growing in recent decades. Specifically, the aim of it is to study the main characteristics of the so-called sustainable funds, in order to gain a better understanding of this new style of investment and to observe whether these financial instruments are capable of generating a return similar to that of traditional investment funds. To this end, an empirical study has been elaborated with a small sample of sustainable funds, to analyze their profitability over the last three years and compare them with similar conventional funds. Moreover, thanks to a similar analysis made with indexes, a geographical variable was added. The first results obtained suggest the existence of a great similarity between both types of funds, in terms of profitability, although the differences between regions in the behavior of sustainable investment are significant.

Key words: Socially responsible investment, Investment funds, Corporate social responsibility, Profitability

I. TABLA DE CONTENIDOS	
RESUMEN	2
ABSTRACT	2
I. TABLA DE CONTENIDOS	3
II. TABLA DE ILUSTRACIONES	4
III. INTRODUCCIÓN	5
III.1 Contextualización y justificación.....	5
III.2 Objetivos.....	7
III.3 Estructura del trabajo	8
IV. MARCO TEÓRICO	10
IV.1 La Inversión Socialmente Responsable	10
IV.1.1 Historia y evolución de la ISR.....	10
IV.1.2 Estrategias de la ISR.....	12
IV.1.3 Instrumentos y agentes presentes en la ISR.....	15
IV.2 Fondos Socialmente Responsables	19
IV.2.1 Elementos diferenciadores de los fondos sostenibles.....	19
IV.2.2 Rentabilidad de un fondo sostenible y sus dos grandes debates.....	21
V. ANÁLISIS COMPARATIVO ENTRE LOS FONDOS CONVENCIONALES Y LOS FONDOS SOSTENIBLES	28
V.1 Estudio comparativo de los fondos best-in-class	28
V.1.1 Metodología.....	28
V.1.2 Resultados del estudio	35
V.2 Estudio comparativo de índices de ambas categorías	39
V.2.1 Metodología.....	39
V.2.2 Resultados del estudio	42
VI. CONCLUSIONES	45
VII. BIBLIOGRAFÍA	48
VIII. ANEXOS	51
VIII.1 Explicación de la división realizada por Eurosif	51
VIII.2 Funcionamiento del <i>rating</i> de sostenibilidad de Morningstar	52

II. TABLA DE ILUSTRACIONES

Figura 1: La Inversión Socialmente Responsable norteamericana (I).....	5
Figura 2: La Inversión Socialmente Responsable norteamericana (II)	6
Tabla 1: Ejemplos de criterios excluyentes o valorativos	15
Figura 3: Elementos de un fondo de inversión socialmente responsable	20
Figura 4: Metodología de Análisis de SAM.....	22
Tabla 2: Metodología de Análisis de ASSET 4.....	23
Tabla 3: Valoración de KLD Research & Analytics INC	23
Figura 5: Distribución de los fondos entre las diferentes categorías.....	29
Figura 6: <i>Rating</i> Morningstar	30
Tabla 4: Comparativa Fondos <i>best-in-class</i> y Fondos convencionales (I).....	31
Tabla 5: Comparativa Fondos <i>best-in-class</i> y Fondos convencionales (II)	32
Tabla 6: Comparativa sobre las comisiones cobradas	33
Tabla 7: Rentabilidades comparadas entre ambos estilos de inversión (I).....	34
Tabla 8: Rentabilidades comparadas entre ambos estilos de inversión (II)	35
Figura 7: Tipo de comisión cobrada	36
Figura 8: Fondos ISR con mayor rentabilidad que su comparable.....	37
Figura 9: Comparativa de las rentabilidades presentadas como conjunto (%).....	38
Figura 10: Comparativa de las rentabilidades con el impacto de las comisiones (%)....	39
Tabla 9: Descripción de los Índices.....	40
Tabla 10: Índices comparados	41
Figura 11: Índices sostenibles que baten a su comparable	42
Figura 12: Evolución de la rentabilidad comparada por regiones (%)	44
Figura 13: Resumen de la clasificación del Eurosif	51
Figura 14: Un proceso en dos etapas	52
Figura 15: El <i>Rating</i> de Sostenibilidad Morningstar	53

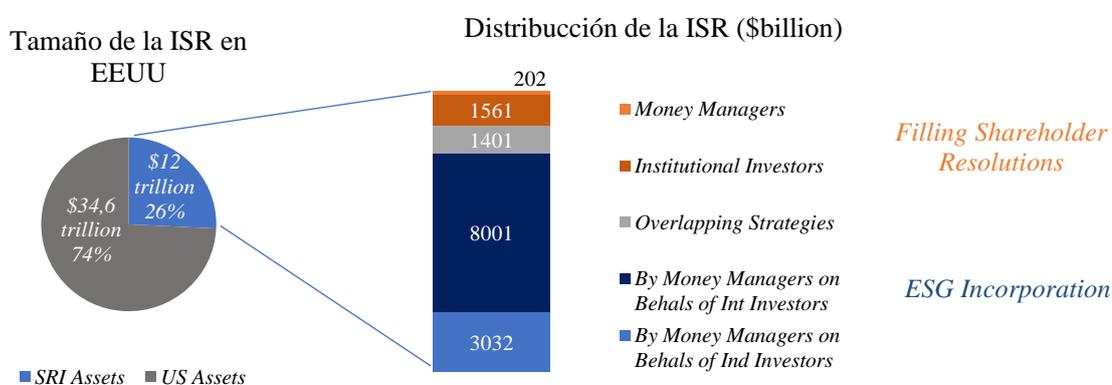
III. INTRODUCCIÓN

III.1 Contextualización y justificación

En las últimas décadas, los mercados financieros han experimentado una pequeña revolución. Hasta el momento, el público general y los propios inversores veían en ellos un único objetivo: generar beneficios. Sin embargo, debido a la aparición de movimientos sociales en un marco de mayor concienciación, los inversores han comenzado a demandar otro tipo de operación, no solamente capaz de producir una rentabilidad económica sino también de tener un impacto positivo en la sociedad (Fraser, Stefanie, Mylene, & Nicholas, 2016). Este nuevo tipo de inversión se conoce como la inversión socialmente responsable/inversión sostenible (ISR), la cual se define como un proceso de inversión que considera los consecuencias sociales y ambientales que surge como resultado de las inversiones, tanto de efecto positivo como negativo, dentro de un contexto de riguroso análisis financiero (Social Investment Forum, 2006).

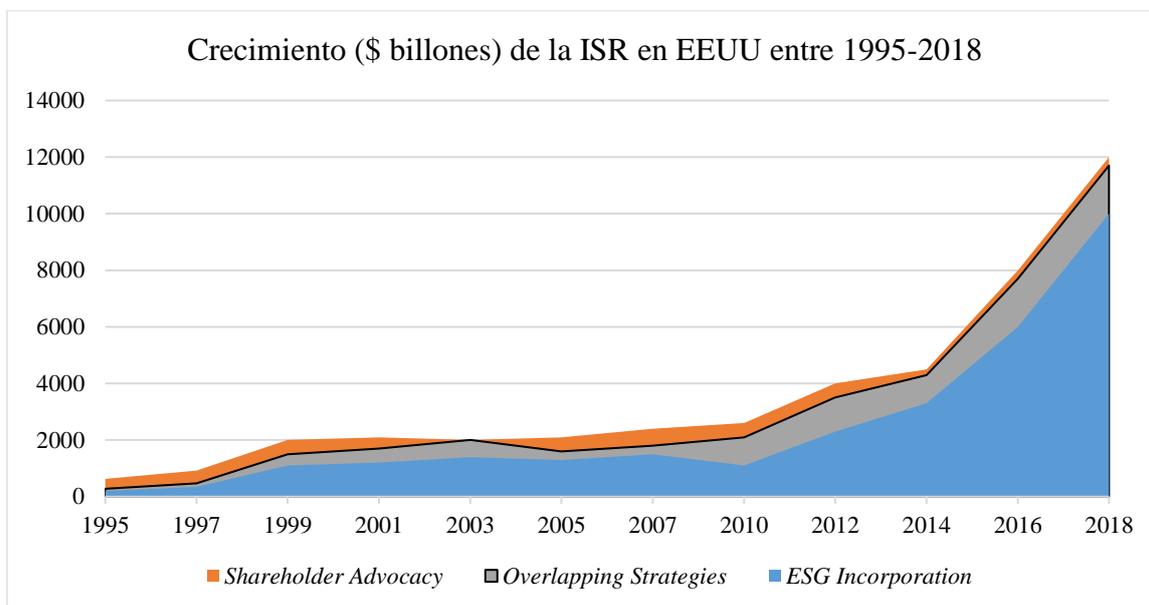
Una muestra de este cambio es el crecimiento del capital destinado a este nuevo formato de inversión en los Estados Unidos. En el mercado americano, la ISR ha experimentado una tasa de crecimiento compuesto anual del 13,6% desde 1994 hasta 2018. En términos monetarios, esto supone un crecimiento de los 639 billones de dólares a casi 12 trillones de dólares. Consecuentemente, la ISR representa en la actualidad casi el 25% del capital invertido en el país (US / SIF Foundation, 2018). A continuación, se presenta una serie de gráficos que buscan reflejar esta nueva tendencia en el mercado norteamericano.

Figura 1: La Inversión Socialmente Responsable norteamericana (I)



Fuente: Elaboración propia basada en la información obtenida (US / SIF Foundation, 2018)

Figura 2: La Inversión Socialmente Responsable norteamericana (II)



Fuente: Elaboración propia basada en la información obtenida (US / SIF Foundation, 2018)

De forma paralela, esta nueva actitud ha causado un cambio en las empresas, dando lugar a la responsabilidad social corporativa, la cual tiene múltiples definiciones. Una de ellas la describe como la aportación activa y voluntaria al progreso social, económico y medioambiental por parte de las empresas, habitualmente con el objetivo de optimizar su posición competitiva y su valor añadido (Blanco, 2009). Esta se ha convertido en un elemento esencial de la estrategia empresarial, dado que se utiliza no solo para contentar a sus accionistas y reducir así su rotación, sino también como un elemento de ventaja competitiva, algo que se analizará posteriormente (Levine & Emerson, 2011). Este cambio de paradigma se caracteriza por el hecho de que, la creación de valor deja de ser únicamente en términos económicos, para buscar de forma paralela el beneficio social. Esto se ha oficializado hasta tal punto, que la propia Comisión Nacional del Mercado Valores en su Código de Buen Gobierno reserva un apartado específico a la responsabilidad social corporativa. En él, se describe una serie de recomendaciones en el diseño de las políticas para aumentar su efectividad en la práctica (CNMV, 2015).

Debido a que tanto la responsabilidad social corporativa (RSC) como la ISR responden a un mismo tipo de inquietudes sociales. Múltiples expertos defienden una correlación positiva entre ambas. Lo que viene a decir, que el aumento de las políticas de RSC ha

apoyado el crecimiento del capital destinado a la inversión sostenible y viceversa. Debido a las diferentes estrategias dentro de la ISR, que se explicarán posteriormente, el número de iniciativas dentro de la responsabilidad social corporativa se han multiplicado buscando con ello atraer capital proveniente de los diferentes agentes presentes en la ISR (Muñoz & Fernandez, 2009).

Sin embargo, el mundo de la ISR aún presenta una gran cantidad de debates entre los expertos. Dentro de estos destaca, con gran fuerza, el debate acerca de la rentabilidad que este tipo de inversión es capaz de ofrecer, especialmente en comparación con los instrumentos más convencionales (Levine & Emerson, 2011). Al mismo tiempo también subyace la discusión sobre qué elementos han de ser considerados como variables para el cálculo final del rendimiento. Son muchos los que han presentado o sugerido ideas de como estimar la rentabilidad de este tipo de instrumentos financieros. Algunos sostienen que el cálculo del rendimiento se debería centrar solo en términos económicos, mientras que otros defienden que el impacto social de estos debe ser considerado, ya que este limita o incluso define la estrategia de inversión. Así mismo, dentro de aquellos que consideran que el impacto social es un elemento esencial de la rentabilidad, se abre otra gran área de discusión, la cual gira en torno como debe ser incluida la nueva variable. Sin embargo, aún no se ha acordado un método general debido a la complejidad en la medición de este.

De la mano de la ISR, han surgido múltiples instrumentos financieros con el objetivo de contentar a esta nueva demanda. Entre ellos destacan los fondos de inversión socialmente responsables, al ser los que mayor poder de atracción han tenido sobre los inversores. Siendo hoy en día, el instrumento clave para entender la ISR y su evolución.

III.2 Objetivos

Ante el gran revuelo que este tipo de inversión está generando en el mundo financiero, este trabajo busca tratar de una manera sencilla los conceptos claves que permitan entender los elementos diferenciadores de la ISR, respecto al estilo clásico de inversión. Como se ha comentado previamente, los fondos socialmente responsables son esenciales para la comprensión de este campo. En consecuencia, serán el eje central del trabajo donde se intentará dar una visión clara acerca de su funcionamiento y composición.

Posteriormente, ante la incertidumbre generada por el coloquio sobre la valoración de la rentabilidad en este tipo de inversión. Se ha querido realizar un análisis empírico tratando este tema, desde un punto de vista meramente económico, con la idea de obtener unos resultados y unas conclusiones propias acerca de ello. Más concretamente, el estudio consta de dos partes: una comparativa de fondos y una comparativa de índices. El primero coteja una muestra de 20 fondos, considerados *best-in-class*, y el segundo contiene una muestra de 10 índices, distribuidos por regiones. Ambos buscan dar respuesta a las siguientes preguntas: ¿Es la inversión socialmente responsable capaz de obtener un mayor rendimiento económico que sus comparables convencionales? ¿Presenta este tipo de inversión un comportamiento similar en todo el mundo o ha evolucionado de forma significativamente diferente en cada región?

En resumen, este trabajo se ha realizado como medio para comprender, con cierto grado de profundidad, la situación actual de la ISR y entender así los cambios que están teniendo lugar en los mercados financieros.

III.3 Estructura del trabajo

El trabajo cuenta con cuatro grandes bloques: la introducción, el marco teórico, el análisis empírico y una breve conclusión. Cada uno de ellos, irá complementando la información del anterior en pro de conseguir un mensaje completo y fácil de comprender. Dentro de la parte introductoria, nos encontramos con una breve contextualización acerca del tema, seguido por objetivos de este trabajo y se cierra con la estructura, donde se resumen los contenidos claves de cada capítulo. A continuación, nos adentraremos en el bloque del marco teórico, dividido en dos. Primero se encuentra la Inversión Socialmente Responsable en general, donde se definirá su historia y evolución, las estrategias que se han generado en torno a ella y finalmente la descripción de los instrumentos y los agentes ligados a ella. Segundo, se iniciará el apartado de los fondos sostenibles, compuesto de dos pequeñas secciones. La primera tratará los elementos diferenciadores que este tipo de fondos presentan, frente a los fondos convencionales. La segunda por su parte se centrará en desarrollar el tema de la rentabilidad y los diversos debates surgidos en torno a ella. Posteriormente, nos encontraremos con el tercer capítulo: el análisis empírico, compuesto por dos estudios diferenciados. El primero de estos, tendrá un foco en la comparación de

los fondos *best-in-class* de ambas categorías, tradicional-sostenible, mientras que el segundo añadirá una variable regional a su estudio, al tratarse de una comparativa de índices. En ambos casos se seguirá un formato similar, donde primero se entrará en detalle sobre la metodología seguida y seguidamente se presentarán los resultados obtenidos. Terminaremos con el capítulo de las conclusiones, donde se presentarán las ideas fundamentales generadas por la investigación. Tras la conclusión, se muestran tanto las referencias utilizadas como los anexos que han sido considerados de posible interés para el lector.

