

LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE Y EL GOBIERNO CORPORATIVO: UNA APROXIMACIÓN AL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL

Laura Albareda Vivó
Investigadora Instituto Persona, Empresa y Sociedad
Profesora colaboradora del Departamento de Ciencias Sociales
ESADE - Universidad Ramón Llull
laura.albareda@esade.edu

María Rosario Balaguer Franch
Profesora Asociada Tiempo Completo
Departamento de Finanzas y Contabilidad
rbalague@cofin.uji.es

1. INTRODUCCIÓN

En los últimos años se han ido definiendo en el sector financiero diferentes tendencias, que inciden en la consolidación de los mecanismos de Inversión Socialmente Responsable (ISR) en los mercados financieros convencionales. En general, las líneas más innovadoras coinciden en señalar que la ISR es uno de los elementos que impulsan la Responsabilidad Social de la Empresa (RSE) desde los mercados financieros, sobre todo por el poder que tienen los inversores institucionales a través de los fondos de pensiones. De hecho, la ISR se puede definir como la *expresión más extendida del apoyo de los mercados financieros a las buenas prácticas en materia de RSE*.

En este sentido, actualmente, en los mercados financieros internacionales, los análisis de RSE y gobierno corporativo de las empresas se han convertido en indicadores para gestionar el riesgo y buscar inversiones a medio y largo plazo, y se consideran información fundamental para analizar la sostenibilidad financiera de las empresas.

En España, el interés por la ISR y la RSE es relativamente reciente. Se puede afirmar que ese interés se desarrolla de forma paralela al lanzamiento y la comercialización en el mercado, a finales de los noventa, de los primeros Fondos de Inversión Socialmente Responsables (fondos ISR).ⁱ Así mismo, ello coincide en el tiempo con la expansión internacional de la empresa española, que obliga a conocer en profundidad el comportamiento empresarial fuera de nuestras fronteras, sin duda, esto influye en su cotización en los mercados internacionales, donde debe competir con empresas, que ya muestran una preocupación por su comportamiento sostenible y responsable. Si a ello se añaden los escándalos financieros internacionales y nacionales que se conocieron nada más iniciarse el siglo XXIⁱⁱ, los cuales ponen de manifiesto la necesidad de generar unos estándares éticos y sociales para el sector privado a la hora de acometer determinadas inversiones, el resultado es un clima propicio para el desarrollo de la RSE.

Ante estas perspectivas, las empresas, cada vez más, están demostrando su inquietud e interés por el desarrollo de políticas y estrategias de sostenibilidad y RSE, y también, sobretodo, impulsadas por el objetivo de querer estar en las carteras de los principales índices financieros socialmente responsables. Así, lo demuestra, en los últimos años, la creación de diferentes índices financieros que incluyen criterios socialmente responsables y sostenibles como el *Dow Jones Sustainability Index*, el *Domini Social Index*, o más recientemente el *FTSE 4 Good Index*, entre otros.

Bajo este contexto, la clave está, por tanto, en integrar los temas sociales y medioambientales con el gobierno corporativo, mentalizando al inversor sobre la necesidad de relacionar los criterios sociales y medioambientales con la rentabilidad final de las empresas. Este ha sido uno de los principales impulsos que ha potenciado la relación entre el activismo accionario (*shareholder activism*ⁱⁱⁱ) de los inversores responsables y los mecanismos de gobierno corporativo.

En estos últimos años, la ISR ha conocido un importante y creciente desarrollo. EEUU es el país donde el mercado de la ISR cuenta con más instrumentos y donde, por tanto, está más desarrollado (actualmente, se comercializan 201 fondos). Según datos del Social Investment Forum, (2006), el universo de capital invertido con algún criterio ISR en EEUU se ha incrementado más del 258% desde 1995 hasta 2005, mientras que, el universo total de capital invertido por las instituciones de inversión profesionales 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 ISR (sociales, medioambientales o éticos). Según fuentes del SIF (2006) a finales del 2005, el capital invertido en fondos ISR era de 179.000 millones de dólares (179 billion \$), un 18,6% más que en el año 2003, cuando ascendía a 151.000 millones de dólares.

