

La inversión socialmente responsable en España: El *screening* de los fondos de inversión socialmente responsables

MARÍA ROSARIO BALAGUER FRANCH

Universitat Jaume I
Departamento de Finanzas y Contabilidad

LAURA ALBAREDA VIVÓ

ESADE Business School-Universitat Ramon Llull
Departamento de Ciencias Sociales

JOSEP MARÍA LOZANO SOLER

ESADE Business School-Universitat Ramon Llull
Departamento de Ciencias Sociales

Resumen

La Inversión Socialmente Responsable (ISR) se define como aquella filosofía de inversión que incorpora a los tradicionales criterios financieros, criterios sociales y medioambientales, «transmitiendo, a los inversores el mensaje de que es posible tomar decisiones de inversión que no se rijan de manera exclusiva y excluyente por criterios de rentabilidad económica, y transmitiendo a las empresas, que su gestión se valora desde unos parámetros que tienen en cuenta la integración de los aspectos sociales y medioambientales» (Lozano y Albareda, 2001).

Palabras clave

Responsabilidad Social Corporativa, Inversión responsable, Contabilidad Social

1. Introducción

Los antecedentes históricos de la ISR se remontan al siglo XIX. Durante esa época, en países como el Reino Unido y EEUU estas inversiones estaban vinculadas a las actividades financieras de algunas comunidades religiosas, como la integrada por *cuáqueros*, que excluían de sus inversiones todas aquellas que estaban vinculadas al tráfico de esclavos o a la producción de alcohol (Kinder *et al.*, 1993; Sheperd, 2000; Lozano y Albareda, 2001; Sparkes, 1995, 2002). En EEUU otros colectivos religiosos, especialmente la Iglesia Metodista, se posicionó en contra de las transacciones económicas inmorales: alcohol, tabaco o pornografía, y creó en 1928 la «Fundación Pionera», que siguiendo criterios morales, buscaba invertir «éticamente» (Sparkes, 2002).

Sin embargo, el origen de la actual ISR proviene en gran medida del ambiente político vivido en EEUU en los años 60 (Lydenberg, 2000; Social Investment Forum, 2003). Durante esa década, tal y como señalan varios autores (Schueth, 2003; Schwartz, 2003), diferentes movimientos sociales en defensa de los derechos humanos, del medioambiente, y sobre todo en defensa de la paz, sirvieron para profundizar en la conciencia de la sociedad sobre cuestiones de responsabilidad social. Así, surgió en 1971 el primer fondo de inversión socialmente responsable (FISR), el *Pax World Fund*, que respondía a la demanda de los inversores de excluir de sus operaciones a todas aquellas empresas estadounidenses vinculadas económicamente al mantenimiento militar de la guerra del Vietnam (Sparkes, 2002).

En los años 80, la ISR experimentó importantes avances, debido en gran parte a las protestas contra la política del Apartheid practicada por el gobierno de Sudáfrica, comenzando a extenderse en Europa, especialmente en países como el Reino Unido y Francia, para consolidarse, posteriormente, en la década de los noventa.

No obstante, la evolución de la ISR condujo a la idea de considerar nuevos criterios de selección de empresas. Así, mientras que, en sus orígenes la ISR tuvo una motivación básicamente moral, ideológica o social y se centró en el boicot o la exclusión de determinados sectores industriales de las carteras de inversión, con el tiempo, la ISR se ha reconducido de una idea negativa (de considerar la exclusión de empresas) a otra más positiva, que apuesta por la inclusión de empresas «modélicas» en sus carteras. La nueva corriente que se va imponiendo en los últimos años y que, desde una visión más financiera y con perspectiva a largo plazo, podríamos denominar *inversión sostenible*, trata de incorporar de forma integrada criterios económicos, medioambientales y sociales en la evaluación de las carteras financieras, invirtiendo en las mejores empresas de cada sector (*best in class*).

Actualmente, la ISR está considerada uno de los tipos de inversión más dinámicos e innovadores de la industria de los fondos de inversión. De hecho, podemos afirmar que, hoy en día, los mercados de capitales ya han entendido la trascendencia que tiene la responsabilidad social en la gestión empresarial y en la gestión de riesgos. Este notable crecimiento y desarrollo de la ISR en los mercados financieros internacionales se ha visto favorecido por la aparición de índices financieros socialmente responsables, tales como *Dow Jones Sustainability Index*, *Domini 400 Social Index* y el *FTSE4 Good Index*, utilizados en numerosas investigaciones (Luck y Pilotte, 1993; Kinder *et al.*, 1996; Arms, 1999; Vermeir y Corten, 2001; Balaguer, 2006); por la evidencia de que los FISR no implican una menor rentabilidad (Hamilton *et al.*, 1993; Mallin *et al.*, 1995; Brooks, 1997; Gue-rard, 1997; Russo y Fouts, 1997; Lydenberg, 2000; Simpson y Kohers, 2002; Arenas *et al.*, 2006; Balaguer, 2006), y también por una nueva actitud más comprometida con temas sociales y medioambientales por parte de los inversores (Schwart, 2003; Teoh y Shiu, 1990; Lewis y Webley, 1994; Coffey y Fryxell, 1991; Bonvin y Dembinski, 2002).

Con todo, existen grandes diferencias en cuanto al desarrollo de la ISR en el mundo. Así, EEUU es el país donde el mercado de la ISR cuenta con más instrumentos y donde, por tanto, está más desarrollado. Según datos del *Social Investment Forum* (2006) a finales del 2005, el capital invertido con criterios ISR ha experimentado un incremento anual del 26%, hasta llegar a los 2,29 billones de dólares (*trillion \$*). En términos acumulativos, el universo de capital invertido con algún criterio ISR se ha incrementado más del 258% desde 1995 hasta 2005, mientras que el universo total de capital invertido por las instituciones de fondos de inversión en este país ha aumentado un 249%. Respecto al volumen del capital invertido, actualmente, casi uno de cada diez dólares invertidos por las instituciones de inversión de fondos en EEUU cuentan con algún criterio de preselección de la cartera relacionado con temas sociales, medioambientales o éticos.