IV. MARCO TEÓRICO

Este capítulo busca recoger toda aquella información, que se ha considerado relevante para la comprensión del trabajo. Por lo tanto, se divide en dos apartados: la inversión socialmente responsable y los fondos sostenibles. El primero busca dar un pequeño contexto sobre la historia de este formato de inversión, las estrategias que puede seguir y los agentes de mercado que la aplican. Por su parte el segundo, busca profundizar en los detalles del instrumento más significativo, dentro de esta fórmula de inversión.

IV.1 La Inversión Socialmente Responsable

IV.1.1 Historia y evolución de la ISR

De acuerdo con lo sostenido por Shipeng Yan, Fabrizio Ferraro y Juan Almandoz, en su interesante ensayo: *“The Rise of Socially Responsible Investment Funds: The Paradoxical Role of the Financial Logic”*. Los orígenes de la ISR no están del todo claros, en términos temporales. No obstante, hay un acuerdo común sobre su relación directa con las instituciones religiosas. Esto se debe a que, a la hora de decidir dónde y cómo invertir su dinero, estas no solo tenían en cuenta criterios económicos sino también sus valores espirituales y su objetivo de propagar la fe. Siendo la incorporación de estos criterios no económicos, la base de la actual ISR. A la hora de fijar el periodo de surgimiento de las ISR, los expertos se dividen entre aquellos que consideran que la inversión sostenible nace con estas órdenes religiosas a lo largo del siglo XV y XVI y aquellos que sostienen que el concepto de la ISR surge en los años 50 en los Estados Unidos, como respuesta a los movimientos sociales del momento. Si bien es cierto, que la gran mayoría de los académicos se inclinan por la segunda opción.

La década de los 50, particularmente en EE. UU., estuvo caracterizada por las reivindicaciones sociales y políticas. Es a lo largo de ella, cuando las órdenes religiosas comienzan a implementar la estrategia de exclusión, se explicará en detalle posteriormente, alejando su capital de aquellas industrias más controvertidas desde un punto de vista moral. Esta decisión, no tardó en ser copiada, aunque de manera paulatina, por los inversores particulares e institucionales. En un primer momento, la ISR se focalizó en la exclusión de la industria armamentística y se consideró una crítica directa a la guerra

de Vietnam. Sin embargo, debido al pánico nuclear en los años 70, los inversores empezaron a excluir nuevas industrias y compañías ligadas al sector energético nuclear. Seguidamente, fueron las tabacaleras quienes sufrieron este tipo de estrategia y otras compañías asociadas a problemas de salud. Además, al mismo tiempo que la RSC comenzó a ser relevante la ISR comenzó a incluir el gobierno corporativo como uno de sus focos centrales. Finalmente, desde la década de los 90 dos nuevos temas, el medio ambiente y los derechos humanos, han cobrado gran fuerza dentro de la ISR (Yan, Ferraro, & Almandoz, 2019).

Si es cierto, que aun existiendo la ISR desde los 50, esta no gozó de relevancia real hasta mediados los 90 y principios de siglo XX. Es durante este tiempo cuando la inversión sostenible se asienta y su relevancia se hace plausible con la creación de múltiples organismos e iniciativas vinculados a ella. Algunos ejemplos son los siguientes:

- United Nations Environment Program (UNEP): En 1992, durante la Conferencia de las Naciones Unidas se acuerda la creación de un grupo de trabajo con el objeto de promover la responsabilidad medioambiental dentro del sector financiero (Stanley, 2012)
- Asociación De Instituciones De Inversión Colectiva Y Fondos De Pensión (INVERCO): En 1999, elaboró una circular definiendo por primera vez las ISR bajo la denominación ética y ecológica (Muñoz & Fernandez, 2009)
- World Business Council on Sustainable Development: En el año 2000, cerca de 170 empresas acuerdan un propósito común: el desarrollo sostenible sustentando en 3 pilares centrales: progreso social, desarrollo económico y la protección del medio ambiente (WBCSD , 2020)
- La declaración del Consejo Europeo: En el 2000, dicta lo siguiente: “convertir la economía europea en una economía competitiva y dinámica, capaz de crecer económicamente de manera sostenible con más y mejores empleos y con mayor cohesión social...”. Buscando así reflejar la importancia de la ISR en el largo plazo (European Parliament, 2000)
- European Social Investment Forum. En el 2001, tiene lugar la fundación de esta asociación, la cual tiene el objetivo de apoyar la sostenibilidad y la transparencia dentro de los mercados financieros (Spainsif, s.f.).

Como expone Maximilian Martin en su informe “*Status of the Social Impact Investing Market*”. Históricamente se observa que las fundaciones privadas han jugado un papel importante en la construcción del mercado de la ISR, seguidos por los individuos y familias de alto patrimonio. Aparte de algunas excepciones, las grandes instituciones financieras, incluidos los bancos y los fondos de pensiones, sólo han ido uniéndose al esfuerzo de manera gradual. La entrada de estos actores puede suponer el impulso definitivo para que la ISR, en un cierto periodo de tiempo, sea el estilo de inversión más relevante en términos de capital (Martin, 2013).

IV.1.2 Estrategias de la ISR

Como se ha explicado en el apartado anterior, la ISR ha experimentado muchos cambios a lo largo de su historia. A consecuencia de ello, son muchas las estrategias creadas en torno a ella. A continuación, se ofrece un breve resumen de los criterios que se utilizan para clasificar las estrategias ligadas a la ISR, presentes hoy en los mercados.

Con este fin, se ha utilizado como fuente de información lo ampliamente descrito en el informe de la AECA¹ “*Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso*” elaborado por María Ángeles Fernández-Izquierdo y María Jesús Muñoz-Torres en 2009. Como se explica en este informe, son muchos los autores que sostienen la relación directa entre la RSC y la ISR. Debido a ello, durante la toma de decisiones se ha de tener en cuenta el impacto económico, medioambiental, social o la influencia sobre el gobierno corporativo, que pueda generar la inversión que se va a realizar. En el caso de que estos sean nulos, no se podrá considerar como inversión sostenible. Una vez que estos impactos se hayan identificado, la diferenciación de estrategias vendrá determinada por el grado y nivel de compromiso que los inversores quieran adquirir. Estas estrategias irán desde aquellas que tiene un carácter más acomodaticio hasta las más proactivas.

Por su parte la ISR con carácter acomodaticio se sirve del uso de los canales tradicionales de ahorro e inversión, como pueden ser los fondos de pensiones. Sobre dichos canales se aplican criterios de exclusión en base a valores morales, principios sociales o

¹ AECA: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas

medioambientales o/y en base al efecto sobre el gobierno corporativo. El propósito final es la eliminación de una serie de industrias y/o empresas de los posibles candidatos a formar el porfolio o de ser los destinatarios de los fondos invertidos. En cambio, la ISR más proactiva, se centra más bien en proyectos con menor cobertura dentro de los servicios financieros tradicionales. Tiene la meta de ampliar el acceso a productos financieros básicos, especialmente para colectivos en riesgo, o financiar aquellos proyectos que no habrían obtenido los fondos necesarios al no ofrecer una rentabilidad económica suficiente como para cumplir los criterios tradicionales de inversión.

En base a estos criterios y la evolución de la propia ISR el Eurosif, definió las siguientes estrategias en su informe (Eurosif, 2012):

- **Exclusión ética:** La primera de todas y la más popular hoy en día. Consiste en la introducción de una serie de filtros negativo a la hora de elaborar el porfolio. Estos suelen tratarse de imperativos morales fijados por el inversor, que impiden destinar su capital a aquellas empresas que los infrinjan.
- **Screening Positivo:** Es lo opuesto a la exclusión. Gracias a, la aplicación de filtros positivos, relacionados con el comportamiento sostenible y la RSC, aquellas compañías/industrias que los cumplan podrán ser añadidos al porfolio. Dentro de esta estrategia se siguen dos metodologías:
 - *Best-in-class:* Análisis de un sector en base a criterios de responsabilidad social, y selección de aquellas empresas con mejores puntuaciones.
 - **Pioneros / Inversión temática:** Se invierte, en firmas que desarrollan métodos innovadores, dentro del campo de la sostenibilidad, dentro de una industria. Estos métodos innovadores suelen estar relacionado con los criterios de desarrollo sostenible, establecidos en el ASG/ESG².
- **Screening normativo:** Se aplica el filtro basado en el cumplimiento de los estándares definidos por tratados y/o organismos internacionales.
- **Exclusiones simples / Screening simple:** Se trata de la exclusión de un sector completo por su modelo de negocio.

² ASG/ESG: Criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo o *Enviromental Social and Governance*

- **Diálogo de los inversores:** Se trata de una estrategia mucho más participativa. En ella los inversores, haciendo uso de su influencia sobre la empresa receptora de los fondos, fomentarán la implementación de un modelo de negocio sostenible.
- **Inversión en la comunidad:** Se trata de dar financiación de un negocio o actividad productiva determinada, que genere beneficios sociales y/o medioambientales dentro de una comunidad concreta. Se caracteriza por destinar los fondos a proyectos que priorizan el impacto social a la rentabilidad, por lo que está muy asociada a las fundaciones.
- **Inclusión explícita:** Los administradores de activos ISR integran en su análisis financiero tradicional y en las decisiones de inversión, un proceso sistemático donde se incluyen los factores ASG junto con los factores financieros. El proceso de integración se centra en el posible impacto de las cuestiones ASG en la financiación de las empresas (positivo y negativo), que a su vez puede afectar a la decisión de inversión.

Desde 2006 el Eurosif estableció dos grandes grupos en los que, se aglutinaban las distintas estrategias. La explicación detallada de esta clasificación se encuentra en el anexo VIII.1. Sin embargo, cabe mencionar que se basa en razones culturales, históricas, prácticas, económicas, estratégicas y por el servicio al cliente (Eurosif, 2006).

- **Central o *Core*:** Incluye la exclusión ética y el screening positivo.
- **Amplia o *Broad*:** Que incluye todas las comentadas previamente.

Como se puede apreciar a lo largo de todo el apartado, uno de los elementos esenciales de estas estrategias son los filtros tanto de carácter positivo como negativos. Por lo que, buscando mostrar algunos ejemplos, en la siguiente tabla se han recogido los más utilizados por los fondos sostenibles españoles en el año 2009.

Tabla 1: Ejemplos de criterios excluyentes o valorativos

Criterios negativos o excluyentes	Criterios positivos o valorativos
Armamento	Igualdad de oportunidades
Experimentación con animales	Reciclaje
Explotación en el Tercer Mundo	Conservar la energía
Contaminación	Transparencia en la información
Manipulación genética	Compromiso solidario con la sociedad
Pornografía	Controlar la polución
Tabaco	Apoyar la formación y la educación
Degradación medioambiental	Conservar los recursos naturales
Energía nuclear	

Fuente: Elaboración propia basada en la información del informe de la AECA (Muñoz & Fernandez, 2009)

IV.1.3 Instrumentos y agentes presentes en la ISR

El objetivo de este subapartado es definir, de manera breve, todos los instrumentos y agentes que operan bajo un estilo de inversión sostenible. De nuevo, el informe de la AECA, ya presentado, servirá como base informativa de este apartado (Muñoz & Fernandez, 2009).

a) Instrumentos Financieros

- Fondos y sociedades de inversión y fondos de pensiones socialmente responsables: La mayor parte del capital destinado a la ISR se canaliza mediante este tipo de instituciones de inversión colectiva, cuya función es la captación de fondos provenientes de múltiples ahorradores para su posterior gestión. Esta se basará en una serie de valores y criterios previamente definidos, que estarán determinados por la estrategia de inversión adoptada por el fondo. Se entiende que esta estrategia será una de las mencionadas en el apartado previo.
- Fondos Rotatorios: Donde un grupo de personas físicas o jurídicas se asocian y aportan una cantidad de dinero determinada a un fondo de ahorro, esta cantidad se añade a las aportaciones previas y se reparte por turnos entre los miembros de

la asociación. Es uno de los mecanismos de micro-financiamiento más extendido en los países en desarrollo, con un enfoque en dar acceso al crédito a personas excluidas del mercado.

- Fondos de garantía de proyectos sociales: Su objetivo es facilitar el acceso al crédito de pequeñas y medianas empresas, en países en desarrollo. Para ello suelen actuar como garantía ante los créditos que se conceden a las empresas que estos avalan. De esta forma se agiliza la concesión del crédito y la deuda se obtiene en mejores condiciones. Por norma, las empresas deben presentar un proyecto de negocio, el cual será estudiado en base a su viabilidad antes de ser financiado. Adicionalmente, algunos de estos fondos también ofrecen servicios de asesoramiento a la hora de implementar y gestionar los proyectos.
- Vehículos de inversión en microfinanzas: Entendidos por aquellos fondos privados gestionados por una entidad financiera o una institución de inversión colectiva, los cuales buscan financiar a microempresas bajo un criterio de sostenibilidad y cooperación.
- Capital-Riesgo con criterios sociales: De acuerdo con la AECA, entendemos el Capital-Riesgo como la actividad financiera consistente en canalizar fondos hacia pequeñas y medianas empresas, en buena medida innovadoras, participando en el capital social de las mismas, generalmente de forma minoritaria y temporal. A todo esto, se le añade una serie de criterios sociales a la hora de distribuir sus fondos.
- Cuentas corrientes y depósitos socialmente responsables: Ofrecidos tanto como por la banca tradicional como por la conocida como la “banca ética”, estas cuentas o depósitos se destinan en su totalidad a financiar proyectos socialmente responsables.

b) Agentes de los mercados

Hay que destacar que hasta bien poco el sector financiero era percibido como un agente neutral, con escaso impacto social. Sin embargo, en los últimos años se aprecian una concienciación muy relevante, que se ha traducido en la inclusión de mecanismos de sostenibilidad en la gestión y captación de los fondos.