Por su parte, Europa, pese a que sigue en la distancia a EEUU en cuanto a cifra de activos, cuenta con un mercado ISR cada vez más maduro. Según el informe anual de *Green, Social and Ethical funds in Europe 2005 Review* (Avanzi-SRI Research/SiRi Company, 2005), el número de fondos ecológicos, sociales y éticos en Europa, a 30 de junio de 2005, era de 375, lo que supone un incremento del 6% en el último año. Respecto al capital gestionado, entre junio de 2004 y junio de 2005 se ha dado un incremento del 27%.

Sin embargo, en España, la ISR no ha alcanzado los niveles de desarrollo de otros países europeos. En la actualidad, la ISR es un sector marginal, en el mercado financiero español en cuanto al volumen de capital invertido en fondos ISR, pues a finales del año 2005, el patrimonio invertido en fondos ISR en España, representaba el 0,49% del total del patrimonio de los fondos de inversión mobiliarios.

Entre los diferentes obstáculos a los que se enfrenta la ISR en nuestro país, destacan las consideraciones existentes acerca de la rentabilidad y riesgo de estos fondos. En España una gran parte de los inversores no son conscientes de que, a efectos de rentabilidad y riesgo, estos fondos no difieren del resto de los fondos de inversión: compran bonos o acciones con la lógica intención de que se

revaloricen y así poder ofrecer una ganancia a sus partícipes. Su elemento diferenciador y fundamental radica en la selección de la cartera de inversión conforme a criterios, no solo de rentabilidad económica, sino también de carácter social y medioambiental. La rentabilidad económica es un motor de su gestión, pero no el único, y eso es lo que los hace distintos.

Partiendo de estas consideraciones, en la investigación que presentamos, profundizamos en el análisis de la rentabilidad de los fondos ISR en el mercado financiero español, comparando la rentabilidad de los fondos ISR con un grupo de fondos convencionales de características similares. Dos aspectos caracterizan la contribución de nuestro estudio: en primer lugar, la aplicación de la metodología del *matched pair analysis* como instrumento para medir la rentabilidad financiera de los fondos ISR, y en segundo lugar, la aplicación de este análisis a los fondos de inversión ISR existentes en España.

2. RELACIÓN ENTRE GOBIERNO CORPORATIVO Y RENTABILIDAD

Diferentes autores (Demb y Neubauer, 1992) ponen especial énfasis en la relación entre el gobierno corporativo y los accionistas, subrayando que “el gobierno corporativo es un sistema o conjunto de procesos por el cual las empresas deben responsabilizarse de la atención y salvaguarda de los derechos de los accionistas”. Desde esta perspectiva podemos afirmar que los instrumentos de gobierno corporativo clarifican los mecanismos a través de los cuales, los accionistas pueden influir en la dirección de las empresas en las que invierten. Podemos afirmar, por tanto que la concienciación y el activismo de los inversores en cuestiones relacionadas con la RSE está detrás de la ISR.

Además, los mercados financieros cada vez valoran más el desarrollo de mecanismos de gobierno corporativo por parte de las empresas. En este sentido, el índice financiero FTSE que creó un índice financiero ético y socialmente responsable FTSE4Good Index Series; posteriormente ha creado también un índice FTSE ISS Corporate Governance Index (CGI) que viene a complementar el primero.

Eurosif, (2005) analiza la relación entre ISR y gobierno corporativo. Sostiene que el gobierno corporativo forma parte de la ISR y que además actúa como impulso de las políticas de ISR. El gobierno corporativo permite a los inversores socialmente responsables tener unos mecanismos legales de relación con el equipo de gestión y dirección de las empresas. A través de estos mecanismos legales, los inversores ISR, los responsables de los fondos de pensiones y los gestores pueden canalizar las demandas vinculados a criterios sociales y medioambientales. Normalmente, se establecen dos principales estrategias: diálogo con las empresas (*engagement*)^{iv} y activismo accionario o de los inversores (*shareholder activism*).