Por su parte, Europa, pese a que sigue en la distancia a EEUU en cuanto a la cifra de activos, cuenta con un mercado de ISR cada vez más maduro. Según el informe *Green, Social and Ethical funds in Europe 2005 Review* (Avanzi-SRI Research/SiRi Company, 2005) el número de FISR en Europa, a 30 de junio de 2005, era de 375,¹ lo que supone un incremento

1. El informe de SiRi Group incluye aquellas IIC que utilizan criterios de preselección éticos, sociales y ecológicos, que se comercializan como ISR en el mercado *retail* o a las que puede acceder el inversor individual (no incluye el mercado institucional). Los países que incluye el informe son Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Noruega, Países Bajos, Polonia, Reino Unido, Suecia y Suiza.

del 6% en el último año. En Europa, el Reino Unido mantiene el liderazgo de la ISR, con un 19% de los FISR y un 33,15% de los activos invertidos, que corresponde a un volumen de 7.999 millones de euros. En conjunto, el Reino Unido, junto con Suecia, Francia y Bélgica, concentran el 63,7% de las instituciones de inversión colectiva socialmente responsables. Cabe destacar, por otra parte, los 3.096 millones de euros invertidos en Francia, los 2.679 millones de euros de Italia, los 2.504 millones de Suecia, los 2.136 millones de Bélgica y los 1.758 millones de los Países Bajos.

Frente a estos datos que confirman el crecimiento y el desarrollo de los FISR en los mercados financieros internacionales, destaca el estancamiento y el escaso desarrollo de la ISR en España. En España, el mercado de la ISR tuvo su punto de inflexión en 1999, coincidiendo con la aparición de la mayoría de los FISR, y aunque a finales de 2005 se ha observado cierto dinamismo, con la creación de nuevas instituciones socialmente responsables, España ocupa el último lugar en el ranking europeo con un volumen de patrimonio de 1.031.594 miles de euros².

Hoy en día, la ISR representa tan sólo el 0,49% del patrimonio total invertido en los fondos de inversión mobiliarios en España.³ Son varios los factores que pueden explicar esta situación, desde la menor tradición de invertir en acciones hasta la falta de demanda por parte de los inversores institucionales (que ha sido crucial en otros países), pasando por la falta de impulso, apoyo y promoción por parte de la administración pública, y el débil impulso institucional que le han dado las instituciones gestoras y los grupos financieros que comercializan estos fondos en España.

Tomando como referencia este escenario global y dinámico, en este artículo analizamos el funcionamiento y la aplicación de los diferentes elementos que definen la estructura de los FISR. Concretamente, nos hemos planteado conocer qué criterios negativos o de exclusión se consideran más relevantes para los FISR españoles en la preselección de sus empresas, y de qué modo estos criterios se aplican en la práctica.

2. Este dato se refiere al volumen de patrimonio de los 14 FISR gestionados por instituciones gestoras en España a 31/12/05. Es importante matizar que a finales del año 2005 encontramos en el mercado español 31 FISR, 14 de ellos gestionados por instituciones gestoras en España y 17 gestionados por instituciones gestoras extranjeras. Además, encontramos 4 fondos de inversión solidarios (recordemos la diferencia entre FISR y fondos solidarios, que son aquellos que no realizan preselección de la cartera, y ceden un porcentaje de la comisión de gestión a entidades benéficas y ONGS).

3. El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria en España a 31 de diciembre de 2005 ascendía a 207.449.533 euros. Datos obtenidos de la CNMV, *Informes sobre instituciones de inversión colectiva*, cuarto trimestre de 2005. Hay que tener presente que comparamos el incremento de patrimonio de los 14 FISR gestionados por instituciones gestoras en España y el incremento de patrimonio de todos los fondos de inversión mobiliarios del mercado español.

2. El *Screening* de los Fondos de Inversión Socialmente Responsables

Un FISR es un fondo que introduce, explícitamente, criterios de preselección a partir de valores éticos y de responsabilidad social y medioambiental. Para ello, incorpora en su estructura una serie de elementos que le permiten introducir sus propios criterios en los procesos de toma de decisiones de inversión. Estos elementos son los siguientes (Mackenzie, 1997; Brill *et al.*, 2000; Lozano y Albareda, 2001; Harrington, 2003; Schueth, 2003):

- Política de inversión socialmente responsable que define los criterios del fondo.
- El *screening* o preselección de la cartera o universo de valores invertibles.
- Equipos de investigación sobre responsabilidad social de la empresa; bien sean equipos internos de la gestora o bien centros de investigación externos.
- Institución de control independiente.

Por tanto, los elementos que configuran un FISR son los mismos que los que estructuran un fondo convencional, pero se les añaden los mecanismos que permiten realizar una preselección del catálogo de valores invertibles a partir de criterios sociales, éticos y medioambientales (Lydenberg, 2000).

El elemento diferenciador y fundamental de los FISR radica en el proceso de *screening* o selección de la cartera de inversión conforme a criterios no sólo de rentabilidad económica, sino también social y medioambiental. En este sentido, la ISR supone añadir un cuarto criterio a los tres criterios tradicionales de la inversión: liquidez, rentabilidad y riesgo. Este cuarto criterio supone cuestionarse cuál es el impacto social y medioambiental de las compañías en las que el inversor coloca su dinero, y parte de la base de que las empresas deben jugar un papel en la sociedad que va más allá de obtener beneficios económicos: deben contribuir al desarrollo sostenible.

Aplicando esta metodología, los FISR invierten en el mercado financiero a partir de un análisis de las actuaciones empresariales que no se limita exclusivamente a los criterios económico-financieros, sino que incluye una preselección de la cartera de inversiones desde unos criterios éticos, sociales y medioambientales. Estos criterios pueden concretarse como criterios negativos o de exclusión, o bien como criterios positivos o valorativos. El criterio negativo se basa en la exclusión de la empresa

del catálogo de valores invertibles, mientras que el criterio positivo se concreta en una valoración positiva del comportamiento empresarial para incluirla preferentemente en el mismo catálogo de inversión. La tabla 1 recoge algunos de los principales criterios negativos o positivos utilizados.