- “La Banca ética”: Donde se garantiza, mediante la transparencia, la inversión del dinero conforme a una serie de criterios económicos, sociales, medioambientales y de gobierno corporativo. Mayoritariamente, se destinan sus fondos a proyectos que promuevan el desarrollo sostenible. Dentro de esta banca nos encontramos a entidades como: Triodos Bank, Southshore Bank o el Citizens Bank of Canada.
- Banca Tradicional: Respecto a la ISR los bancos tradicionales se han subido al barco de formas muy diversa, algunos han apostado por la creación de Fundaciones (busca promover la acción social del banco) otros por ofertar diferentes productos de inversión sostenible (fondos de pensiones). De forma paralela, el fortalecimiento de RSC como uno de los elementos más característicos de sus culturas se ha asentado entre la gran mayoría de las entidades. Buscando así una integración no solo externa pero también interna de la sostenibilidad como principio de gestión.
- Índices bursátiles de responsabilidad social: Nacidos bajo el amparo de los fondos de inversiones y de pensiones, estos índices buscan ser puntos de referencia para los inversores. Paralelamente, su desarrollo ha provocado la aparición de nuevas instituciones o la transformación de las existentes para su control, valoración, medición, elaboración de *rating* y *ranking* social, difusión de índices bursátiles, y la elaboración y comercialización de bases de datos. Entre estos índices destacan:
 - Domini 400 Social Index: Creado en 1990 por Kinder Lydenberg Domini and Co. Inc, es el referente para medir el rendimiento de los fondos socialmente responsable que invierten en Norte América.
 - FTSE4Good: Creado en 2001 por FTSE, en colaboración con Ethical Investment Research Service (EIRIS) y UNICEF, define sus criterios sociales de selección en base a una serie de principios internacionalmente aceptados, con la exclusión del sector tabacalero y el armamentístico como bandera.
 - Dow Jones *Sustainability Group Index*: Compuesto por las mejores doscientas empresas, de las dos mil primeras del índice Dow Jones, en base a una serie de principios de sostenibilidad. Los cinco principios más relevantes son: innovación, gobernabilidad, rentabilidad de los accionistas, liderazgo e interacción.

- ASPI: lanzado en 2001 en el mercado francés. Las compañías son seleccionadas en base a los análisis sociales y medioambientales llevados a cabo por ARESE.
- Agencias de análisis de sostenibilidad: Encargadas de evaluar la responsabilidad social corporativa de las empresas. Es decir, en este grupo están aquellas agencias orientadas a la realización de “*ratings* sociales” evaluando las cuatro dimensiones (económica, social, medioambiental y gobernabilidad). Estas agencias no solo ofrecen servicios de consultoría, sino que sirve también como base de datos para la elaboración de comparaciones.

Algunos ejemplos de este tipo de agencias son:

- KLD Research & Analytics Inc: Analizan las características y cualidades de las organizaciones en siete áreas: medioambiente, comunidad, gobierno, diversidad, relaciones con los empleados, derechos humanos y productos de calidad y seguros.
- Accountability Rating: Evalúa el *rating* de Fortune Global 100, a través de seis áreas: gestión de los *stakeholders*, gobierno, propósito estratégico, gestión de la performance, revelación pública o impactos y seguridad.
- SIRI (*Sustainable Investment Research International*) Company Ltd: Se trata de una red internacional con más de once agencias repartidas por el mundo. Estas agencias se dedican al análisis, bajo un formato homogéneo, de la ISR desde un punto de vista local.
- Agentes Impulsores de la inversión sostenible: en este apartado se incluirían todas las instituciones comentadas en el punto 2.1 y similares, cuyas acciones buscan promover y fortalecer la ISR.

IV.2 Fondos Socialmente Responsables

Como se puede apreciar del apartado anterior, los fondos de impacto social son el producto financiero más relevante dentro de la ISR. Es por ello, que desde este momento el trabajo se centrará en su estudio. Los fondos socialmente responsables, de acuerdo con los expertos del BBVA se define como instituciones de inversión colectiva que eligen los activos que conforman su cartera en función de criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (Rodríguez, 2019).

IV.2.1 Elementos diferenciadores de los fondos sostenibles

Una vez definido, se ha creído conveniente empezar describiendo que elementos los hacen diferentes frente a los fondos de inversión convencionales. A la hora de distinguir que características diferenciales contienen este tipo de fondos, se ha seguido como base teórica el detallado informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) *“La inversión socialmente responsable y la responsabilidad social empresarial en los mercados financieros: una aplicación a las instituciones gestoras en España”* realizado por María Rosario Balaguer Franch en 2007.

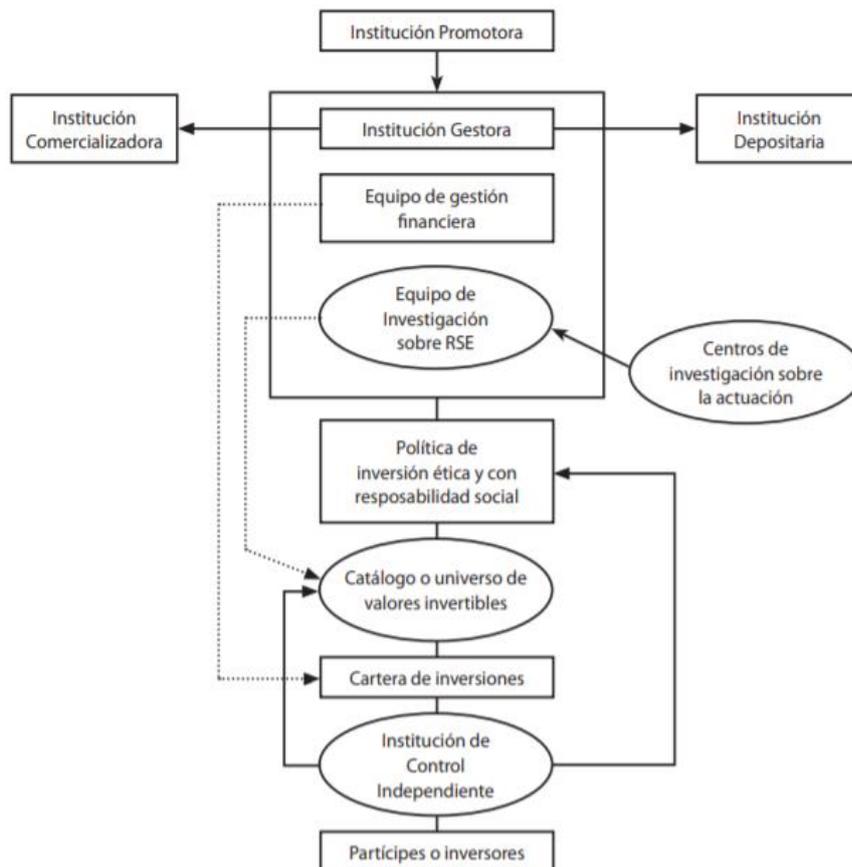
De acuerdo con la CNVM, la introducción de un mecanismo de preselección del catálogo de valores, basados en los criterios de la RSC y definidos en la política de inversión sostenible de cada fondo, es lo que marca la diferencia entre ambos tipos de fondos. En base a ello, se entiende que el pilar de un fondo sostenible es tener o no una política de ISR, la cual deberá contener alguna de las estrategias explicadas con anterioridad. Esta servirá como eje en la creación del catálogo o universo de posibles valores a incluir en el portfolio. Hay que destacar que, en la elaboración de este tipo de directrices se tiende a utilizar como pilares los ODS³ definidos por las naciones unidas. Este catálogo es realizado por un equipo de investigación ética, el cual tras realizar un análisis financiero y de sostenibilidad, seleccionarán las empresas a incluir en él. Cabe decir que este equipo puede ser tanto interno como externo a la gestora. Una vez completado este catálogo, son los gestores del fondo los que realizan un estudio propio, sobre el que se basarán para la selección de que activos son incluidos en sus carteras. Por último, los fondos sostenibles

³ Objetivos de Desarrollo Sostenible

deben disponer de una institución de control independiente, una comisión ética, compuesta por personal cualificado en los campos medioambientales o sociales. La función de esta comisión es garantizar el cumplimiento de los criterios de la política de inversión ética (Balaguer, 2007).

A modo resumen se puede decir que un fondo sostenible incorpora un cuarto criterio, la contribución al desarrollo sostenible, a la hora de evaluar los activos que compondrán su portafolio. Igualmente, añade un conjunto de métodos de control para asegurar el cumplimiento de este. Esta inclusión supone una complementación a los tres criterios fundamentales de la inversión: rentabilidad, liquidez y riesgo. Este proceso se recoge de manera esquematizada en la siguiente ilustración.

Figura 3: Elementos de un fondo de inversión socialmente responsable



Fuente: Informe CNMV (Balaguer, 2007)

IV.2.2 Rentabilidad de un fondo sostenible y sus dos grandes debates

Para comenzar este subapartado, se ha creído conveniente definir el concepto de rentabilidad. Sin embargo, este se trata de un término muy amplio y que acepta varios enfoques. Por un lado, tendremos el enfoque clásico, el cual parte de una perspectiva puramente económica. Dentro de esta visión podemos encontrar la definición dada por Noelia Patricia Contreras-Salluca y Edith Dámaris Díaz-Correa en su artículo de 2015 “*Estructura financiera y rentabilidad: origen, teorías y definiciones*”, donde se entiende como la diferencia entre los costes y los ingresos, así como el retorno que ofrece una inversión. O la descrita por José Manuel Fernández-Norniella en su aportación al informe, “*Rentabilidad Empresarial Propuesta Práctica de Análisis y Evaluación*”, elaborado por Jesús Lizcano Álvarez, para la Cámaras de Comercio, en 2004. Que entiende la rentabilidad como la relación entre la inversión necesaria para desarrollar la actividad empresarial y el excedente que esta genera.

Por el otro lado, esta se puede definir desde un punto más social, en referencia a la rentabilidad social incluyendo aspectos muchos más variados. Algunos ejemplos son la definición de América Ivonne Zamora en su libro, de 2011, “*Rentabilidad y Ventaja Comparativa: Un análisis de los sistemas de producción de guayaba en el estado de Michoacán*”, donde se entiende como la relación entre la utilidad general y el capital necesario para conseguirla. O la de Juan Pedro Sánchez Ballesta, en su ensayo “*Análisis de Rentabilidad de la empresa*”, sostiene textualmente “La rentabilidad es una noción que se aplica a toda acción económica en la que se movilizan unos medios, materiales, humanos y financieros con el fin de obtener unos resultados” (Sánchez, 2002, pág. 2)

Del mismo modo, se ha considerado necesario recordar las diferencias entre lo que se entiende como la rentabilidad económica y la financiera. La rentabilidad económica, viene dada por la comparación entre los resultados de la empresa y los activos empleados para la obtención de estos. Por su parte, la financiera es la relación entre los resultados netos y los fondos propios utilizados de la compañía. Es decir, la variable diferenciadora no es otra que la procedencia de los fondos. Mientras, que en la primera se tendrá en cuenta la financiación externa, la segunda se centra en observar el rendimiento obtenido por el capital aportado por los accionistas (Lizcano, 2004). Finalmente, habría que entrar a valorar los múltiples métodos empleados en el cálculo de la rentabilidad. Sin embargo,

para evitar aumentar excesivamente la excesiva extensión del trabajo, se ha creído adecuado limitar esta cuestión a una mera enumeración. Dentro de éstos, subyace el uso de diversas ratios, como puede ser el ROE⁴ o el ROA⁵, o el uso del método DCF⁶.

Históricamente la rentabilidad de los fondos se ha medido únicamente en términos económicos. Sin embargo, la aparición de los fondos socialmente responsables ha generado un debate sobre como evaluar el rendimiento de estos. Este coloquio gira en torno a la necesidad de incluir la consecución de objetivos sociales como medida de la rentabilidad o mantener el método tradicional, basado únicamente en mediciones económicas. Por norma, la gran mayoría de los especialistas apoyan esta incorporación de criterios sociales, si bien es cierto, que aún no se ha establecido un acuerdo global a la hora de su medición. La idea generalizada consiste en evaluar la RSC de las compañías que componen la cartera y de ahí estimar la rentabilidad social creada por el fondo. No obstante, a la hora de analizar la RSC nos encontramos múltiples teorías y agencias que defienden sus criterios por encima del resto, haciendo que el consenso general diste aún de encontrarse. Dentro de las múltiples metodologías destacaremos tres, las cuales han sido extraídas del informe de la AECA (Muñoz & Fernandez, 2009).

- Metodología SAM: Es la utilizada por los técnicos del índice Dow Jones *Sustainability* en colaboración con la empresa RobecoSAM. Este viene descrito por la siguiente ilustración

Figura 4: Metodología de Análisis de SAM



Fuente: Informe AECA 2009 (Muñoz & Fernandez, 2009)

⁴ ROE: Return of Equity / Rendimiento del capital propio

⁵ ROA: Return of Assets / Rendimiento de los activos

⁶ DCF: Discounted Cash Flow / Descuento Flujos de Caja

- Metodología ASSET 4: Fue creada por la agencia ASSET 4 y se basa en el estudio de cuatro pilares; económico, medioambiental, social y gobierno corporativo. El siguiente gráfico muestra como se realiza la valoración de cada una de estas ramas.

Tabla 2: Metodología de Análisis de ASSET 4

RATING INTEGRADO			
Resultados Económicos	Resultados Medioambientales	Resultados Sociales	Resultados Gobierno Corporativo
Ingresos/Lealtad de cliente Márgenes y resultados Beneficios/ Lealtad de accionistas	Reducción de uso de recursos Reducción de emisiones Innovación de producto	Formación del empleado Respecto de los Derechos Humanos Relación con la comunidad local Responsabilidad del producto Calidad de empleo Seguridad e higiene laboral Igualdad y diversidad	Estructura del consejo Política de compensaciones Derechos de los accionistas

Fuente: Elaboración propia basada en lo obtenido del informe AECA (Muñoz & Fernandez, 2009)

- Metodología de KLD: Creada por la agencia KLD. Consiste en una evaluación de variables relacionadas con los intereses de los grupos de interés. Se realiza de manera anual estudiando ocho atributos, cinco de ellos basados en conceptos de responsabilidad social corporativa. La siguiente tabla contiene los criterios de valoración más relevantes de este método:

Tabla 3: Valoración de KLD Research & Analytics INC

Universo	ESG Ratings	CBIs	Rasgos
Más de 3.000 compañías de comercio estadounidenses por el mercado de capitalización.	Medio Ambiente Cambio Climático Productos y servicios Operaciones y dirección Social Comunidad Diversidad Empleados Derechos Humanos Gobierno Informe Estructura	Aborto Alcohol Anticonceptivos Armas de fuego Juego Militar Energía Nuclear Tabaco	Análisis del Porfolio Notificaciones de cambios vía email Dedicación servicio al cliente

Fuente: Elaboración propia basada en lo obtenido del informe AECA (Muñoz & Fernandez, 2009)

En base a todo lo expuesto, se observa que es un campo aún muy abierto para la discusión teórica. Donde llegar a conclusiones definitivas es una ardua tarea, que todavía requiere de un mayor estudio por parte de los teóricos/expertos en el campo. Por lo tanto, asumiendo las limitaciones propias, a lo largo de este trabajo se evitará en todo momento incluir el impacto social dentro de la rentabilidad de los fondos estudiados. Buscando así huir de cualquier controversia que pudiera inducir a debate o al error.