Tradicionalmente, el *engagement* se ha centrado en temas de gobierno corporativo, como los criterios de remuneración, la diversidad de género en el equipo directivo, Entre los temas que los inversores ISR pueden establecer mecanismos de engagement o diálogo encontramos temas vinculados al buen gobierno corporativo: la estrategia corporativa, el performance operativo, la estrategia de la compra/venta, el papel de los directores independiente del equipo

ejecutivo, los controles internos, la planificación interna, los criterios y niveles de remuneración, las políticas de RSE.

En este sentido las áreas comunes entre la ISR y el gobierno corporativo se establecen por el hecho que el gobierno corporativo son los mecanismos a través de los cuáles se estructura un respeto por los derechos e intereses de los accionistas. En este sentido, se considera que un mayor ámbito de rendición de cuentas (accountability) por parte del equipo de gestión y dirección de las empresas permite asegurar una inversión a largo plazo de los accionistas.


3. ELEMENTOS QUE CONFIGURAN UN FONDO DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

Puesto que en nuestra investigación, nuestro objetivo de estudio es analizar la rentabilidad de los fondos ISR, consideramos, como paso previo al análisis empírico, definir y analizar el marco teórico y estructural de los fondos ISR.

Los fondos ISR son fondos de inversión que introducen, explícitamente, criterios de preselección en las actuaciones empresariales a partir de valores éticos y de responsabilidad social y medioambiental. Para ello incorporan en su estructura una serie de elementos que le permiten introducir sus propios criterios en los procesos de toma de decisiones.

La figura 1 recoge de forma ilustrativa los elementos más destacables que diferencian el funcionamiento de los fondos de inversión tradicionales de los fondos ISR:

Figura 1: Diferencias entre un FISR y un fondo tradicional

Fondos Tradicionales	Fondos Socialmente Responsables y Ecológicos	
	Definición de criterios de RSE	
	Filtros	
	Listado de empresas	
Análisis de la gestora	Análisis de la gestora	
Selección de empresas	Selección de empresas con criterios de RSE	
Resultado	Resultado + Información Transparente	

Fuente: FISR, Ecológicos y Solidarios, AFI (2001)

Tal y como se observa en la figura 1, no hay una gestión diferenciada entre ambos tipos de fondos, pero en el caso de los fondos ISR se les añaden los mecanismos que permiten seleccionar las empresas de acuerdo a criterios de rentabilidad social. Como sucede con los fondos tradicionales, los fondos ISR compran bonos o acciones con la lógica intención de que se revaloricen y así poder ofrecer una ganancia a sus partícipes. Su elemento diferenciador radica en la selección de la cartera conforme a criterios de RSE.

En síntesis, los elementos que forman un fondo ISR son los siguientes (Mackenzie, 1997; Brill *et al.*, 2000; Lozano y Albareda, 2001; Harrington, 2003; Schueth, 2003):

1) *Política de inversión ética y con responsabilidad social*, es el documento que define los criterios éticos, sociales y medioambientales que forman parte de la política de inversión de responsabilidad social de cada fondo. Normalmente, se establece una lista de los criterios con sus definiciones concretas para estructurar el tipo de investigación empresarial que debe desarrollarse. Esta información debe quedar recogida en el Folleto del fondo.

2) *Preselección del catálogo o universo de valores invertibles*, a partir de la definición de estos criterios se establecen los mecanismos de investigación sobre las empresas que forman parte de los mercados de valores. De acuerdo con esta investigación, las empresas que encajan en los parámetros establecidos son incorporadas en el catálogo o universo de valores invertibles. Partiendo de estos parámetros, y bajo unos criterios económico-financieros, los gestores del fondo elaborarán la cartera de inversión.