Tabla 1. Criterios negativos y positivos utilizados en los FISR

Criterios negativos o de exclusión	Criterios positivos o de valoración
<ul style="list-style-type: none"> - Destrucción del medio ambiente. - Industria de armamento/material nuclear. - Industria de alcohol y tabaco. - Explotación laboral de menores. - Industria de juegos de azar. - Utilización de publicidad agresiva u ofensiva. - Fomento de la violencia. - Industria de la pornografía. 	<ul style="list-style-type: none"> - Promoción del desarrollo local o comunitario de los países en vías de desarrollo. - Protección del Medio Ambiente. - Transparencia en la información. - Respeto de los derechos fundamentales de los trabajadores. - Proyectos integrados armónicamente en sus comunidades.

Fuente: Elaboración propia

Estos criterios varían en cada fondo. Son los propios gestores, junto con la comisión de control independiente, los que los definen en la política de inversión del fondo. De hecho, según Cuesta (2005) puede decirse que existen «dos escuelas»: la británica, más partidaria de utilizar criterios de exclusión; y la americana, que prefiere utilizar criterios positivos de inclusión. No obstante, la opción más comúnmente aceptada es la combinación de ambos tipos de criterios.

Los criterios utilizados en la aplicación del filtro ético suelen estar basados en acuerdos internacionales (OIT, OCDE, ONU,...). Puede haber unos mínimos de carácter excluyente o negativo que corresponden con lo generalmente rechazable por la sociedad (armamento, drogas, pornografía infantil, etc), otros más controvertidos que responden a requerimientos de un grupo social importante (energía nuclear, tabaco, tráfico de armas, etc.), junto a otros criterios valorativos o positivos. A partir de ahí se procede a la valoración de la empresa en función de las respuestas de la compañía a las necesidades de sus grupos de interés. Los tipos de filtrado pueden ser de todo o nada, valorar problemas reales *versus* problemas potenciales, elegir la mejor empresa de la industria, tener en cuenta el impacto proporcional de la actividad cuestionada, o la participación directa o indirecta de la empresa en el tema analizado.

3. El *screening* o criterios de preselección en los fondos de inversión socialmente responsables: Revisión de la literatura

En los últimos tiempos son numerosas las investigaciones (Perks *et al.*, 1992; Arnand y Cowton, 1993; Joly 1993; Gray *et al.*, 1996; Cowton, 1999; Kaidonis, 1999; Lewis y Mackenzie, 2000; Van DerLaan, 2001; Schwartz, 2003) que se han centrado en analizar los criterios, tanto negativos como positivos, utilizados por los FISR para la selección de sus carteras, destacando la importancia que conlleva dicho proceso en la definición de la política del fondo. Bajo este contexto es importante subrayar que el hecho de que un FISR incorpore ciertos valores a su cartera no debe interpretarse como un rechazo del carácter ético, social o ecológico de las empresas no incluidas en dicho fondo (Argandoña y Sarsa, 2000). Esto significa que el fondo garantiza a sus clientes, que las empresas que figuran en su cartera cumplen unos mínimos o responden a unos criterios socialmente responsables, pero evidentemente, sin juzgar a las empresas que no lo hacen. Además, conviene resaltar que nunca se puede hablar en términos absolutos en cuanto a lo «ético» y «no ético», ya que ello nos llevaría a no poder considerar ninguna empresa como objeto de inversión. Según Lydenberg (2000) «seleccionar las inversiones es un medio de expresar valores sociales, a través de la elección de las acciones de una determinada compañía». En este contexto, el establecimiento de los criterios en los FISR está sujeto a un conjunto de reglas y principios que pretenden clarificar y dar una mayor transparencia de los mismos, entre los cuales podemos destacar los siguientes (Joly, 1993):

- *Principio de lo generalmente rechazado*, se refiere a que no se debe invertir en empresas o sectores, cuyas actividades entren en conflicto con los requerimientos morales de la sociedad, como puede ser por ejemplo, el tráfico de drogas o la pornografía infantil.
- *Principio de temas controvertidos*, cuando una inversión entra en conflicto con los requerimientos morales de un grupo social importante, el fondo debe identificar y excluir estas inversiones, nos referimos a aspectos como la energía nuclear, tabaco o tráfico de armas.
- *Principio de prudencia*, se refiere a que se deben valorar todos los aspectos de las empresas, de modo que se puedan identificar todos sus resultados relevantes, sobre medioambiente o sobre las personas, entre otros.
- *Principio de negligencia*, se refiere a que los gestores de FISR deben prestar atención a todas las consecuencias de sus decisiones; la ignorancia no puede servir de excusa.

Podemos observar, por tanto, que la selección y elaboración de criterios socialmente responsables ha sido tema de análisis y lo continua siendo (Luck *et al.*, 1994; Wood, 1991, 1994; DiBartolomeo, 1996; Kahn *et al.*, 1997; Cowton, 1999; Ross y Skerratt, 2003). Cabe considerar, tal y como analiza Mackenzie (1997, 1998) si los FISR tienen enfoques diferentes para escoger sus criterios socialmente responsables. Atendiendo a ésto, Mackenzie (1998) distingue dos tipos de FISR:

- Fondos «market-led»: son fondos que escogen dichos criterios en base a su percepción de lo que demanda el mercado. Es decir, eligen sus criterios socialmente responsables, porque identifican lo que creen que los inversores socialmente responsables quieren, no porque el fondo tenga razones éticas para elegirlos. Estos fondos buscan posicionarse respetando los principales criterios socialmente responsables, pero sin utilizar razonamientos éticos.
- Fondos «deliberate»: son fondos que escogen sus criterios en base a razones socialmente responsables sobre práctica corporativa y la elección de sus criterios incluye un proceso de deliberación ética.

Es decir, se distingue entre fondos que nacen de una inquietud ética, social o medioambiental, de los que simplemente ofrecen inversiones con estas orientaciones, no por convicción o compromiso social, sino como estrategia comercial.

En esta misma línea de investigación, Lewis y Mackenzie (2000) analizan la percepción de comportamientos considerados socialmente responsables y su traslación a criterios de decisión en la selección de activos en diferentes países. En este sentido, son importantes las conclusiones obtenidas por Kaidonis (1999) y Van Der Laan (2001), quienes analizan el mercado australiano, y observan una falta de uniformidad en los criterios sociales de preselección de los FISR, la cual dificulta el proceso de selección de empresas que pueden formar parte de los FISR.