Paralelamente, hay otro gran debate latente acerca de la rentabilidad de estos fondos. Por un lado, tenemos a los defensores de que, debido a la limitación de los valores a incluir en la cartera del fondo, el inversor reducía su capacidad de diversificación. Como consecuencia, se aumenta el riesgo y la exposición a costes adicionales. Por esta razón, aquellos inversores que quieran gestionar su capital en base a ciertos criterios sociales deben estar dispuestos a perder cierta rentabilidad económica. Este pensamiento se basa en la teoría conocida como: *Classic Portfolio Theory*, expuesta por primera vez por Harry Markowitz en su ensayo "*Portfolio Selection*" en la que se define la frontera eficiente. Por otro lado, se encuentran los defensores de la moderna *Social Theory of the Firm*, la cual, se trata de una reforma de la teoría clásica de la empresa. Esta visión, entiende por beneficios no solamente aquellos que son puramente económicos, sino que además añade una variable social. De acuerdo con los pensadores de esta corriente, los fondos socialmente responsables generan una rentabilidad económica superior a los fondos corrientes. Esto se debe a que, a la hora de seleccionar que valores añadir a su cartera, se realiza un informe más exhaustivo, el cual se traduce en información más relevante que permite una mejor toma de decisión. Gracias a ésta, los costes adicionales y el mayor riesgo asumido se ven compensados (Chegut, Schenk, & Scholtens, 2011).

Debido a este desacuerdo teórico se han realizado varios estudios, donde se han comparado la rentabilidad obtenida por fondos convencionales y por fondos sostenibles para probar cuál de estas teorías es la correcta. A continuación, se presenta una serie de ejemplos con la idea de observar si alguna de las conclusiones es compartida por todos ellos. En primer lugar, se explicarán dos estudios, los cuales han servido como modelo para realizar el próximo capítulo del trabajo, el análisis empírico comparativo:

El estudio "*Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*" fue realizado por Leonardo Becchetti, Rocco

Ciciretti, Ambrogio Dalò y Stefano Herzel. Todos ellos son, profesores asociados al departamento de economía y finanzas de la Universidad de Roma Tor Vergata. La meta del estudio era responder a la pregunta: ¿Realmente implica, para los inversores, un sacrificio en términos de rendimientos la apuesta por la inversión socialmente responsable?

Para ello, contaron con una muestra de 22.000 fondos, provenientes de distintos mercados geográficos y/o áreas y se analizó su rentabilidad desde el año 1992 hasta 2002. A la hora de establecer los emparejamientos, entre fondos sostenibles y tradicionales, se recurrió al cálculo de distancias entre sus betas buscando el “vecino más cercano”. Todos los datos que utilizaron provenían de la base de datos Morningstar. En base a ello, obtuvieron tres conclusiones principales (Becchetti, Ciciretti, Dalò, & Herzelb, 2015):

- No hay un dominio claro en todo el período ni en todos los segmentos de un estilo de inversión sobre el otro.
- Todos los escenarios analizados parecen indicar que los fondos sostenibles, generalmente, tienen un mejor desempeño que los convencionales en el período posterior a una crisis mundial financiera.
- La limitación de diversificación no aparenta ser un grave problema para los fondos sostenibles, ya que en los segmentos de mercado donde están presente consiguen un mejor rendimiento que en el global.

El estudio “*Evaluation of the Cultural Environment’s Impact on the Performance of the Socially Responsible Investment Funds*” fue dirigido por Francisco José López-Arceiz, Ana José Bellostas-Pérezgrueso y José Mariano Moneva. Los tres pertenecen al departamento de Contabilidad y Finanzas de la Universidad de Zaragoza. El objetivo era probar las dos siguientes hipótesis:

- No hay diferencias estadísticas entre el rendimiento, considerado la relación riesgo-retorno, de los fondos socialmente responsables y los fondos convencionales.
- No hay diferencias estadísticas relevantes entre el rendimiento, considerado la relación riesgo-retorno, de los fondos de origen cultural anglosajón y los de origen cultural continental.

La primera hipótesis, les permitiría analizar si los fondos socialmente responsables tienen un comportamiento diferente a los convencionales. Por lo tanto, la incorporación de un criterio ético se podría considerar como elemento diferenciador entre ellos, a la hora de obtener una rentabilidad superior. Mientras, la segunda busca ver si es la cultura el elemento diferenciador en el rendimiento económico. En caso afirmativo, el estilo de gestión estaría relacionado con ciertos valores éticos/culturales que derivan del antecedente cultural del fondo.

Su análisis contó con una muestra de 976 fondos, de los cuales 488 eran sostenibles, y observaron sus rendimientos diarios en un periodo de diez años, desde 2004 hasta 2014. Por lo tanto, contaron con más de dos millones de observaciones⁷. Así mismo, decir que las fuentes de información utilizadas fueron las bases de datos de Morningstar y Datastream. Una vez elegida su muestra, definieron las variables más relevantes: rentabilidad, riesgo, la inclusión de un factor cultural y la de un factor ético. Mientras que las dos primeras fueron definidas siguiendo la norma general, es conveniente explicar la valoración de las dos últimas variables (factor cultural y ético) para un mejor entendimiento del modelo y sus conclusiones.

En cuanto a la valoración del factor ético, si el propio fondo se clasificaba como sostenible recibía un valor de 1. Por el contrario, si el fondo no se auto clasificaba como sostenible era valorado con un 0. Por su parte en el factor cultural, si el fondo estaba asociado a la cultura anglosajona recibía la valoración de 1 y si por el contrario estaba asociado a la cultura continental obtenía un 0 como valor. El modelo econométrico se basaba en el uso del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) y en la *Arbitrage Pricing Theory* (APT) (López, Bellostas, & Moneva, 2016). Los resultados obtenidos, de manera resumida, fueron:

- Se apreciaron diferencias, entre los fondos socialmente responsables y los convencionales, en términos de volatilidad y riesgo de mercado. Sin embargo, no se encontraron respecto a la rentabilidad.

⁷ Para ser exactos fueron 2,134,073 de observaciones

- No se encontraron diferencias significativas en la rentabilidad a la hora de comparar las diferentes culturas. Sin embargo, estas discrepancias si se aprecian en términos de volatilidad y riesgo de mercado.

Ante esto, las conclusiones de estos autores fueron las siguientes:

- Los fondos sostenibles son capaces de tener un rendimiento más alto que los tradicionales. Esto se debe a que sus gestores tienden a aceptar un nivel de riesgo menor, limitando las posibles caídas de valor de los activos.
- Sus resultados demuestran que la calificación de fondo ético se trata de una mera marca comercial por parte de los propios fondos.
- El factor cultural debe ser utilizado a la hora de formar los índices de sostenibilidad.

Como se ha podido apreciar, ambos estudios sostienen que los fondos sostenibles, al menos son capaces de igualar la rentabilidad obtenida por sus homólogos tradicionales.

A parte de, estos estudios, se han observado otros como:

- *“The Influence of Primary Study Characteristics on the Performance Differential Between Socially Responsible and Conventional Investment Funds: A Meta-Analysis”* elaborado por Sebastian Rathner en 2013
- *“Does it Really Hurt to be Responsible?”* escrito por Jacquelyn Humphrey y David Tan en 2014.

En éstos, se vuelve a defender que los fondos convencionales no aseguran una mayor rentabilidad frente a sus comparables socialmente responsables. Ante la dificultad de encontrar ensayos, basados en pruebas y análisis, que sustentarán la idea de que la rentabilidad se ve disminuida al apostar por el estilo ISR sobre el tradicional, se partirá de la hipótesis de que los fondos sostenibles son capaces de imitar o incluso superar a los convencionales, como punto de partida en los posteriores análisis.

V. ANÁLISIS COMPARATIVO ENTRE LOS FONDOS CONVENCIONALES Y LOS FONDOS SOSTENIBLES

En este capítulo se procederá a realizar un análisis empírico y de estilo comparativo, donde se busca observar la rentabilidad que ofrecen los fondos sostenibles en contraste con aquella que ofrecen los fondos convencionales. La idea es seguir el ejemplo de los estudios previamente nombrados y contrastar si sus conclusiones se ven reflejadas en los resultados obtenidos. Para ello se realizarán dos comparaciones independientes. Por un lado, se enfrentará los fondos *best-in-class* en forma de parejas. Por el otro lado, se cotejarán las rentabilidades de diferentes índices de distintas regiones, también en grupos de a dos. El primer cotejo buscar contrastar que en general los fondos socialmente responsables ofrecen una rentabilidad al menos tan alta como la de los fondos tradicionales. Por su parte, el segundo se centra más en analizar si el comportamiento de la inversión sostenible es similar a lo largo del globo o por si contra cada región muestra diferentes comportamientos.

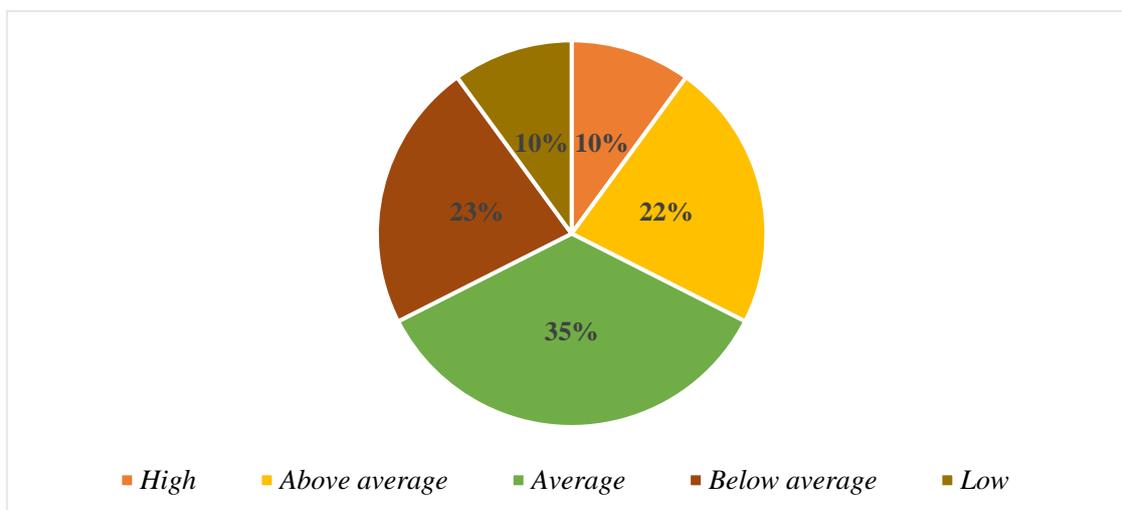
V.1 Estudio comparativo de los fondos *best-in-class*

V.1.1 Metodología

A la hora de realizar este análisis, se ha utilizado como fuente de datos la base de datos que ofrece la compañía Morningstar en su página web. Lo primero de todo es entender el concepto rentabilidad, que usaremos a lo largo de este estudio. Que no será otro que el aplicado por sus expertos y que se define, en su página web, como: “La variación porcentual del valor liquidativo medido en un periodo de tiempo” (Morningstar, 2020). La observación consiste en una muestra de diez fondos socialmente responsables, categorizados con la máxima puntuación en el Morningstar *sustainability rating*, y otros diez fondos, cuya calificación en el *rating* no fuera la más alta, en la medida de lo posible se ha buscado que sea la menor posible. Los criterios de emparejamiento se explicarán más adelante.

Para entender bien este *rating*, se presenta una breve descripción de como está construido. En caso de que el lector tuviese un mayor interés, se ha añadido el anexo II con todos los detalles sobre la metodología empleada por la firma a la hora de elaborar este *rating*. La primera condición, para que un fondo reciba un *rating* de sostenibilidad, es que al menos el 50 % de las compañías participadas posean una calificación sostenibilidad otorgada por Sustainalytics⁸. Una vez superada esta condición, se realiza una media ponderada por patrimonio de la clasificación de sostenibilidad entre los distintos activos del fondo. Finalmente, se otorga una clasificación a cada fondo y se distribuyen en cinco grupos en base a una normal comparando el *scoring* de sostenibilidad de la cartera con el de los fondos de su misma Categoría Morningstar. Al mismo tiempo, este *rating* distribuye los fondos de la siguiente forma: El 10% de los fondos obtiene la categoría de *High*, el 22,5% posterior se denominan como *Above average*, el 35% que les sigue se califica como *Average*, el 22,5% siguiente recibe la categoría de *Below average* y el último 10% de los fondos se clasifican como *Low*. (Morningstar, 2020)

Figura 5: Distribución de los fondos entre las diferentes categorías



Fuente: Elaboración propia, basada en la información de (Morningstar, 2020)

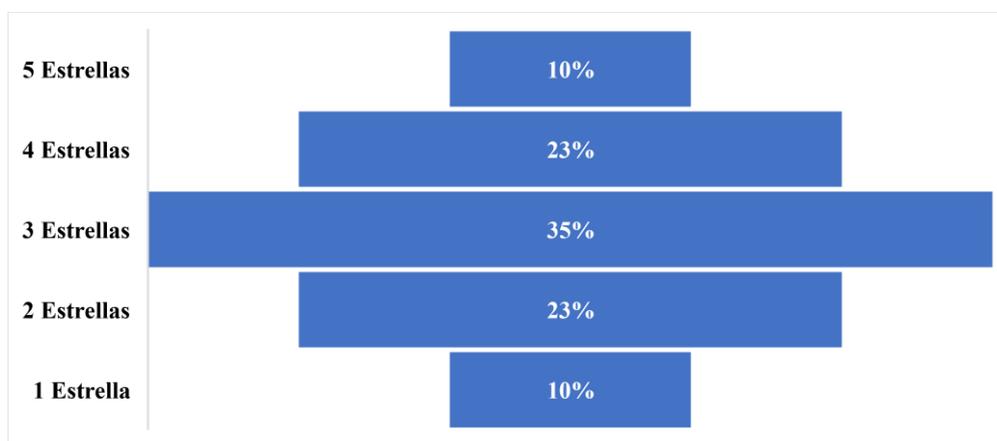
Una vez elegido diez fondos con la máxima puntuación (*High*) dentro de este *rating*, se ha procedido a buscarles un fondo con el que cotejarlos. El primer criterio fue que ambos fondos compartieran la misma categoría Morningstar. Es decir, que el tipo de activos

⁸ Se trata del principal proveedor mundial independiente de investigación y calificaciones de ESG y gobernanza corporativa a los inversores

donde invierten sea el mismo. Así mismo, al pretender utilizar fondos clasificados como *best-in-class*, todos los fondos, incluidos los sostenibles, contenidos en la muestra se encuentran dentro de la categoría máxima, con un valor de cinco estrellas del *rating* Morningstar. De acuerdo con los criterios establecidos por la firma norteamericana, para definir este *rating*, los inversores han de tener en cuenta tres variables imprescindibles en el momento de seleccionar un fondo. Estas se tratan de la rentabilidad, las comisiones y el riesgo del fondo. Es por esto por lo que el *rating* Morningstar busca reflejar las tres grandes dimensiones, de una manera cuantitativa. Citando textualmente la propia descripción, dada por la empresa en su página web: “El *rating* Morningstar es exclusivamente cuantitativo, es decir se basa únicamente en cálculos de rentabilidad y riesgo pasados (más concretamente, los cálculos se efectúan cada mes y se basan en los datos mensuales de los últimos tres años). No interviene, por lo tanto, ningún factor subjetivo o cualitativo en la valoración del fondo” (Morningstar, 2020)

La distribución de los fondos sigue el mismo el orden que la comentada para el *rating* anterior. La única diferencia es que ahora se introduce el número de estrellas como nombre de la categoría.