Los filtros de selección o *ethical screening*, consiste en la aplicación de criterios sociales, morales, medioambientales o éticos en las decisiones de inversión sobre instrumentos convencionales (acciones, fondos de inversión,...). De forma general, se articula en criterios negativos, que excluyen determinadas inversiones y criterios positivos, cuya finalidad es seleccionar aquellas con mejor comportamiento. La tabla 1 recoge los principales criterios positivos y negativos utilizados por los fondos ISR en España, así como el número de fondos que incorporan dichos:

Tabla 1: Criterios positivos y negativos de selección más utilizados por los FISR en España y nº de fondos con estos criterios a fecha 31/12/02

Criterios Negativos o Excluyentes	Criterios Positivos o Valorativos
Armamento (6)	Igualdad de oportunidades (3)
Juego (2)	Reciclaje (2)
Explotación en el Tercer Mundo (4)	Conservar la energía y recursos naturales (4)
Contaminación (3)	Transparencia en la información (3)
Manipulación genética (3)	Compromiso solidario con la sociedad (2)
Pornografía (2)	Control de la contaminación (2)
Tabaco (4)	Seguridad en el trabajo (3)
Alcohol (1)	Ayudas a la formación (3)
Degradación medioambiental (3)	Inversiones de la corporación (1)
Energía nuclear (2)	

Fuente: Muñoz, Fernández y Balaguer (2004)

3) *Equipos de investigación ética*, para poder implementar esta política de inversión, es fundamental, la colaboración de centros o equipos de investigación en ética empresarial. Estos equipos pueden estar integrados en la propia gestora o ser externos a ellas; se encargan de analizar el comportamiento de las empresas presentes en el mercado de valores, y su objetivo es elaborar un informe sobre las actividades y los comportamientos empresariales vinculados a los criterios escogidos en las políticas de ISR de cada fondo.

4) *Instituciones de control independiente*, además de los equipos de investigación ética, y para poder garantizar ante los inversores que la gestión de los fondos se realiza de forma coherente con los criterios establecidos en cada uno de ellos, se suele crear una institución de control (comisión ética). La institución de control se encarga de verificar que las inversiones realizadas son coherentes con los criterios establecidos previamente y son, por lo tanto, un aval para los partícipes.

Por tanto, como se desprende del análisis realizado, el elemento diferenciador de los fondos ISR radica radica en la selección de la cartera de inversión conforme no sólo a criterios de rentabilidad económica, sino también social y medioambiental.

Además de los fondos ISR, en nuestra investigación, hemos incluido también los fondos solidarios. Los fondos solidarios son fondos que ceden parte de su rentabilidad o de la comisión de gestión a proyectos sociales o solidarios, pero no realizan preselección de su cartera de inversión. Son una peculiaridad del mercado financiero español, en ningún otro lugar de Europa se considera que estos fondos sean socialmente responsables. Se incluyen en nuestra investigación, puesto que fueron incluidos en la *Circular sobre utilización por las instituciones de inversión colectiva de denominaciones “ético”, “ecológico” o cualquier otra que incida en aspectos de responsabilidad social*, de 15 de noviembre de 1999 de la Comisión Ética de Inverco.

4. REVISIÓN DE LA LITERATURA: ISR Y RENTABILIDAD

Existe en la literatura científica un volumen importante de investigaciones que han abordado el análisis de la rentabilidad de los fondos ISR (Hamilton *et al.*, 1993; Gregory *et al.*, 1997; Goldreyer *et al.*, 1999; Statman, 2000; Bauer *et al.*, 2002), y si bien es difícil concluir taxativamente de ellos que siempre existe una correlación positiva entre RSE y la *performance* financiera, sí se ha podido constatar que los fondos ISR son tan rentables como sus equivalentes convencionales. La mayoría de estas investigaciones confirman que las carteras de inversión que asumen la preselección social y medioambiental son al menos tan rentables como sus homólogas que no adoptan este tipo de selección.