Para Kinder y Domini (1997) la esencia del proceso de *screening* o preselección social se basa en la construcción de un marco teórico que permita evaluar la relación entre una empresa y la sociedad en la que opera. Estos autores analizan la evolución de los criterios de exclusión más utilizados, y constatan que, mientras en sus inicios, los criterios se basaban en la exclusión de inversiones en armamento, bebidas alcohólicas y tráfico de esclavos, actualmente, los criterios de exclusión son más dinámicos, e incluyen nuevos aspectos como el juego o el tabaco, y cada vez más el *screening* se realiza utilizando también criterios positivos.

4. Base de Datos y Metodología de Análisis

La base de datos de nuestra investigación esta formada por los FISR existentes en España a fecha 31/12/01, cuyo volumen de patrimonio y partícipes detallamos en la tabla 2:

Tabla 2. : FISR en España a fecha 31/12/01

Denominación del FISR ó IIC	Patrimonio (miles de euros)	Partícipes
Ahorro Corporación Arco Iris	4.476	565
Bankpyme Green Fund	4.486	600
BCH Solidaridad, FI	8.413	431
BNP Fondo de Solidaridad, FI	7.935	201
DB Ecoinvest, FI	3.261	78
Foncaixa Cooperación, FI	9.811	766
Fondo Ético, FI	9.441	298
Fondo Solidario Pro Unicef, FI	12.137	1.401
Renta 4 Ecofondo, FI	2.888	151
Santander Solidario, FI	4.733	111
Crédit Suisse Equity Fund (Lux)	128,37 millones de euros	-
UBS (Lux) Equity Fund Eco-Performance	429,57 millones de CHF	-

Fuente: Elaboración propia

Para obtener la información relativa a la investigación se elaboró un cuestionario que se remitió a las entidades gestoras, de forma que toda la información a partir de la cual se ha elaborado nuestro estudio ha sido facilitada por las entidades gestoras.

Como ya hemos avanzado, el objetivo de nuestra investigación es el análisis de los criterios negativos⁴ de los FISR en España. Para ello, en primer lugar, nos hemos planteado conocer de qué modo los FISR⁵ hacen

4. Recordemos que los criterios negativos constituyen el grupo de factores que por su presencia en las actividades o comportamientos de una empresa la eliminan directamente del catálogo de valores invertibles, independientemente de cualquier otra actividad de la empresa.

5. El fondo Ahorro Corporación Arco Iris, FI y las SICAV extranjeras Crédit Suisse Equity Fund (Lux) y UBS (Lux) Equity Fund Eco-Performance no tienen en la política de inversión criterios negativos, puesto que basan su preselección en criterios positivos, por tanto, no se han incluido en la investigación.

operativa la aplicabilidad de cada uno de sus criterios negativos, a través de la elaboración de perfiles de operatividad.

Los perfiles de operatividad establecen de forma exhaustiva los comportamientos empresariales concretos a partir de los que se puede excluir una empresa del catálogo de valores invertibles. Los gestores elaboran perfiles de operatividad o de exclusión que van desde un nivel más genérico (cualquier empresa que elabora armamento nuclear) a otros más detallados (empresas que producen sistemas electrónicos que son susceptibles de un doble uso civil o militar, o empresas que suministran ropa o productos de alimentación al ejército). Por tanto, bajo un mismo criterio negativo, puede haber perfiles de operatividad muy diversos. En este sentido, el desarrollo de estos perfiles de operatividad puede estar basado en diferentes elementos de exclusión empresarial: ponderaciones cuantitativas o porcentajes de sus beneficios, definición de parte del proceso de negocio (producción, venta, distribución,...) definición de relaciones con los *stakeholders* (trabajadores, proveedores,...).

En segundo lugar, hemos querido mostrar cómo estos perfiles de operatividad se traducen de forma concreta en el número de empresas excluidas del catálogo de valores invertibles. Con este objetivo, hemos pedido a las gestoras el número de empresas excluidas del Ibex 35.

5. Resultados del Análisis de los Criterios Negativos en los Fondos de Inversión Socialmente Responsables en España

Del análisis realizado en el mercado financiero español, se desprende que, nueve de los doce FISR incluyen en su política de inversión, además de criterios positivos, criterios negativos o excluyentes. Concretamente, los criterios negativos más utilizados por los FISR son los siguientes (tabla 3):

Si comparamos estos criterios con los criterios utilizados en otros países se observan algunas diferencias pero no significativas. Tal y como se observa en la tabla 3, en España, el criterio negativo más utilizado por los FISR es la exclusión de la industria de armamento, mientras que, si comparamos en otros países como EEUU, el criterio más utilizado es la industria del tabaco, seguido del juego o el alcohol.

Profundizando en el análisis de los criterios negativos en la tabla 4 presentamos cada uno de los criterios utilizados por los FISR:

Tabla 3. FISR en España. Criterios negativos más utilizados

Criterio	Número de fondos
Industria del armamento.	9
Industria del tabaco.	4
Empresas que violan los Derechos Humanos.	4
Industria de energía nuclear.	4
Empresas que destruyen la capa de ozono.	4
Empresas contaminantes o con prácticas contrarias al medio ambiente.	3
Empresas que realizan prácticas de manipulación genética.	3
Empresas que destruyen los bosques tropicales.	3
Empresas que realizan prácticas graves contra la salud pública.	3

Fuente: Investigación propia

5.1. Perfiles de Operatividad de los Criterios Negativos en los Fondos de Inversión Socialmente Responsables. Impacto en el IBEX 35.

Como hemos avanzado, la funcionalidad de los FISR que aplican criterios negativos depende del desarrollo de sus perfiles de operatividad, que establecen de forma exhaustiva los comportamientos empresariales concretos, a partir de los que se puede excluir una empresa del catálogo de valores invertibles. En los FISR españoles, el desarrollo de los perfiles de operatividad muestra una gran diversidad en su concreción y aplicación. Esta diversidad se traduce, finalmente, en los resultados de la exclusión, es decir, en el número de empresas excluidas de los índices (en nuestro caso del Ibex 35).