Figura 6: Rating Morningstar



Fuente: Elaboración propia basada en la información de (Morningstar, 2020)

Por lo tanto, se ha considerado que la valoración de cinco estrellas sirve como elemento diferenciador y nos permite designar como *best-in-class* a todos aquellos fondos que la posean. Por último, en la selección de las parejas se ha tenido en cuenta un criterio más. Este consistía en que ambos fondos tuvieran un patrimonio gestionado similar. Si bien es cierto, que este criterio tenía un carácter secundario frente a los previamente comentados

y es por ello por lo que varias de las parejas no cumplirán del todo con él. Un dato llamativo es que, dentro de las diez parejas cotejadas, seis de ellas focalizan su inversión en el mercado europeo. Por solo dos, que lo hacen en el país norteamericano y otros dos con una visión global. Esta falta de diversidad de regiones es lo que ha motivado la realización del segundo estudio, con el fin de entender el comportamiento de la ISR de manera más global.

A continuación, se presenta una tabla, donde se puede apreciar los datos generales de los fondos analizados. Como se puede observar, estos se han distribuidos de dos a dos reflejando así las parejas utilizadas en la posterior comparación. Para facilitar la distinción entre los fondos sostenibles y los convencionales, se ha introducido una pequeña escala de colores. Donde el azul representa a los fondos de inversión socialmente responsables, mientras que el blanco servirá para diferenciar a los tradicionales

Tabla 4: Comparativa Fondos *best-in-class* y Fondos convencionales (I)

Nombre del fondo	Capital (Millones €)	Categoría	Rating Sostenibilidad
Aberdeen Standard SICAV I - European Equity Fund I Acc EUR	195	RV Europa Cap. Grande Blend	Alto
DPAM INVEST B - Equities Europe A Dis	124	RV Europa Cap. Grande Blend	En la media
Allianz Global Investors Fund - Allianz Convertible Bond IT EUR	754	RF Convertibles Europa	Alto
DNCA Invest Convertibles Class I shares EUR	705	RF Convertibles Europa	Por encima de la media
Artemis Funds (Lux) - US Smaller Companies A USD	441	RV USA Cap. Pequeña	Alto
Alger SICAV - Alger Small Cap Focus Fund Class A US	493	RV USA Cap. Pequeña	Por encima de la media
BL-Global 75 AM EUR Inc	645	Mixtos Agresivos EUR - Global	Alto
Allianz Strategy 75 CT EUR	560	Mixtos Agresivos EUR - Global	Por debajo de la media
BlackRock Global Funds - United Kingdom Fund D2	147	RV RU Cap. Grande	Alto
Threadneedle UK Extended Alpha Fund Institutional Accumulation GBP	132	RV RU Cap. Grande	Por encima de la media

Fuente: Elaboración propia basada en la información de (Morningstar, 2020)

Tabla 5: Comparativa Fondos *best-in-class* y Fondos convencionales (II)

Nombre del fondo	Patrimonio (Millones €)	Categoría	Rating Sostenibilidad
BNP Paribas Funds <i>Europe Multi-Factor Equity Classic EUR</i>	935	RV Europa Cap. Grande <i>Blend</i>	Alto
Amundi Funds - <i>European Equity Conservative I EUR</i>	1593	RV Europa Cap. Grande <i>Blend</i>	Por encima de la media
BNP Paribas Funds <i>Europe Small Cap Classic Capitalization</i>	1866	RV Europa Cap. Mediana	Alto
AXA World Funds - <i>Framlington Europe Small Cap I Capitalization EUR</i>	822	RV Europa Cap. Mediana	Por encima de la media
Candriam Sustainable - <i>Europe I Cap</i>	105	RV Zona Euro Cap. Grande	Alto
Candriam SRI Equity <i>EMU I EUR Acc</i>	283	RV Zona Euro Cap. Grande	Por encima de la media
Comgest Growth <i>Europe EUR I Acc</i>	3823	RV Europa Cap. Grande <i>Growth</i>	Alto
JPMorgan Funds - <i>Europe Strategic Growth Fund A</i>	1126	RV Europa Cap. Grande <i>Growth</i>	Por encima de la media
DPAM Capital B - <i>Equities US Dividend A EUR Dis</i>	208	RV USA Cap. Grande <i>Value</i>	Alto
DWS Invest CROCI <i>US Dividends TFC</i>	200	RV USA Cap. Grande <i>Value</i>	Por encima de la media

Fuente: Elaboración propia basada en la información de (Morningstar, 2020)

Una vez presentada la muestra, se procede con el análisis. En este se ha estudiado dos variables dentro de cada uno de los fondos. Por un lado, la comisión que cada uno de ellos percibe a cambio de sus servicios. Por el otro, la rentabilidad económica obtenida durante los tres últimos años, donde se ha añadido una media anual. Así mismo, se han evaluado las rentabilidades de dos formas distintas. En una se han comparado estas directamente sin tener en cuenta el gasto en comisiones, mientras que en la segunda se ha añadido esta variable. Para ello se ha restado el porcentaje cobrado en comisiones a los rendimientos obtenidos de manera porcentual. Con esto se busca ver, si esta variable tiene un impacto real sobre la comparativa de la rentabilidad entre las diferentes categorías de fondos. Básicamente, se quiere observar primero si las comisiones son realmente más altas en los sostenibles y segundo si este mayor gasto hace caer la rentabilidad, ofrecida por los fondos socialmente responsable, hasta tal punto que esta sea menor que la conseguida por los convencionales. Al mismo tiempo, a la hora de evaluar los resultados se han evaluado por un lado el número entero de fondos y por el otro la media de rentabilidades obtenidas en porcentaje.

En las siguientes tablas, se plasman tanto la información base como los resultados obtenidos con las diez parejas cotejadas. A la leyenda de colores, previamente presentada, hay que añadir el color verde representando que el fondo socialmente responsable bate a su equivalente y el rojo que significará lo contrario. En estas tablas, se ha intentado recoger, en la medida de lo posible, todo el trabajo empírico realizado.

Tabla 6: Comparativa sobre las comisiones cobradas

Fondo de Inversión	Comisiones (%)	
	Gasto de Gestión	Gastos Corrientes
Aberdeen Standard SICAV I - European Equity Fund I Acc EUR	0,75	0,90
DPAM INVEST B - Equities Europe A Dis	1,50	1,76
Diferencias	-0,75	-0,86
Allianz Global Investors Fund - Allianz Convertible Bond IT EUR	0,79	0,80
DNCA Invest Convertibles Class I shares EUR	0,90	0,94
Diferencias	-0,11	-0,14
Artemis Funds (Lux) - US Smaller Companies A USD	1,65	1,70
Alger SICAV - Alger Small Cap Focus Fund Class A US	1,75	2,12
Diferencias	-0,10	-0,42
BL-Global 75 AM EUR Inc	0,85	1,03
Allianz Strategy 75 CT EUR	1,65	1,56
Diferencias	-0,80	-0,53
BlackRock Global Funds - United Kingdom Fund D2	0,75	1,07
Threadneedle UK Extended Alpha Fund Institutional Accumulation	0,75	0,84
Diferencias	0,00	0,23
BNP Paribas Funds Europe Multi-Factor Equity Classic EUR	1,50	1,48
Amundi Funds - European Equity Conservative I EUR	0,50	0,61
Diferencias	1,00	0,87
BNP Paribas Funds Europe Small Cap Classic Capitalization	1,75	2,22
AXA World Funds - Framlington Europe Small Cap I Capitalization	0,70	0,88
Diferencias	1,05	1,34
Candriam Sustainable - Europe I Cap	0,55	0,89
Candriam SRI Equity EMU I EUR Acc	0,70	0,76
Diferencias	-0,15	0,13
Comgest Growth Europe EUR I Acc	1,00	1,05
JPMorgan Funds - Europe Strategic Growth Fund A	1,50	1,75
Diferencias	-0,50	-0,70
DPAM Capital B - Equities US Dividend A EUR Dis	1,00	1,29
DWS Invest CROCI US Dividends TFC	0,50	0,63
Diferencias	0,50	0,66

Fuente: Elaboración propia, basada en la información de (Morningstar, 2020)

Tabla 7: Rentabilidades comparadas entre ambos estilos de inversión (I)

	Fondo	Rentabilidad Media (%)			
		Media anual	2017	2018	2019
Sin Comisiones	Aberdeen Standard SICAV I - European Equity Fund I Acc EUR	13,55	12,79	-7,94	35,80
	DPAM INVEST B - Equities Europe A Dis	11,33	15,07	-11,46	30,39
	Diferencia	2,22	-2,28	3,52	5,41
Con Comisiones	Aberdeen Standard SICAV I - European Equity Fund I Acc EUR	11,90	11,14	-9,59	34,15
	DPAM INVEST B - Equities Europe A Dis	8,07	11,81	-14,72	27,13
	Diferencia	3,83	-0,67	5,13	7,02
Sin Comisiones	Allianz Global Investors Fund - Allianz Convertible Bond IT EUR	2,67	2,38	-5,50	11,14
	DNCA Invest Convertibles Class I shares EUR	2,03	6,88	-8,78	7,98
	Diferencia	0,65	-4,50	3,28	3,16
Con Comisiones	Allianz Global Investors Fund - Allianz Convertible Bond IT EUR	1,08	0,79	-7,09	9,55
	DNCA Invest Convertibles Class I shares EUR	0,19	5,04	-10,62	6,14
	Diferencia	0,90	-4,25	3,53	3,41
Sin Comisiones	Artemis Funds (Lux) - US Smaller Companies A USD	14,71	6,73	5,35	32,04
	Alger SICAV - Alger Small Cap Focus Fund Class A US	19,24	12,03	17,57	28,11
	Diferencia	-4,53	-5,30	-12,22	3,93
Con Comisiones	Artemis Funds (Lux) - US Smaller Companies A USD	11,36	3,38	2,00	28,69
	Alger SICAV - Alger Small Cap Focus Fund Class A US	15,37	8,16	13,70	24,24
	Diferencia	-4,01	-4,78	-11,70	4,45
Sin Comisiones	BL-Global 75 AM EUR Inc	7,44	5,46	-2,72	19,59
	Allianz Strategy 75 CT EUR	9,11	14,55	-10,12	22,89
	Diferencia	-1,66	-9,09	7,40	-3,30
Con Comisiones	BL-Global 75 AM EUR Inc	5,56	3,58	-4,60	17,71
	Allianz Strategy 75 CT EUR	5,90	11,34	-13,33	19,68
	Diferencia	-0,33	-7,76	8,73	-1,97
Sin Comisiones	BlackRock Global Funds - United Kingdom Fund D2	10,69	11,72	-11,08	31,43
	Threadneedle UK Extended Alpha Fund Institutional Accumulation GBP	9,08	7,10	-11,68	31,82
	Diferencia	1,61	4,62	0,60	-0,39
Con Comisiones	BlackRock Global Funds - United Kingdom Fund D2	8,87	9,90	-12,90	29,61
	Threadneedle UK Extended Alpha Fund Institutional Accumulation GBP	7,49	5,51	-13,27	30,23
	Diferencia	1,38	4,39	0,37	-0,62
Sin Comisiones	BNP Paribas Funds Europe Multi-Factor Equity Classic EUR	10,30	14,54	-7,41	23,76
	Amundi Funds - European Equity Conservative I EUR	8,36	8,52	-7,74	24,29
	Diferencia	1,94	6,02	0,33	-0,53
Con Comisiones	BNP Paribas Funds Europe Multi-Factor Equity Classic EUR	7,32	11,56	-10,39	20,78
	Amundi Funds - European Equity Conservative I EUR	7,25	7,41	-8,85	23,18
	Diferencia	0,07	4,15	-1,54	-2,40

Fuente: Elaboración propia, basada en la información de (Morningstar, 2020)

Tabla 8: Rentabilidades comparadas entre ambos estilos de inversión (II)

	Fondo	Rentabilidad Media (%)			
		Media anual	2017	2018	2019
Sin Comisiones	BNP Paribas Funds Europe Small Cap Classic Capitalisation	12,11	19,55	-12,08	28,87
	AXA World Funds - Framlington Europe Small	10,22	15,2	-12,01	27,46
	Diferencias	1,90	4,35	-0,07	1,41
Con Comisiones	BNP Paribas Funds Europe Small Cap Classic Capitalisation	8,14	15,58	-16,05	24,90
	AXA World Funds - Framlington Europe Small	8,64	13,62	-13,59	25,88
	Diferencias	-0,49	1,96	-2,46	-0,98
Sin Comisiones	Candriam Sustainable - Europe I Cap	11,30	11,36	-9,41	31,95
	Candriam SRI Equity EMU I EUR Acc	13,89	32,77	-2,07	10,98
	Diferencias	-2,59	-21,41	-7,34	20,97
Con Comisiones	Candriam Sustainable - Europe I Cap	9,86	9,92	-10,85	30,51
	Candriam SRI Equity EMU I EUR Acc	12,43	31,31	-3,53	9,52
	Diferencias	-2,57	-21,39	-7,32	20,99
Sin Comisiones	Comgest Growth Europe EUR I Acc	14,48	13,38	-4,51	34,57
	JPMorgan Funds - Europe Strategic Growth Fund A	12,50	16,85	-10,74	31,39
	Diferencias	1,98	-3,47	6,23	3,18
Con Comisiones	Comgest Growth Europe EUR I Acc	12,43	11,33	-6,56	32,52
	JPMorgan Funds - Europe Strategic Growth Fund A	9,25	13,60	-13,99	28,14
	Diferencias	3,18	-2,27	7,43	4,38
Sin Comisiones	DPAM Capital B - Equities US Dividend A EUR Dis	10,97	3,56	-2,12	31,46
	DWS Invest CROCI US Dividends TFC	12,66	4,97	1,77	31,23
	Diferencias	-1,69	-1,41	-3,89	0,23
Con Comisiones	DPAM Capital B - Equities US Dividend A EUR Dis	8,68	1,27	-4,41	29,17
	DWS Invest CROCI US Dividends TFC	11,53	3,84	0,64	30,10
	Diferencias	-2,85	-2,57	-5,05	-0,93

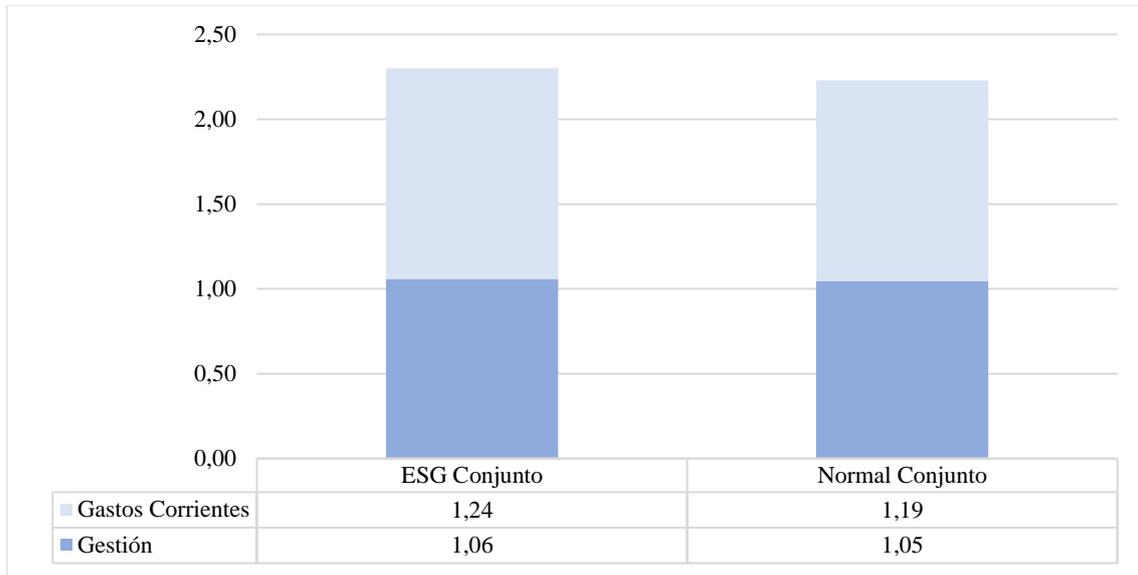
Fuente: Elaboración propia, basada en la información de (Morningstar, 2020)

V.1.2 Resultados del estudio

Respecto al gasto en comisiones se observa que mientras siete fondos sostenibles presentan una comisión mayor en gastos corrientes, solo dos lo hacen en cuanto al gasto de gestión. Adicionalmente, si se cotejan las comisiones en conjunto, es decir uniendo todos los fondos de la misma categoría, los fondos socialmente responsables presentan un gasto medio superior en un 0,07% respecto a los convencionales. Del cual un 0,06% proviene de las comisiones de gastos corrientes y tan solo un 0,01% lo hace de la comisión de gestión. Estos resultados coincidirían con las teorías clásicas, previamente comentadas, al reflejar que los gastos de los fondos sostenibles superan a los convencionales.