Básicamente, las líneas de investigación de la *performance* financiera de la ISR podemos agruparlas en tres categorías:

1. Investigaciones que comparan la *performance* de los fondos de inversión ISR con la *performance* de fondos de inversión convencionales.

2. Investigaciones que comparan la *performance* de fondos de inversión ISR con la *performance* de índices de mercado.
3. Investigaciones que comparan la *performance* social y la *performance* financiera de la empresa.

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

La metodología del *matched pair analysis* fue aplicada inicialmente por Mallin *et al.* (1995) con la finalidad de analizar y comparar la *performance* de los fondos ISR y los fondos convencionales, y se basa en comparar fondos, de similares características, en cuanto a volumen de activos y fecha de constitución. De esta manera se pretende paliar el efecto de las características propias de los fondos ISR, que podrían distorsionar el análisis de la cartera. Las características a las que nos referimos son las siguientes:

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

Partiendo de esta metodología, Mallin *et al.* (1995) comparan la *performance* de un grupo de fondos ISR con una muestra de fondos convencionales; ambos grupos son homogéneos en cuanto a duración y volumen de patrimonio. Así, estudian los rendimientos de 29 fondos ISR en el Reino Unido y 29 fondos convencionales durante el período 1986-1993, mediante el cálculo de los índices de Jensen, Sharpe y Treynor, y concluyen que una pequeña parte de fondos de ambos grupos se sitúa por debajo del índice de mercado *Financial Times All Share Actuaries* (utilizado como *benchmark* de mercado). Los fondos ISR se comportan tan bien como sus equivalentes no socialmente responsables, e incluso obtienen mejores resultados que estos últimos cuando se utiliza el alfa de Jensen. Concretamente, cuatro fondos ISR y tres fondos convencionales muestran alfas positivos, con un nivel de significatividad del 5%. Basándose en esta investigación, y utilizando también la metodología del *matched pair analysis*, Kreander *et al.* (2001) analizan la *performance* de 80 fondos ISR de siete países europeos; a partir de los resultados obtenidos en el alfa de Jensen, confirman que no existen diferencias significativas entre los fondos ISR y los fondos convencionales.

Estrechamente relacionados con las investigaciones de Mallin *et al.* (1995) están los trabajos de Gregory, Matatko y Luther (1997), quienes comparan la *performance* de una muestra de 18 fondos ISR con un grupo de 18 fondos convencionales en el Reino Unido. Ambos grupos son homogéneos en cuanto al volumen de activos; además, se distingue entre fondos formados por activos de empresas grandes y pequeñas. Como medida de la *performance* financiera utilizan el índice de Jensen y el período de análisis va desde 1986 hasta 1994. Para comparar la *performance* de los fondos integrados por activos de empresas grandes y los de las pequeñas emplean un componente de ajuste por tamaño en los fondos con activos de empresas pequeñas. El análisis de sus resultados confirma que no existen diferencias significativas entre los rendimientos de los

fondos ISR y los fondos convencionales. Además, observan que las carteras de fondos —tanto ISR como convencionales— de empresas grandes tienden a tener menor *performance* que las carteras de fondos ISR y fondos convencionales formados por empresas pequeñas.

Un estudio similar es el llevado a cabo por Statman (2000), quien realiza un análisis comparativo de fondos ISR y fondos convencionales, considerando fondos de igual tamaño. Como medida de la *performance* utiliza el alfa de Jensen y, como *benchmark*, el *Domini Social Index 400* y el *S&P500*. Los resultados obtenidos muestran que la *performance* de los fondos ISR es mejor que la de los fondos convencionales, aunque la diferencia no es estadísticamente significativa.

En esa misma línea destaca el estudio realizado por Bauer *et al.* (2002), que fue premiado en la edición de 2002 de los Premios Moskowitz.^v Estos autores no encontraron diferencias estadísticas significativas entre los rendimientos de los fondos de inversión convencionales y los rendimientos de los fondos ISR. El universo de estudio lo forman 103 fondos ISR de Alemania, el Reino Unido y Estados Unidos, cuyo rendimiento durante los últimos once años ha sido analizado mediante el modelo Carhart, una herramienta de diagnóstico para el análisis comparativo del rendimiento de los fondos.