A continuación, mostramos los resultados obtenidos en el desarrollo de los perfiles de operatividad de los criterios negativos más utilizados:

- Criterio de la *industria del armamento*: es el único criterio de exclusión que encontramos en los nueve FISR analizados, pero el desarrollo de la operatividad del criterio es muy desigual. En cuatro de estos FISR no consta ningún perfil de exclusión, y no podemos saber cómo dichos fondos excluyen las empresas. En los cinco fondos restantes la diversidad de desarrollo de los perfiles sigue siendo importante, sólo en uno de ellos se observa un importante trabajo de definición de su operatividad, donde encontramos una exhaustiva definición de lo que se entiende por armamento o bien sobre qué productos o servi-

Tabla 4. Criterios negativos utilizados por los FISR en España

Bankpyme Green Fund	<ul style="list-style-type: none"> - Energía nuclear - Industria del armamento - Industria petrolera y química
BCH Solidaridad, FI	<ul style="list-style-type: none"> - Vulneración de los Derechos Humanos - Prácticas contrarias a la salud pública - Empresas que faciliten el militarismo global y la fabricación/venta de armamento - Prácticas graves contrarias al medio ambiente - Manipulación genética - Destrucción de la capa de ozono - Destrucción de bosques tropicales - Abuso de competencia
BNP Fondo de Solidaridad, FI	<ul style="list-style-type: none"> - Violación Derechos Humanos - Prácticas contrarias a la salud pública - Armamento - Industrias altamente contaminantes - Pornografía o explotación sexual - Máquinas recreativas y juegos de azar
DB Ecoinvest, FI	<ul style="list-style-type: none"> - Sectores que promuevan o usen combustibles fósiles - Minería - Productos químicos y plásticos - Industria maderera, bosques tropicales - Pesca a gran escala - Agricultura y ganadería intensiva - Turismo a gran escala - Producción o uso de elementos que dañen la capa de ozono o favorezcan el cambio climático - Fabricación de armamento - Fabricación o comercialización de tabaco - Relación con la energía nuclear - Fabricación o uso de pesticidas y material agroquímico - Experimentación con animales
Foncaixa Cooperación, FI	<ul style="list-style-type: none"> - Juego - Efecto invernadero - Industria química o papelera - Pesticidas y gases que afecten a la capa de ozono - Pornografía - Industria minera - Metalúrgicas que contaminen - Tabaco

Fondo Ético, FI	<ul style="list-style-type: none"> - Derechos Humanos - Código farmacéutico - Leche infantil en el Tercer Mundo - Criterio nuclear - Criterio militar - Tabaco
Fondo Solidario Pro Unicef, FI	<ul style="list-style-type: none"> - Industrias de fabricación de armamento - Producción de bebidas alcohólicas - Producción de tabaco
Renta 4 Ecofondo, FI	<ul style="list-style-type: none"> - Producción de sistemas de armamento - Producción de energía nuclear
Santander Solidari, FI	<ul style="list-style-type: none"> - Fabricantes y vendedores de armamento - Elaboración de productos que atenten contra la vida o que propicien la explotación infantil - Empresas que discriminen el ser humano, violando sus derechos fundamentales y su dignidad - Empresas que atenten contra la naturaleza deteriorando el medio ambiente - Manipulación genética - Destrucción de la capa de ozono - Destrucción de bosques tropicales - Abuso de competencia

Fuente: Elaboración propia

- cios se excluyen. La dificultad de conocer cuáles son los criterios operativos a partir de los cuáles los gestores excluyen las empresas se traduce finalmente en la diversidad en el número de empresas excluidas del Ibex 35. Mientras, sintomáticamente, los FISR que no definen criterios de operatividad no excluyen ninguna empresa, el FISR que tiene mejor definidos los perfiles, excluye 5 empresas (tabla 5).
- Criterio de *la industria del tabaco*: este criterio es utilizado por cinco FISR. La elaboración de los perfiles de operatividad no está tan desarrollada como en el criterio del armamento. Suelen ser criterios de proceso del negocio o bien porcentajes en su facturación. En este criterio no hallamos tanta diversidad en la exclusión de las empresas del Ibex 35, entre otras razones, porque sólo una de ellas se dedica a la producción de tabaco (tabla 6).
 - Criterio de *la industria de la energía nuclear*: es utilizado por cuatro FISR, y muestra también por parte de algunos de ellos un importante trabajo en el desarrollo de los perfiles de exclusión. Pero, de nuevo,

Tabla 5. Desarrollo de los perfiles de operatividad del criterio negativo industria de armamento

	Bankpy- me Green Fund	BCH Solidari- dad, FI	BNP Fondo de Solida- ridad, FI
Venta o beneficios de esta actividad			
Fabricación de productos o servicios estratégicos no civiles o generales, vendidos al aparato militar			
Fabricación de productos o servicios que son o forman parte de sistemas de armamento convencional y nuclear			
La facturación de armamento supera el 10% del total de la empresa			Sí
Clasificación oficial de material militar y componentes específicos BOE 8/4/98			
Desarrollo, fabricación y venta de armamento convencional y nuclear			
Fabricación de productos de inteligencia o comunicación, sistemas electrónicos o sistemas de medición militar			
Fabricación de sistemas y equipos de guerra			
Fabricación de equipos de apoyo logístico en operaciones militares			
Fabricación de equipos de preparación, formación y simulación militar			
Fabricación de vehículos militares terrestres, marítimos y aéreos			
Número de empresas del IBEX 35 excluidas a 31/12/01	No disponible ¹	No consta ²	1

1. La institución gestora nos ha indicado que no podía poner a nuestra disposición esa información.

2. La institución gestora no ha facilitado el dato.

DB Ecoinvest FI	Foncaixa Cooperación, FI	Fondo Ético, FI	Fondo Solidario Pro Unicef, FI	Renta 4 Ecofondo FI	Santander Solidario, FI
	Sí				
		Sí			
		Sí			
					Sí
				Sí	
No consta	0	2	0	5	0