A continuación, se presenta un gráfico reflejando estos resultados.

Figura 7: Tipo de comisión cobrada (%)

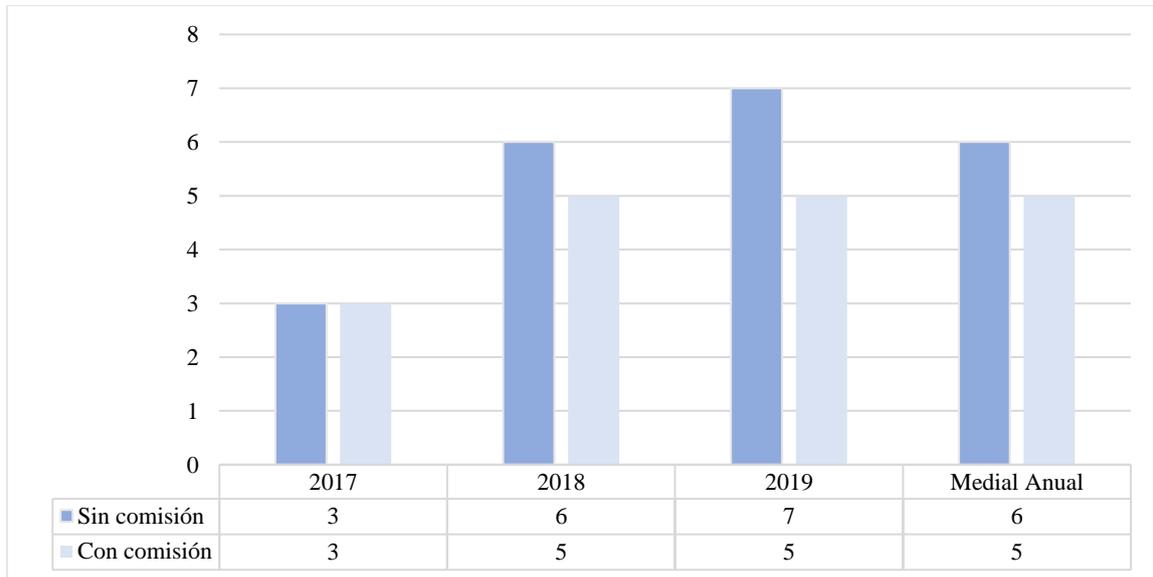


Fuente: Elaboración propia, basada en la información (Morningstar, 2020)

A la hora de mostrar los resultados de los rendimientos conseguidos, se diferenciarán los resultados en número de fondos y los resultados en tanto por ciento. El estudio exhibe que, de las diez parejas, mirando su rendimiento medio anual y sin tener en cuenta las comisiones, en seis de ellas el fondo sostenible tiene una mayor rentabilidad. Sin embargo, si lo estudiamos año a año esta cifra varía. En 2017 solo son tres fondos sostenibles lo que superan a su contrapartida, en 2018 este número asciende a seis y en 2019 son siete. Por otro lado, si incluimos la variable de las comisiones se aprecian cambios. Respecto a la media anual, la cifra desciende a cinco. Mientras que en los años se observan caídas en 2018, de seis a cinco, y en 2019, de siete a cinco. En 2017 se mantiene en tres. Con la excepción de 2017, tanto en el escenario que incluye las comisiones como el que no, al menos en la mitad de los emparejamientos los fondos de inversión socialmente responsables son capaces de batir a su homólogo. Esto concuerda con las conclusiones ofrecidas por los cuatro estudios previamente comentados y respaldan la hipótesis de partida del análisis.

La siguiente ilustración, busca resumir estos resultados.

Figura 8: Fondos ISR con mayor rentabilidad que su comparable

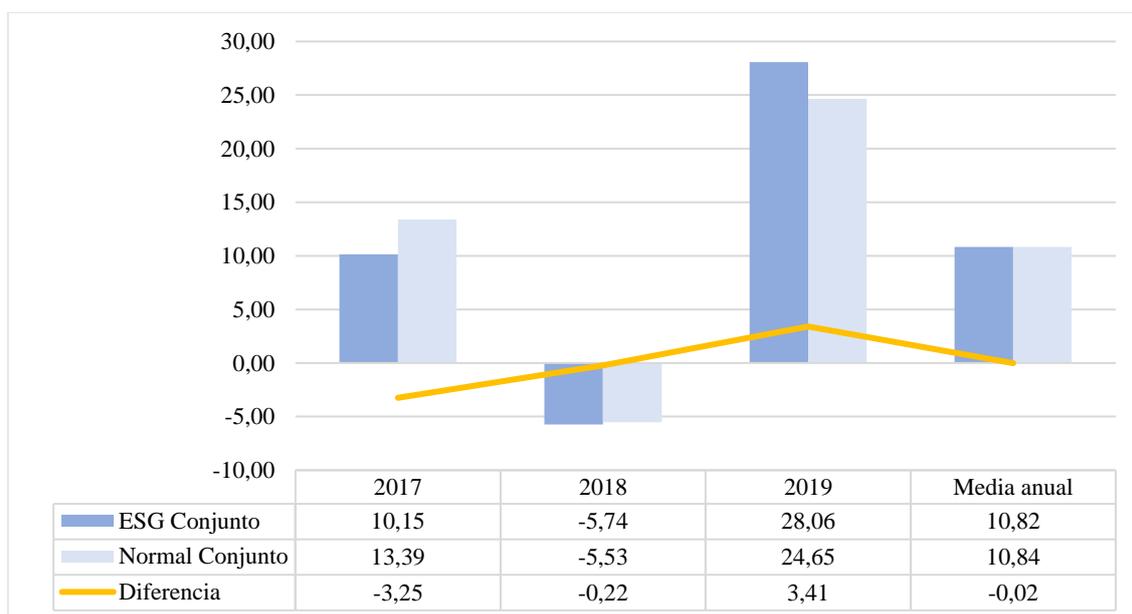


Fuente: Elaboración propia, basada en la información de (Morningstar, 2020)

Respecto a los tantos por ciento y siguiendo la misma estructura, primero sin comisiones y luego con, el estudio refleja la siguiente información. En el apartado sin comisiones, la rentabilidad media obtenida por los fondos socialmente responsable es de 10,82% mientras que por su parte los tradicionales obtuvieron una de 10,84%. Esto supone una ventaja de 0,02% a favor de los segundos. A su vez, al observar el comportamiento por años, en 2017 este peor rendimiento se ve acentuado ya que los fondos sostenibles consiguieron un 10,15% por un 13,39% de los convencionales. En 2018, año complicado en el mundo de los fondos, ambas categorías presentar pérdidas. Siendo estas algo mayores en el caso de los ISR (-5,74% frente a un -5,53%). Por último, en 2019 los fondos socialmente responsables son capaces batir a los convencionales, al presentar unas ganancias del 28,04% frente a un 24,65%. En resumen, los fondos socialmente responsables, en conjunto, a lo largo del este periodo no son capaces de batir a sus respectivos. Por lo tanto, el comportamiento de la muestra contradice lo defendido por los estudios y la hipótesis de partida.

Estos resultados quedan plasmados en el siguiente gráfico.

Figura 9: Comparativa de las rentabilidades presentadas como conjunto (%)



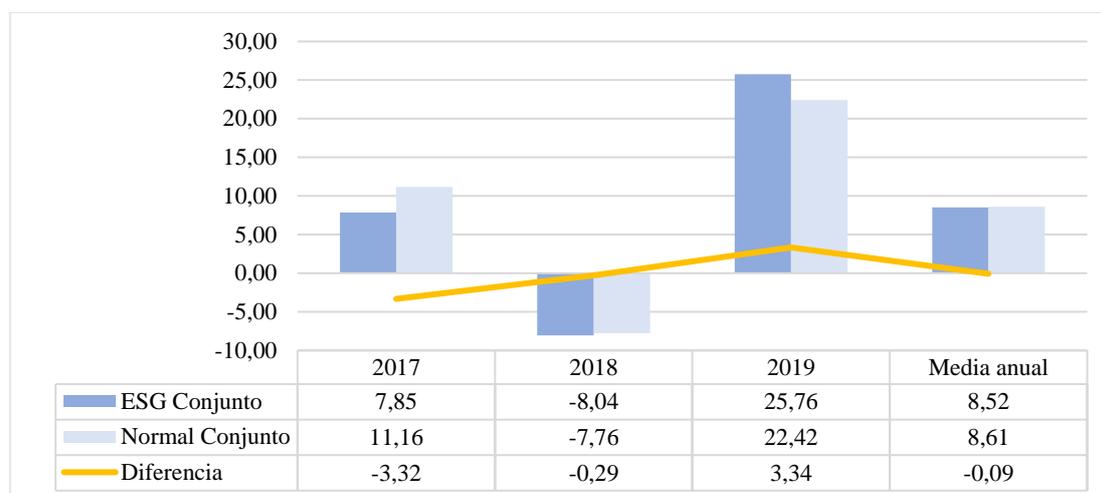
Fuente: Elaboración propia basada en la información de (Morningstar, 2020)

Por último, si añadimos el efecto de las comisiones sobre las rentabilidades se aprecian las siguientes variaciones. En términos de rentabilidad anual media, los fondos sostenibles bajan hasta un 8,52% frente al 8,61% de los tradicionales. Lo que supone una acentuación de la “derrota” al pasar la ventaja de los convencionales de un 0,02% a un 0,09%. En 2017, también se aprecian peores resultados al pasarse de una diferencia del 3,32% frente al 3,25% anterior, a favor de los fondos clásicos. En 2018, al igual que en los otros dos escenarios se presenta una acentuación de la desventaja de los fondos sostenibles. Los fondos tradicionales consiguen un rendimiento superior del 0,29% frente al 0,22% que presentaban previamente. Finalmente, en 2019 se continúa con esta tendencia y en este caso el superávit de los fondos socialmente responsables se reduce de un 3,41% hasta un 3,34%.

Al haberse probado, con anterioridad, que el gasto en comisiones de los fondos socialmente responsable era superior, los resultados obtenidos son lógicos. Además, refuerzan la contradicción ya comentada frente a las ideas presentadas en otros estudios, de que la rentabilidad de los fondos con un estilo ISR no es inferior a la de sus homólogos. Si bien la diferencia entre los rendimientos conjuntos no es muy considerable.

Con el fin de recopilar los datos expuestos se presenta el siguiente gráfico.

Figura 10: Comparativa de las rentabilidades con el impacto de las comisiones (%)



Fuente: Elaboración propia, basada en la información de (Morningstar, 2020)

V.2 Estudio comparativo de índices de ambas categorías

V.2.1 Metodología

En el segundo subapartado del capítulo analítico, se cotejará el comportamiento de índices ISR frente al de índices semejantes, de carácter tradicional. Como ya se ha introducido antes, además de comparar los rendimientos de estos también se busca analizar si existen actuaciones significativamente diferentes entre las diversas regiones mundiales. Consecuentemente, se ha elegido una muestra de diez índices, cinco de ellos formados por criterios de inversión sostenible y los otros cinco serán aquellos índices elaborados en base a los mismos criterios con la excepción de la sostenibilidad. Al mismo tiempo, cada una de estas parejas refleja un mercado o región diferente. Se han escogido índices que representen los siguientes mercados: norteamericano, europeo, japonés, emergentes y global

La elección de los mercados se ha basado en la importancia económica de estos, con el fin de recoger de la manera más representativa el complejo y global sistema económico que rige en la actualidad. Hay que destacar que todos los índices han sido construidos y desarrollados por la firma norteamericana S&P Dow Jones. Consecuentemente, toda la

información y datos utilizados en este apartado proceden de su base de datos, la cual está a disposición del público a través de su página web. A continuación, se presenta una tabla, recogiendo un breve resumen de la composición de los diez índices escogidos para la muestra. Se mantendrá la misma leyenda de colores utilizada hasta el momento, azul para los relacionados con la ISR, blanco para los calificados como tradicionales, verde cuando los sostenibles resulten mejores y rojos cuando suceda lo opuesto (S&P Dow Jones, 2020).

Tabla 9: Descripción de los Índices

Nombre del Índice	Descripción
S&P 500 ESG Index (USD)	Índice diseñado para medir el rendimiento de los valores que cumplen los criterios de sostenibilidad, manteniendo al mismo tiempo unas ponderaciones generales del grupo industrial similares a las del S&P 500.
S&P 500 (USD)	Indicador único de las acciones de gran capitalización de los Estados Unidos de América. El índice incluye 500 compañías líderes y cubre aproximadamente el 80% de la capitalización de mercado disponible.
S&P Europe 350 ESG Index (USD)	Índice diseñado para medir el rendimiento de los valores que cumplen los criterios de sostenibilidad, manteniendo al mismo tiempo unas ponderaciones generales del grupo industrial similares a las del S&P Europe 350
S&P Europe 350 Index (USD)	Formado por 350 empresas líderes de primera categoría procedentes de 16 mercados europeos desarrollados.
S&P Japan 500 ESG Index (USD) TR	Índice diseñado para medir el rendimiento de los valores que cumplen los criterios de sostenibilidad, manteniendo al mismo tiempo unas ponderaciones generales del grupo industrial similares a las del S&P Japan 500
S&P Japan 500 (TR)	Diseñado para representar el mercado de inversión japonés. Los componentes del índice se extraen de empresas elegibles que cotizan en las bolsas de Tokio, Osaka o JASDAQ. Los componentes representan los componentes de gran, mediana y pequeña capitalización de los mercados de valores japoneses.
S&P Emerging Large Mid Cap ESG Index (USD) TR	Índice diseñado para medir el rendimiento de los valores que cumplen los criterios de sostenibilidad, manteniendo al mismo tiempo unas ponderaciones generales del grupo industrial similares a las del S&P Emerging Large Mid Cap
S&P Emerging Large Mid Cap (USD) TR	Formado por los valores que representa el top 85% del capital flotante, ajustado en cada país emergente
S&P Global 1200 ESG Index (USD) TR	Índice diseñado para medir el rendimiento de los valores que cumplen los criterios de sostenibilidad, manteniendo al mismo tiempo unas ponderaciones generales del grupo industrial similares a las del S&P Global 1200
S&P GLOBAL 1200 (TR)	Capturando aproximadamente el 70% de la capitalización del mercado mundial, se elabora mediante la combinación de 7 índices principales. Estos son S&P 500@ (US), S&P Europe 350, S&P TOPIX 150 (Japan), S&P/TSX 60 (Canada), S&P/ASX All Australian 50, S&P Asia 50 and S&P Latin America 40.