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

4. BASE DE DATOS

Nuestro análisis se ha ceñido al mercado español. Por tanto, nuestra base de datos está formada por los fondos ISR domiciliados y gestionados en España, los fondos ISR extranjeros no domiciliados ni gestionados en España, pero sí comercializados en nuestro país, y los fondos solidarios, a fecha 31 de diciembre de 2005.

Como ya hemos avanzado, los fondos solidarios son una peculiaridad del mercado español, y respecto a los fondos extranjeros comercializados en España cabe destacar que empezaron a comercializarse en su mayoría durante el año 2002, y en definitiva, constituyen una apuesta de las entidades gestoras extranjeras por el mercado financiero español. La tabla 2 recoge el número de fondos analizados:

Tabla 2: Fondos ISR y fondos solidarios a fecha 31/12/2005

	Nº fondos	Patrimonio	Partícipes
Fondos ISR domiciliados, gestionados y comercializados en España	14	1.031.594	46.253
Fondos ISR extranjeros, comercializados en España	17	1.038.270	–
Fondos Solidarios en España	4	32.653	2.038

Fuente: Elaboración propia

5. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS ISR EN ESPAÑA

Como ya hemos avanzado, el objetivo de nuestra investigación es realizar un estudio comparativo entre la rentabilidad de los fondos ISR y los fondos convencionales en el mercado financiero español. Para ello, hemos realizado un análisis del binomio rentabilidad-riesgo de estos fondos y lo hemos comparado con un grupo de fondos convencionales, con el objeto de determinar si las “restricciones” autoimpuestas por los fondos ISR implican diferencias de rentabilidad en la gestión financiera.

Nuestro análisis se ha centrado básicamente en la primera categoría de las líneas de investigación sobre *performance* de la ISR presentadas en el apartado de la revisión de la literatura, es decir, en el análisis comparativo entre la rentabilidad de los fondos de inversión ISR y la rentabilidad de los fondos de inversión convencionales utilizando la metodología de *matched pair analysis* (análisis de pares).

Se trata de una primera aproximación, que no es exhaustiva, pero que pretende ofrecer unos primeros datos sobre la *performance* de los fondos ISR en España.

En primer lugar, presentamos información financiera y de *performance* de los fondos ISR: *rating* de Morningstar, valor liquidativo, rentabilidad acumulada, volatilidad, ratio de Sharpe, beta y alfa. La información se presenta en tres tablas diferentes, atendiendo a los tres grupos de fondos o Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) socialmente responsables existentes en España: las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España, las IIC socialmente responsables extranjeras comercializadas en España y las IIC solidarias.

Se observa que, en general, los fondos de inversión ISR presentan rentabilidades positivas. En el grupo de fondos ISR domiciliados y gestionados en España se constata una gran disparidad en los resultados, mientras que los fondos ISR extranjeros presentan no solo rentabilidades superiores a los fondos ISR domiciliados y gestionados en España, sino también una mayor homogeneidad en sus resultados. De hecho, la mayoría de ellos presentan rentabilidades acumuladas a un año superiores al 20%. Por su parte, los fondos solidarios presentan bajas rentabilidades.

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

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

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

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

Tabla 3. Datos financieros de las IIC socialmente responsables en España a 31 de diciembre de 2005