Tabla 6. Desarrollo de los perfiles de operatividad del criterio negativo industria de tabaco

	BNP Fondo de Solidaridad, FI	DB Ecoinvest, FI	Foncaixa Co-operación, FI	Fondo Ético, FI	Fondo Solidario Pro Unicef, FI
Producción	Sí				
Distribución	Sí				
Ventas o beneficios en la actividad			Sí		
Parte amplia o totalidad del negocio en el sector					Sí
Producción o comercialización de tabaco en un porcentaje superior al 5% de la facturación de la empresa				Sí	
Número de empresas del IBEX 35 excluidas a 31/12/01	0	No consta ²	1	1	1

2. La institución gestora no ha facilitado el dato.

- se observa una importante diferencia en la operatividad de los criterios en los diferentes fondos, al mismo tiempo que en los resultados de las empresas excluidas: un fondo excluye 6 empresas y otro 4, pero hay dos que no excluyen ninguna (tabla 7).
- Criterio de exclusión de las *empresas que vulneran los Derechos Humanos*: este criterio, es utilizado por cuatro FISR. Presenta, unos perfiles de operatividad, muy poco desarrollados y excepto en uno de los fondos (que excluye 2 empresas) parece una declaración de carácter general (tabla 8).
 - Criterios *medioambientales*: en lo que respecta a los criterios medioambientales se observa un importante déficit en el desarrollo de los perfiles de operatividad. Este hecho puede relacionarse con el bajo impacto que tiene la aplicación de dichos criterios en el Ibex 35. Este criterio es utilizado por cinco fondos, pero sólo uno de ellos excluye empresas (concretamente 6, con lo que el contraste es mayor), tal y como se observa en la tabla 9.

Estos datos nos llevan a pensar que la aplicación de la operatividad de los criterios negativos en los FISR en España todavía está, en la mayoría de los casos, muy poco desarrollada, y muestra carencias importantes, tanto en la definición como en el impacto en el número de empresas excluidas, porque no se trata sólo de definir los criterios en la política de inversión, sino de traducir estos criterios a perfiles de operatividad, a partir de los cuáles pueden ser aplicados por los investigadores y analistas de la ISR, para que éstos puedan finalmente excluir las empresas concretas del catálogo de valores invertibles. Si estos perfiles no están claramente definidos es muy difícil que los criterios negativos puedan ser aplicados a la práctica. Esto, además, se traduce en nuestra investigación en la diferencia de empresas excluidas, mientras en algunos criterios algunos FISR excluyen un volumen importante de empresas, la mayoría de los FISR (que no desarrollan criterios de operatividad) no excluyen ninguna empresa. En este sentido, ha resultado difícil averiguar qué empresas del Ibex 35 están excluidas, excepto en dos casos: Fondo Ético, FI y Renta 4 EcoFondo, FI. En general, las gestoras consideran que no son datos públicos. No obstante, un dato importante es que esta exclusión tampoco se ha comunicado a las empresas pues la comunicación entre los gestores de los fondos y las empresas excluidas es prácticamente inexistente, a excepción de algunos criterios en un fondo. A diferencia de los resultados y las técnicas de diálogo (*engagement*) con las empresas excluidas que observamos en otros países europeos, en España no existe casi comunicación, ni menos aún diálogo con las empresas. España es un país donde las diferentes técnicas de *engagement* empresarial

Tabla 7. Desarrollo de los perfiles de operatividad del criterio negativo industria de energía nuclear

	Bankpyme Green Fund	DB Ecoinvest, FI	Fondo Ético, FI	Renta 4 Ecofondo FI
Propiedad o gestión de centrales nucleares			Sí	
Empresas que tienen, operan o distribuyen electricidad generada en plantas de energía nuclear				Sí
Empresas que están involucradas en el diseño o marketing de plantas de energía nuclear				Sí
Empresas que obtienen más del 5% de sus beneficios o más de 50 millones de \$ de sus ventas de productos o servicios del ciclo del uranio destinadas a plantas de energía nuclear				Sí
Grupos financieros que poseen empresas de energía eléctrica de origen nuclear en forma de bonos o stocks				Sí
Grupos que ofrecen servicios financieros a empresas de energía nuclear				Sí
Empresas que operan en la construcción de plantas de energía nuclear				Sí
Número de empresas del IBEX 35 excluidas a 31/12/01				Sí

1. La institución gestora nos ha indicado que no podía poner a nuestra disposición esa información.
2. La institución gestora no ha facilitado el dato.

Tabla 8. Desarrollo de los perfiles de operatividad del criterio negativo empresas que vulneran los Derechos Humanos

	BCH Solidari- dad, FI	BNP Fondo de Solidari- dad, FI	Fondo Ético, FI	Santander Solidario, FI
Empresas con presencia a través de filiales o joint ventures en países con regímenes opresivos		Sí	Sí	
Empresas que no incluyen en su política el apoyo a los Derechos Humanos			Sí	
Sectores estratégicos con cierta responsabilidad en el respeto a los derechos humanos			Sí	
Empresas que no forman parte de iniciativas para promover los Derechos Humanos en la sociedad y en el ámbito de la RSE			Sí	
Aplicación de los criterios de la base de datos de EIRIS			Sí	
Número de empresas del IBEX 35 excluidas a 31/12/01	No consta ²	0	2	No consta ²

2. La institución gestora no ha facilitado el dato.

(diálogo de los gestores y *shareholder activism*) está menos desarrollado. Parece que así estos fondos no pueden tener un gran impacto en las actuaciones empresariales y que, por tanto, al menos hasta hoy, tampoco son mecanismos eficaces para el desarrollo de las políticas de responsabilidad social empresarial de las empresas.

6. Conclusiones

En este artículo nos hemos planteado como objetivo analizar el origen, la evolución y el contexto actual de los FISR en España, a partir del *screening* o análisis de los filtros de selección de dichos fondos.