Fuente: Elaboración propia, basada en la información de (S&P Dow Jones, 2020)

Al igual que en el estudio previo, se ha estudiado el comportamiento de los índices anteriores a lo largo de los tres últimos años. De la misma manera que también se ha estimado una media anual. Sin embargo, en este análisis se ha contado con una nueva variable: la diferencia entre rentabilidades acumulada. Para su cálculo se ha procedido a sumar las diferencias obtenidas al restar la rentabilidad del índice sostenible a la conseguida por su pareja, año a año. Por último, hay que mencionar que al tratarse de índices la variable comisiones carecía de sentido. Por lo tanto, esta no se ha considerado a lo largo de este estudio. Seguidamente se muestra a través de una tabla, los resultados de comparar las parejas de índices y sus datos correspondientes.

Tabla 10: Índices comparados

	Rentabilidad Media (%)				
	2017	2018	2019	Media Anual	Acumulado
S&P 500 ESG Index (USD)	15,21	-4,62	27,48	12,69	
S&P 500 (USD)	15,56	-4,99	26,16	12,24	
Diferencia	-0,35	0,37	1,32	0,45	1,35
S&P Europe 350 ESG Index (USD)	19,41	-16,61	19,66	7,49	
S&P Europe 350 Index (USD)	13,80	-9,39	13,70	6,03	
Diferencias	5,61	-7,21	5,96	1,45	4,36
S&P Japan 500 ESG Index (USD) TR	17,77	-15,24	17,27	6,60	
S&P Japan 500 (TR)	16,07	-17,23	15,03	4,62	
Diferencias	1,70	1,99	2,24	1,98	5,94
S&P Emerging LargeMidCap ESG Index (USD) TR	21,71	-13,42	14,71	7,67	
S&P Emerging LargeMidCap (USD) TR	22,32	-14,97	16,11	7,82	
Diferencias	-0,60	1,55	-1,40	-0,15	-0,45
S&P Global 1200 ESG Index (USD) TR	16,01	-9,50	23,78	10,10	
S&P GLOBAL 1200 (TR)	16,30	-10,22	22,81	9,63	
Diferencias	-0,29	0,72	0,97	0,47	1,41

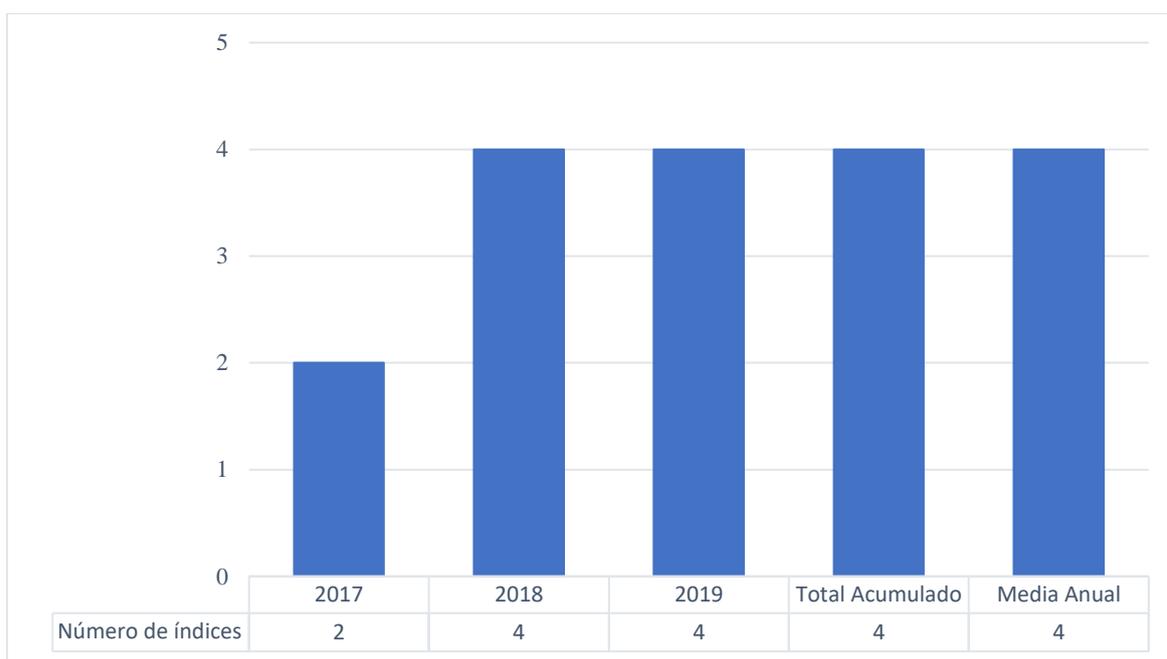
Fuente: Elaboración propia basada en la información de (S&P Dow Jones, 2020)

V.2.2 Resultados del estudio

Al igual que en el estudio previo, los resultados siguen dos pautas. Por un lado, el número entero de índices y por el otro las rentabilidades en tanto por ciento. Respecto al número de índices, como se puede apreciar en la tabla 10, al fijarse en la columna de acumulado son cuatro de los cinco índices socialmente responsables los que baten a su pareja. Esta cifra se repite al analizar la rentabilidad media anual. Siendo el índice de los emergentes, en ambos casos, el “derrotado” por su comparable. Si nos fijamos de forma anual, se aprecia que en los años 2018 y 2019 de nuevo son cuatro índices ISR los que obtienen mejores resultados. Sin embargo, estos se diferencian en que índice sostenible es el que no consigue superar al convencional, en 2018 será el europeo mientras que en 2019 será el emergente. Por último, en 2017 es el único donde son solo dos los índices sostenibles capaces de obtener mejores resultados que su semejante. En este caso el norteamericano, el emergente y el global se ven aventajados por sus índices tradicionales.

Estos resultados, se resumen en la gráfica que se muestra a continuación.

Figura 11: Índices sostenibles que baten a su comparable



Fuente: Elaboración propia basada en la información de (S&P Dow Jones, 2020)

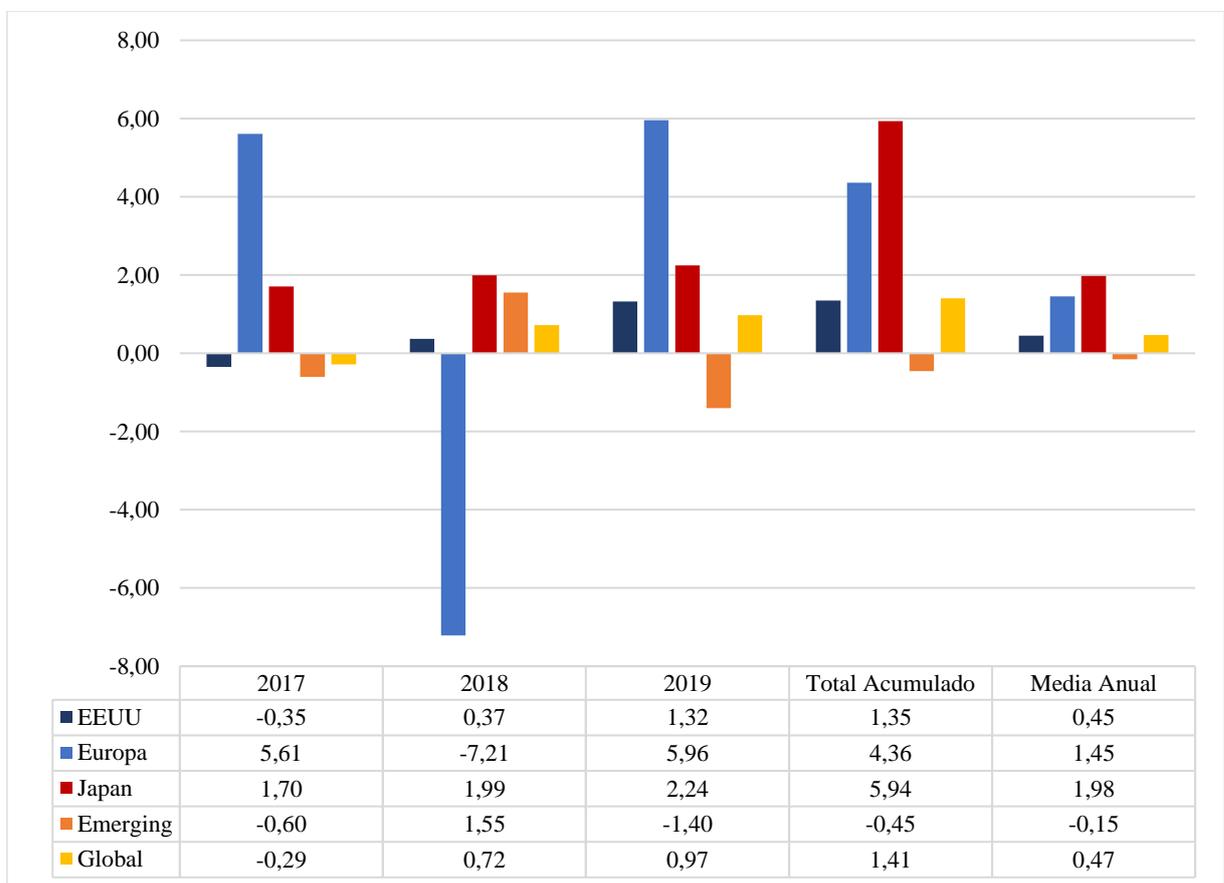
Si nos centramos en las rentabilidades, en tanto por ciento, presentadas a lo largo de estos tres años se aprecian los siguientes resultados. Respecto al total acumulado, al restar los rendimientos anuales y posteriormente sumar las diferencias, nos encontramos que todos los índices, con la excepción del emergente, baten a su comparable. Sin embargo, los porcentajes varían a lo largo de las regiones. De nuevo recurriendo a la tabla 10, vemos que el índice socialmente responsable japonés es el que mejor se ha comportado, respecto a su pareja, al conseguir casi un 6% más en los últimos tres años. Seguidamente tenemos al europeo que se acerca a un superávit de casi el 4,5%. Detrás de ellos se encuentran el americano y el global que, a pesar de obtener cierta ventaja, esta se limita a unas cifras situadas entre el 1,3% y el 1,5%. Por último y como gran contraste, nos encontramos con el emergente y su déficit de 0,45%. Este comportamiento se repite de nuevo al centrarnos en las rentabilidades medias anuales. Donde los porcentajes, como es lógico, se ven reducidos a un 2%, un 1,5% y cercanos al 0,5%, en los índices japonés, europeo, norteamericano y global respectivamente. En el caso del emergente, se reduce hasta el -0,15%.

Por otro lado, si nos fijamos en los resultados anuales conseguidos por la muestra se aprecian lo siguiente. Durante el año 2017 el índice sostenible europeo muestra unas ganancias superiores del 5,61% muy por encima del japonés, el otro índice con superávit, con un 1,7%. A su vez, entre los tres índices batidos por su comparable, los déficits son similares entre el global y el norteamericano con datos cercanos al 0,3%. Sin embargo, el emergente pierde el doble, porcentualmente hablando, con un 0,6%. En 2018, resalta que el índice sostenible europeo pasa de tener el mejor resultado a ser el único que sale “vencido” por su índice convencional. Además, lo hace de una manera brusca al presentar una diferencia negativa del 7,21%. Por su parte, el japonés muestra una tendencia creciente pasado del 1,7% al 1,99% y los otros tres índices presentan el siguiente superávit: el norteamericano un 0,37%, el global un 0,72% y el emergente un 1,55%. Pasando así el emergente de tener el peor resultado a situarse con el segundo mejor. Por último, durante el 2019 el europeo recupera la primera posición al conseguir un rendimiento superior del 5,96% y el japonés seguirá con su continuo crecimiento, llegando hasta el 2,24%. Mientras que el norteamericano como el global volverán a presentar datos positivos, con superávit de 1,32% y de 0,97% respectivamente.

Finalmente, el emergente caerá de nuevo y exhibirá una desventaja del 1,4% respecto a su par.

De estos resultados, se puede decir que por norma los índices sostenibles tienen un rendimiento superior que sus semejantes. Por lo tanto, los resultados obtenidos reforzarían las teorías defendidas en los estudios comentados con anterioridad, así como cumplirían la hipótesis inicial. Por otro lado, la información analizada refleja que el comportamiento de la ISR obtiene rendimientos muy dispares a lo largo de los diferentes mercados. Para terminar, se exhibe una pequeña grafica a modo resumen de todo lo comentado durante este subapartado.

Figura 12: Evolución de la rentabilidad comparada por regiones (%)



Fuente: Elaboración propia basada en la información de la web (S&P Dow Jones, 2020)

VI. CONCLUSIONES

El objetivo de este trabajo era analizar, de manera breve, la nueva tendencia dentro del mundo de la inversión, la ISR y en particular su instrumento más popular, los fondos de inversión sostenibles.

Como se comenta en la introducción y en base a los datos que se presentan en ella, la ISR ha experimentado un continuo crecimiento y una aceptación cada vez mayor entre el inversor, no solo privado, sino que también entre el institucional. Por ello, se podría concluir que este estilo de inversión se está afianzando con el paso del tiempo y por consiguiente la cantidad de capital que atraerá seguirá aumentado en los próximos años. Consecuentemente, los fondos sostenibles se reforzarán en los años venideros, aumentado su número y la cantidad de capital captado. En el caso de los fondos, el crecimiento además de sostenerse en el carácter social se ve consolidado por la rentabilidad que este tipo de instrumento ha conseguido ofrecer en los últimos años. Como se refleja en los estudios de otros expertos, comentados a lo largo del trabajo, y en los resultados obtenidos a lo largo del análisis, presentado en el capítulo V, es factible argumentar que por norma general los fondos sostenibles son más que capaces de generar un rendimiento igual o superior a sus homólogos convencionales. Por lo tanto, siguiendo la lógica financiera, al ofertar una mayor rentabilidad al mismo nivel de riesgo se atraerá una mayor cantidad de inversores y de capital.