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

Denominación de la IIC	Rating	Valor liquidativo (2) (euros)	Rentabilidad acumulada (3)			Volatilidad (4)	Sharpe (5)	Beta (6)	Alfa (7) (%)
	Morningstar (1)		1 año (%)	3 años (%)	5 años (%)	Desviación típica (%)			
BBK Solidaria, FI		6,12	1,20	-	-	2,79	0,36	1,23	0
BBVA Desarrollo Sostenible, FI	****	11,92	16,68	-	-	8,13	2,27	1,00	0
BBVA Extra 5 II Garantizado, FI	-	10,18	0,32	-	-	1,77	0,30	-	-
BNP Paribas Fondo Solidaridad, FI	***	11,23	5,13	16,34	-	3,18	0,70	-	-
Caixa Catalunya Europa Valor, FI	-	7,42	17,36	-	-	13,30	0,47	1,10	-6,33
CAM Fondo Solidaridad, FI	-	1,02	2,17	-	-	5,40	2,32	-	2,30
Foncaixa Cooperación, FI	*	5,54	13,11	4,43	-19,15	6,20	2,10	0,95	-
Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI		5,82	-2,89	-	-	5,07	-0,72	1,02	-
Fondo Solidario Pro Unicef, FI	*	6,38	1,90	5,34	-2,44	-	-	-	-
Morgan Stanley Fondo Activo Ético, FI	**	6,45	3,29	11,55	-2,37	1,65	1,43	1,12	
Santander Dividendo Solidario, FI	*	72,38	13,17	-	-	5,95	2,43	1,08	7,62
Santander Responsabilidad, FI	-	106,21	3,06	6,21	-	1,16	2,65	0,93	0,69
Urquijo Cooperación, SICAV		4,91	4,91	-	-	-	-	-	-
Urquijo Inversión Solidaria, FI	-	1112,26	7,19	-	-	-	-	-	-

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

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

Denominación de la IIC	Rating	Valor liquidativo (2) (euros)	Rentabilidad acumulada (3)			Volatilidad (4)	Sharpe (5)	Beta (6)	Alfa (7) (%)
	Morningstar (1)		1 año (%)	3 años (%)	5 años (%)	Desviación típica (%)			
ABN AMRO Socially Responsible Equity Fund	*	38,06	23,00	24,40	-	10,45	0,52	1,01	-6,69
Aviva Funds European Socially Responsible Equity Fund	***	5,16	25,79	7,47	-	3,29	1,42	0,82	0,03
Axa World Fund Development Debt	-	58,13	2,56	11,42	-	-	1,61	-	-
Crédit Suisse Equity Fund (Lux) Global Sustainability	**	167,94	20,86	9,34	-6,77	9,93	1,07	0,95	-0,31
Dexia Equities L World Welfare	***	202,55	24,18	43,90	-13,57	10,51	1,02	1,03	-
DWS Invest Sustainability Leaders	***	93,75	10,50	35,80	-	8,97	0,63	0,68	-
European Responsible Consumer Fund	-	12,90	13,61	-	-	-	-	-	-
Fortis L Fund Equity Socially Responsible Europe	**	296,07	24,68	13,87	-3,90	12,16	0,96	0,97	-2,65
Fortis L Fund Strategy Balanced SRI Europe	***	291,81	13,91	10,36	-0,14	6,53	1,25	1,01	-1,92
Fortis L Fund Strategy Growth SRI Europe	***	262,15	19,15	13,29	-2,79	9,93	1,12	1,01	-2,26
Fortis L Fund Strategy Stability SRI Europe	****	312,76	8,96	7,37	2,36	3,58	1,44	0,97	-1,38
ING (L) Invest Sustainable Growth Fund	**	171,59	23,26	9,11	-	10,38	2,00	0,94	-0,88
JPM Global Socially Responsible (USD) Fund	*	-	7,90	47,10	-	9,63	1,18	0,90	-0,14
Mellon European Ethical Index Tracker Fund	**	1,04	21,80	13,75	-	13,31	0,54	1,00	-3,67
Pictet Funds - European Sustainable Equities	***	158,05	24,70	53,80	-	12,67	0,96	1,07	-3,14
Pioneer Funds - Global Ethical Equity	**	3,96	23,70	9,50	-	10,41	0,75	0,97	1,48
UBS (Lux) Equity Fund - Eco Performance	**	632,45	21,80	47,70	-22,60	-	-0,28	0,97	-