Los FISR tienen dos objetivos fundamentales. En primer lugar, ofrecen a los inversores la oportunidad de invertir a partir de sus principios y valores éticos, lo que se traduce en el ámbito financiero en la exclusión o la

Tabla 9. Desarrollo de los perfiles de operatividad del criterio de exclusión: criterios medioambientales

	Bankpyme Green Fund	BCH Solidaridad, FI	DB Ecoinvest, FI	Foncaixa Cooperación, FI	Santander Solidario, FI
Dstrucción de la capa de ozono		Sí	Sí	Sí	Sí
Efecto invernadero			Sí	Sí	
Dstrucción de bosques tropicales		Sí	Sí		Sí
Uso de combustibles fósiles			Sí		
Productos químicos y plásticos			Sí		
Material agro-químico			Sí		
Pesticidas			Sí	Sí	
Industria minera			Sí	Sí	
Industria química y petrolera	Sí			Sí	
Industria papelera y maderera			Sí	Sí	
Industria metalúrgica				Sí	
Agricultura y ganadería intensiva			Sí		
Pesca y turismo a gran escala			Sí		
Número de empresas del IBEX 35 excluidas a 31/12/01	No disponible ¹	No consta ²	No consta ²	6	No consta ²

1. La institución gestora nos ha indicado que no podía poner a nuestra disposición esa información.

2. La institución gestora no ha facilitado el dato.

valoración de las empresas en el catálogo de valores invertibles. En segundo lugar, el hecho de valorar las empresas por sus actuaciones sociales y medioambientales fomenta el desarrollo en las empresas de políticas de responsabilidad social.

El análisis realizado nos permite observar cómo estos dos objetivos se materializan en la práctica. El desarrollo de los criterios negativos permite a los inversores la aplicación de sus principios éticos y socialmente responsables. No obstante, creemos que la aplicación de la operatividad de estos criterios en los FISR en España está, en la mayoría de los casos, poco desarrollada y muestra carencias importantes. Algunos gestores han iniciado importantes procesos para alcanzar un desarrollo óptimo de la operatividad de los criterios negativos, si bien la mayoría de los FISR muestra un bajo desarrollo en este campo. Si comparamos los perfiles de operatividad de los criterios negativos en los FISR en España con el desarrollo de estos perfiles en los FISR del Reino Unido,⁶ se observa un déficit importante e incluso preocupante. En el caso de criterios como la exclusión de la industria del armamento, de empresas que vulneran los Derechos Humanos, de la industria del tabaco o de la industria de la energía nuclear, sólo uno o dos FISR han desarrollado perfiles de operatividad. En el ámbito de los criterios medioambientales, el desarrollo de los perfiles de operatividad es casi inexistente.

Respecto al segundo objetivo, es decir, la relación entre las actuaciones sociales y medioambientales y el desarrollo de políticas de RSE, una de las técnicas más importantes que han desarrollado los FISR es el diálogo directo con las empresas. Esta técnica parte de la idea de que la cooperación y el diálogo con las empresas, tanto si son excluidas como si son tomadas en consideración en el catálogo de valores invertibles resultan importantes para desarrollar los valores positivos de las empresas. Del análisis realizado, se observa un déficit importante, pues la comunicación entre los gestores de los FISR y las empresas excluidas del Ibex 35 es prácticamente inexistente, lo que confirma que en España la ISR todavía está lejos de ejercer un impacto empresarial como motor impulsor de políticas de responsabilidad social en las empresas.

Por tanto, en España se ha dado el primer paso: la creación de este tipo de fondos, pero, sin embargo, durante estos años, no se observan grandes avances en la aplicación y el desarrollo de los mecanismos y las técnicas

6. Tomamos como país de referencia el Reino Unido, pues es uno de los países en los que aparecieron por primera vez los FISR, y donde la ISR está más desarrollada; a la vez, es uno de los países donde podemos encontrar más información sistematizada. De hecho, durante la década de los ochenta, la exclusión negativa fue muy estricta. Por ejemplo, muchas empresas de venta directa, como cadenas de supermercados, fueron excluidas por vender productos como el tabaco y el alcohol.

que permiten que la preselección de la cartera pueda ser aplicada. En nuestro país todavía estamos lejos de una consolidación suficiente, tanto en resultados como en prácticas de gestión. En todo este proceso, es fundamental el papel activo y catalizador de las instituciones gestoras como centro neurálgico de los diferentes actores del sistema económico-financiero, mas allá de consideraciones comerciales y de gestión.

Bibliografía

- ARENAS, D.; ALBAREDA, L.; BALAGUER, M.R. (2006), *Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable en España 2006*. Barcelona: IPES-ESADE.
- ARGANDOÑA, A.; SARSA, D. (2000), «Los fondos éticos y la promoción de la ética inversora», *Papeles de Ética, Economía y Dirección*, 5, 1-18, Documento de Investigación IESE, n° 421, Junio, IESE, Universidad de Navarra.
- ARMS, M. (1999), «The Opportunity Cost of Monetary Conviction: A Comparison of the DSI and the S&P 500», *The Park Place Economist*, VII, 21-32, <<http://titan.iwu.edu/~econ/ppe/1999/melissa.pdf>>.
- ARNAND, P; COWTON, C. (1993); «The ethical investor: Exploring dimensions of investment behaviour», *Journal of Economic Psychology*, 14, (2), 377-85.
- AVANZI SRI RESEARCH/SIRI COMPANY (2005), *Green, Social and Ethical funds in Europe 2005 Review*, Milán.
- BALAGUER, M.R. (2006), *La inversión socialmente responsable: tres ensayos*, tesis doctoral, Universitat Jaume I (Castellón).
- BONVIN, J.M.; DEMBINSKI, P.H. (2002), «Ethical Issues in Financial Activities», *Journal of Business Ethics*, 37, 187-202.
- BRILL, H.; BRILL, J.A.; FEINGENBAUM, C. (2000), *Investing with your values*, Ed. New Society Publishers, Canada.
- BROOKS, L. J. (1997), «Business ethics in Canada: Distinctiveness and directions», *Journal of Business Ethics*, 16, 591-604.
- COFFEY, B.; FRYXELL, G. (1991), «Institutional ownership of stock and dimensions of corporate social performance: An empirical examination», *Journal of Business Ethics*, 10, 437-444.
- COWTON, C. (1999), «Playing by the rules: ethical criteria at an ethical investment fund», *Business Ethics: A European Review*, 8, (1), 60-69.
- CUESTA, M. (2005), «Las inversiones socialmente responsables como palanca de cambio económico y social», *Revista Futuros*, 11, vol. III. <<http://www.revistafuturos.info>>