Otra de las conclusiones extraídas de ambos estudios es la idea de que el modelo de gestión de estos fondos es cada vez más eficiente y concienzuda, lo que se traduce en unos resultados cada vez mejores. Esta idea refuerza lo respaldado por la *Social Theory of the Firm*, comentada previamente. Este pensamiento se basa en las rentabilidades anuales, de ambas investigaciones, las cuales presentan una evolución creciente a lo largo de los tres años. Mención especial merece el año 2019, donde casi en su totalidad la ISR bate a sus similares tradicionales. De la misma forma, una mejor gestión es una reacción lógica del mercado, puesto que, ante una mayor demanda de este tipo de inversión, el mercado tenderá a aumentar su oferta. Al estar tratando el tema de fondos, es sabido que uno de los elementos diferenciales es la gestión del capital. En consecuencia, los mejores

gestores comenzarán a enfocarse en este tipo de instrumentos, para continuar atrayendo grandes cantidades de inversores, y con ello la calidad de la gestión se verá incrementada.

Esta opinión no es única, sino que es compartida por varios expertos, siendo un ejemplo Jonas Nilsson y su estudio, “*Investment with a Conscience*”. En este ensayo argumentará que, debido a la percepción de los inversores, los cuales consideran que a largo plazo la ISR dará mayor rentabilidad, los gestores de los fondos han comenzado a perfeccionar sus métodos para fortalecer sus resultados en esta área y ser capaces de atraer una mayor cantidad de fondos (Nilsson, 2008).

Asimismo, sustentándose en las rentabilidades expuestas en ambos estudios, se aprecia que los mercados financieros han experimentado una gran volatilidad en estos tres últimos años. Con cambios en las rentabilidades entre un 15% y 30%, hay que destacar el año 2018, donde casi en su totalidad todos los rendimientos fueron negativos. Por esta razón, se podría hablar de una pequeña crisis financiera mundial a lo largo de este periodo que fue especialmente acentuada en los mercados europeos.

Por otro lado, del segundo análisis se puede extraer el pensamiento de que la ISR no muestra un comportamiento similar en los diferentes mercados. Es más, se podría decir que hay dos mercados muy volátiles, el europeo y el emergente, en los que se presentan unas variaciones drásticas, especialmente en el europeo, con variaciones cercanas al 12% respecto a las diferencias. Por su parte, los otros tres mercados: norteamericano, global y el japonés; muestran una tendencia de continuo crecimiento que refuerza la primera conclusión ya expuesta. Esta idea de que los comportamientos difieren entre regiones se ve reforzada al observar los mercados presentes en los fondos *best-in-class* estudiados. Puesto que, dentro de las diez parejas cotejadas, en las dos con foco de inversión en el mercado norteamericano, los socialmente responsables han sido batidos, mientras que los europeos son capaces de mejorar a sus comparables.

En relación con el dominio absoluto de los fondos europeos entre los *best-in-class*, se podría defender que una de las razones es la gran volatilidad que presenta el mercado europeo de ISR. Esta volatilidad, implica que, durante los años de bonanza, gracias a sus acertadas participaciones, obtuvieron beneficios muy generosos, lo que les permitió minimizar en cierta manera la caída experimentada en 2018, asegurando con ello una rentabilidad anual media más que suficiente para ser denominado como *best-in-class*.

De manera añadida, a pesar de que el índice global busca representar el 70% de la capitalización mundial y contiene activos de los siete índices mundiales más relevantes, su comportamiento está muy ligado al norteamericano. Ya que, al analizar las rentabilidades presentadas por ambos índices en los últimos tres años, donde el índice global no solo imita la tendencia, creciente o descendiente, del norteamericano, sino que lo hace además en cuantías muy parejas. Esto no haría más que reforzar la idea generalizada de que el mercado norteamericano es el gran motor de la economía global.

Por último, al analizar la composición de los criterios tanto de Morningstar como de S&P Dow Jones, es complicado negar la estrecha relación entre la ISR y la RSC, puesto que ambas compañías, consideran esta responsabilidad como una de las variables claves para poder definir la inversión como socialmente responsable.

En resumen, los fondos de inversión socialmente responsables son un instrumento al alza dentro de los mercados financieros. Estos están siendo capaces de atraer cada vez una mayor cantidad de capital, gracias a la tendencia social y a una gestión cada día más eficiente. Sin embargo, la situación actual de la ISR es muy dispar en los diferentes mercados. Mientras que en los mercados más desarrollados goza de gran prestigio y está experimentando un rápido crecimiento, en los emergentes la ISR aún se encuentra en un segundo nivel de relevancia.

VII. BIBLIOGRAFÍA

- Balaguer, M. R. (2007). *La inversión socialmente responsable y la responsabilidad social empresarial en los mercados financieros: una aplicación a las instituciones gestoras en España*. Madrid, España: CNMV. Monografía Número 27, Octubre.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., Dalò, A., & Herzelt, S. (2015). *Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis*. Buenos Aires, Argentina: *Applied Economics*. Volumen 47, Número 25, Páginas 2541–2562.
- Blanco, E. (2009). *Análisis de la calidad de la información medioambiental suministrada por las PYMES*. España: *Análisis Financiero*. Volumen 109, Páginas 6-16.
- Chegut, A., Schenk, H., & Scholtens, B. (2011). *Assessing SRI Fund Performance Research: Best Practices in Empirical Analysis*. Bangkok, Tailandia: *Sustainable Development*. Volumen 19, Páginas 77-94, Febrero.
- CNMV. (2015). *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Madrid, España. Febrero.
- Contreras-Salluca, N., & Dámaris, E. (2015). *Estructura financiera y rentabilidad: origen, teorías y definiciones*. España: *Valor Contable*. Volumen 2, Número 1, Páginas 35-44.
- European Parliament. (Marzo de 2000). *European Parliament*. Obtenido de https://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_es.htm (última consulta el 15 de marzo de 2020)
- Eurosif. (2006). *European SRI Study 2006*. París, Francia: Eurosif.
- Eurosif. (2012). *Eurosif-Responsible Investment Strategies*. Obtenido de <http://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/> (última consulta el 15 de marzo de 2020)
- Fraser, A., Stefanie, T., Mylene, L., & Nicholas, M. (2016). *A review of the literature on Social Impact Bonds*. Londres, Reino Unido: *London School of Hygiene & Tropical Medicine*. Junio.
- Hernandez, D., & Hugger, C. (2016). *Creating Social Impact Through Responsible Investing*. Estados Unidos: *Benefits Magazine*. Volumen 53, Número 2, Páginas 14-22, Febrero.
- Humphery, J., & Tan, D. (2014). *Does it Really Hurt to be Responsible?*. Estados Unidos: *Journal of Business Ethics*. Volumen 122, Páginas 375-386.
- Levine, A., & Emerson, J. (2011). *Transforming How We Make Money while Making a Difference*. San Francisco, Estados Unidos: *Jossey-Bass*. Volumen 6, Número 3, Páginas 9-18

- Lizcano, J. (2004). *Rentabilidad Empresarial Propuesta Práctica De Análisis y Evaluación*. Madrid, España: Cámaras de Comercio, Servicios de Estudios.
- López, F.-J., Bellostas, A.-J., & Moneva, J.-M. (2016). *Evaluation of the Cultural Environment's Impact on the Performance of the Socially Responsible Investment Funds*. Estados Unidos: *Journal of Business Ethics*. Volumen 150, Páginas 259–278.
- Martin, M. (2013). *Status of the Social Impact Investing Market: A Primer*. Reino Unido: *UK Cabinet Office*. Junio
- Morningstar. (2020). *Morningstar-Fondos*. Obtenido de <https://www.morningstar.es/es/funds/default.aspx>. (última consulta el 5 de febrero de 2020)
- Muñoz, M. J., & Fernandez, M. A. (2009). *Inversión Socialmente Responsable: Estrategias, Instrumentos, Medición y Factores de Impulso*. Madrid, España: AECA. 1º Edición, Julio.
- Nilsson, J. (2008). *Investment with a Conscience: Examining the Impact of Pro-Social Attitudes and Perceived Financial Performance on Socially Responsible Investment Behavior*. Estados Unidos: *Journal of Business Ethic*. Volumen 83, Páginas 307-325.
- Rathner, S. (2013). *The Influence of Primary Study Characteristics on the Performance Differential Between Socially Responsible and Conventional Investment Funds: A Meta-Analysis*. Estados Unidos: *Journal of Business Ethics*. Volumen 118, Páginas 349–363 .
- Rodríguez, M. (2019). *BBVA*. Obtenido de <https://www.bbva.com/es/que-es-un-fondo-de-inversion-socialmente-responsable/> (última consulta el 15 de marzo de 2020)
- S&P Dow Jones. (5 de Febrero de 2020). *S&P Dow Jones Indices*. Obtenido de <https://us.spindices.com/> (última consulta el 5 de febrero de 2020)
- Sánchez, J.-P. (2002). *Análisis de Rentabilidad de la empresa*. Murcia: Universidad de Murcia. Obtenido de 5campus.com. (última consulta el 15 de marzo de 2020)
- Social Investment Forum. (2006). *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States Investing Trend*. Washington, Estados Unidos. Enero.
- Spainsif. (s.f.). *Spainsif*. Obtenido de <https://www.spainsif.es/acerca-de-spainsif/asociado-a-eurosif/> (última consulta el 15 de marzo de 2020)
- Stanley, J. (2012). *UNEP: The first 40 Years*. Nairobi: UNON/Publishing Section Services.
- US / SIF Foundation. (2018). *Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2018*. Washington, Estados Unidos.
- WBCSD . (2020). *WBSCD-History*. Obtenido de <https://www.wbcsd.org/Overview/Our-history> (última consulta el 15 de marzo de 2020)

- Yan, S., Ferraro, F., & Almandoz, J. (2019). *The Rise of Socially Responsible Investment Funds: The Paradoxical Role of the Financial Logic*. Reino Unido: *Administrative Science Quarterly* 64 (SC Johnson College of Business). Volumen 64, Páginas 466-501.
- Zamora, I. (2011). *Rentabilidad y Ventaja Comparativa: Un análisis de los sistemas de producción de guayaba en el estado de Michoacán*. España: Editorial Académica Española.

VIII. ANEXOS

VIII.1 Explicación de la división realizada por Eurosif

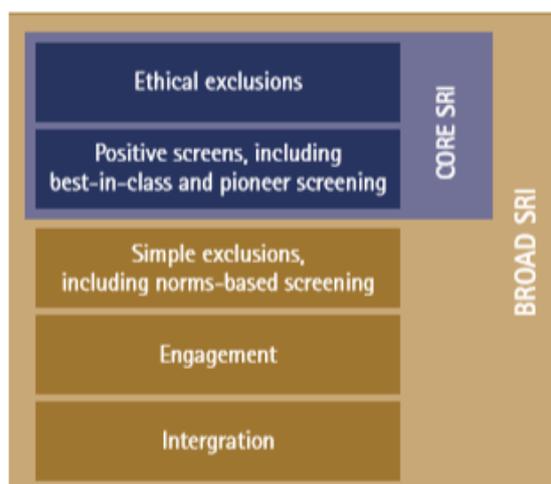
Figura 13: Resumen de la clasificación del Eurosif

In 2003, Eurosif segmented European SRI into three areas, based on differing strategies: Core, Simple exclusions and Engagement – the sum of all three provided a European SRI market of up to €336 billion.

For the 2006 study, Eurosif has decided on a different means of segmentation based on the market's evolution over the past 2 to 3 years. Thus, the two key segments Eurosif employs to categorise European SRI in the present study are **Core SRI** and **Broad SRI**. They are briefly defined in the following manner:

- **Core SRI:** Ethical exclusions, positive screens (including Best-in-class, Pioneer screening),
- **Broad SRI:** Core SRI plus Simple exclusions, including Norms-based screening, plus Engagement and Integration.⁵

FIGURE 1: STRATEGIES BELONGING TO CORE SRI AND BROAD SRI



Source: Eurosif

There are multiple reasons for regrouping the strategies in these two different markets, part observation and part assumptions, but pointing in similar directions. These are:

- **Cultural:** Debates continue amongst some SRI practitioners as to what actually qualifies as SRI. Dividing Core and Broad SRI roughly follows the lines of this debate.
- **Customer-related:** Many Core SRI customers are historical advocates of SRI such as individuals, churches and activists, while Broad SRI customers are mostly large institutional investors.
- **Practical:** this split allows us to compare some of the data with the market sizes elaborated in 2003.
- **Historical:** Core SRI may generally be perceived as the "more traditional" form of SRI.
- **Economic:** Core SRI and Broad SRI differ in relative size (Broad is much larger).
- **Strategic:** as a result of the above, one may anticipate different evolutions for these two families of SRI strategies.

In particular, the "cultural" and "customer-related" points suggest why Simple exclusions have now been included in the Broad SRI family as opposed to being a stand alone practice as in 2003. As we will also see, this choice is also justified because our findings about the Simple exclusions market differ considerably from those of 2003.

With these definitions and explanations in mind, we may now take a look at the European SRI market.

Fuente: Informe Eurosif 2006 (Eurosif, 2006)

VIII.2 Funcionamiento del *rating* de sostenibilidad de Morningstar

El *rating* de Sostenibilidad Morningstar es una medida de lo bien que las empresas incluidas en un fondo están manejando sus riesgos y oportunidades de *ESG* en comparación con fondos similares. Utilizamos los datos de *ESG* a nivel de empresa de Sustainalytics, un proveedor líder de *ratings* y análisis de *ESG*, para el cálculo del *rating* (vea nota 1 a continuación). Todos los fondos con al menos el 50 % de sus activos en empresas con una calificación *ESG* por parte de Sustainalytics recibirán un *rating*.



Fuente Web oficial (Morningstar, 2020)

El *rating* de Sostenibilidad se asigna a los fondos en dos pasos. En primer lugar, se calcula un *Scoring* Morningstar de Sostenibilidad de la Cartera. Esta puntuación es una media ponderada por patrimonio de las puntuaciones *ESG* normalizadas a nivel de compañía de una determinada cartera, teniendo en cuenta deducciones por eventuales controversias en las que las empresas de la cartera están actualmente involucradas. (Para más información sobre la metodología utilizada por Sustainalytics, consulte el documento de metodología de *rating* de Sostenibilidad Morningstar - (vea nota 2). Se normalizan las notas *ESG* de Sustainalytics para hacerlas comparables entre compañías de la industria, lo cual es necesario cuando se califican carteras diversificadas.

A continuación, clasificamos los fondos en cinco grupos distribuidos según una normal comparando el *Scoring* de Sostenibilidad de la Cartera con el de los otros fondos de su Categoría Morningstar.

Figura 15: El *Rating* de Sostenibilidad Morningstar

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: Web Oficial (Morningstar, 2020)

Así mismo, se deja a disposición del lector el siguiente link: [https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/744156 Morningstar Sustainability Rating for Funds Methodology.pdf](https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/744156_Morningstar_Sustainability_Rating_for_Funds_Methodology.pdf) el cual dirige a un pdf de siete páginas, donde Morningstar describe con todo lujo de detalle la metodología empleada. Ha de mencionarse, que el texto está escrito en inglés.