- DIBARTOLOMEO, D. (1996), «Explaining and Controlling the returns of socially screened portfolios», speech to New York Society of Security Analysts, vol.10, September.
- GRAY, R.; OWEN, D.; ADAMS, C. (1996), *Accounting and Accountability*, Prentice-Hall, London.
- GUERARD, J.B. (1997), «Is there a Cost Being Socially Responsible in Investing? It Costs Nothing to be Good», *Journal of Forecasting*, 16, 475-489, The 1997 Moskowitz Prize winner.
- HAMILTON, S; JO, H.; STATMAN, M. (1993), «Doing Well While Doing Good», *Financial Analysts Journal*, Nov./Dec., 62-66.
- HARRINGTON, C. (2003), «Socially Responsible Investing», *Journal of Accountancy*, January, 52-57.
- JOLY, C. (1993), «Ethical demands and requirements in investment management», *Business Ethics: a European Review*, 2, (4), 171-177.
- KAIDONIS, M. (1999), «Social Accountin», *Australian Company Financial Reporting*, 15, Australian Company Accounting Practices (ACAP) Inc, Bayswater, Australia, 347-350.
- KAHN, L.; LEKANDER, C.; LEIMKUHNER, T. (1997), «Just Say No? The Investment Implications of Tobacco Divestiture», *The Journal of Investing*, 6, (4), 62-70.
- KINDER, P.; LYDENBERG, S.; DOMINI, A. (1993), *Investing for good. Making money while being socially responsible*, Nueva York, Harper Collins.
- KINDER, P.; LYDENBERG, S.; DOMINI, A. (1996), «Press Release» (February 19).
- KINDER, P.; DOMINI, A. (1997), «Social Screening: Paradigms old and new», *The Journal of Investing*, 6, (4), 12-20.
- LEWIS, A.; WEBLEY, P. (1994), «Social and ethical investing, beliefs, preferences and the willingness to sacrifice financial return», *Ethics and Economics Affairs*, 8, 171-183, Routledge.
- LEWIS, A.; MACKENZIE, C. (2000), «Morals, money, ethical investing and economic psychology», *Human Relations*, 53, (2), 179-191.
- LOZANO, J.M.; ALBAREDA, L. (2001), *Observatorio de los Fondos de Inversión Éticos, Ecológicos y Solidarios en España*, Barcelona, IPES-ESADE.
- LUCK, C.; PILOTTE, N. (1993), «Domini Social Index Performance», *Journal of Investing*, Fall, 2, (3), 60-72.
- LUCK, C.; TIGRANI, V. (1994), «Ethical Investing and the Returns to Sinful Industries», *BARRA Newsletter*, Spring.
- LYDENBERG D. (2000), «La inversión socialmente responsable: pasado, presente y futuro», I Foro sobre Economía y Responsabilidad Social Empresarial, Diciembre 2000-Zaragoza.

- MACKENZIE, C. (1997), *Ethical Investment and the Challenge of Corporate Reform*, unpublished PhD Thesis, University of Bath, United Kingdom.
- MACKENZIE C. (1998), «The choice of criteria in ethical investment», *Business Ethics: A European Review*, 7, (2), 81-86.
- MALLIN, C. A.; SAADOUNI, B.; BRISTON, R.J. (1995), 'The Financial Performance of Ethical Investment Funds', *Journal of Business Finance and Accounting*, 22, 483-496.
- PERKS, R.W.; RAWLINSON, D. H.; INGRAM, L. (1992), «An Exploration of Ethical Investment in the UK», *British Accounting Review*, 24, 43-65.
- ROSS, M.; SKERRATT, G. (2003), «Socially responsible investment in the UK-criteria that are used to evaluate suitability», *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 10, (1), March, 1-11.
- RUSSO, M. V.; FOUTS, P.A. (1997), «A Resource-based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability», *Academy of Management Journal*, 40, (3), 534-559.
- SCHUETH, S. (2003), «Socially Responsible Investing in the United States», *Journal Business Ethics*, 43, 189-194.
- SCHWARTZ, M.S. (2003), «The «Ethics» of Ethical Investing», *Journal Business Ethics*, 43, 195-213.
- SHEPERD, P. (2000), *A history of ethical investment*, UK Social Investment Forum.
- SIMPSON, W.G.; KOHERS, T. (2002), «The Link Between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry», *Journal of Business Ethics*, January, 35, 97-109.
- SOCIAL INVESTMENT FORUM (2003), *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States* <<http://www.socialinvest.org/>>.
- SOCIAL INVESTMENT FORUM (2006), *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States 2005.10-Year Review* <<http://www.socialinvest.org/>>.
- SPARKES, R. (1995), *The ethical Investor. How to make money work for society and environment as well as for yourself*, Londres, Harper Collins Publisher.
- SPARKES, R. (2002), *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*, J. Wiley, UK.
- TEOH, H. Y.; SHIU, G.Y. (1990), «Attitudes towards corporate social responsibility and perceived importance of social responsibility information characteristics in a decision context», *Journal of Business Ethics*, 9, (1), 71-77.
- VAN DER LAAN, S. (2001), «How Green is my Investment? An Australian Perspective», *Collected Papers of APIRA Adelaide 2001*, The Third Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting Conference.

- VERMEIR, W.; CORTEN, F. (2001), «Sustainable investment: The complex relationship between sustainability and return», *Bank-en Financieuzen / Revue bancaire et financière* <<http://www.ethibel.org/pdf/BankFinEnglish.pdf>>.
- WOOD, D.J. (1991), «Social issues in management. Theory and research in corporate social performance», *Journal of Management*, 17, 2, 383-406.
- WOOD, D. J. (1994), *Business and Society*, New York, 2nd ed. Harper Collins.



Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección

Edif. Colegio de Economistas de Cataluña
Pl. Gal·la Placidia 32, 4ª planta – 08006 Barcelona
Tel.934 161 604 extensión 2019
info@accid.org – www.accid.org