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

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

Denominación de la IIC	Rating Morningstar (1)	Valor liquidativo (2) (euros)	Rentabilidad acumulada (3)			Volatilidad (4) Desviación típica (%)	Sharpe (4)	Beta (5)	Alfa (6) (%)
			1 año (%)	3 años (%)	5 años (%)				
Bankinter Solidaridad, FI	-	61,49	1,25	-	-	0,08	0,01	0,98	0,02
BBVA Solidaridad, FI	***	808,24	5,53	14,56	11,45	2,55	2,12	0,95	0
El Monte Fondo Solidario, FI	***	10,26	6,15	13,12	4,09	3,04	1,63	0,83	-
Fondespaña Catedrales, FI	***	60,96	3,31	2,00	0,30	3,30	-0,19	1,04	-0,14

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

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

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

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

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

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

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

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

Una vez presentada la información financiera básica de los fondos ISR, pasamos a analizar su gestión en relación con los fondos convencionales en el año 2005, utilizando la metodología *matched pair analysis*.^{vi} Esta metodología se basa en comparar rentabilidades de fondos que presentan similar volumen de activos y similar fecha de constitución. Por tanto, en nuestra investigación hemos comparado la rentabilidad neta acumulada anual^{vii} de cada una de las IIC socialmente responsables con la rentabilidad neta acumulada anual de su “equivalente” convencional.

Para seleccionar los fondos convencionales que forman parte de nuestro análisis, hemos utilizado la clasificación de las categorías de fondos de la agencia Morningstar, que nos ha facilitado los datos.^{viii} Dado que nuestro análisis financiero se limita al caso español, para la selección de fondos convencionales del análisis comparativo hemos considerado únicamente los fondos de inversión domiciliados, gestionados y comercializados en España.

La tabla 4 muestra los resultados del análisis comparativo. En ella se observa que más de la mitad de los fondos ISR y solidarios (21 de un total de 35) presentan rentabilidades superiores a sus equivalentes convencionales. Los fondos ISR extranjeros comercializados en España son los que muestran mejores resultados desde el punto de vista de la rentabilidad, puesto que prácticamente todos ellos (14 de un total de 17) presentan rentabilidades superiores a sus equivalentes convencionales. En el caso de los fondos ISR domiciliados y gestionados en España, solo 5 (de un total de 14) superan la rentabilidad de sus equivalentes convencionales. En cuanto los fondos solidarios, 3 (de un total de 4) obtienen mejores rentabilidades que sus equivalentes convencionales.

También se ha comparado la rentabilidad de cada fondo con la rentabilidad media del sector al que pertenecen. De nuevo, los resultados muestran que más de la mitad de los fondos ISR (19 de un total de 35) presentan rentabilidades superiores a la media del sector. Al igual que sucede con los resultados del *matched pair analysis*, el análisis detallado por grupos de fondos confirma que la mayoría de los fondos ISR extranjeros comercializados en España (14 sobre 17) presentan una rentabilidad superior a la media del sector al que pertenecen. Respecto a los fondos ISR domiciliados, gestionados y comercializados en España, solo 3 (de un total de 14) muestran mayores rentabilidades que la media del sector. En cuanto a los fondos solidarios, solo 2 de los 4 existentes en nuestro país presentan una rentabilidad superior a la media del sector al que pertenecen.

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

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

Tabla 4. Análisis comparativo de la rentabilidad de las IIC socialmente responsables, frente a las IIC convencionales, a 31 de diciembre de 2005

IIC socialmente responsables registradas en la CNMV domiciliadas y gestionadas en España				IIC no socialmente responsables registradas en la CNMV				Rentabilidad media del sector (%)
Denominación de la IIC	Fecha de constitución	Patrimonio (miles de euros)	Rentabilidad neta acumulada anual (%)	Denominación de la IIC	Fecha de constitución	Patrimonio (miles de euros)	Rentabilidad neta acumulada anual (%)	
BBK Solidaria, FI	03-06-2005	3.408	1,20	Plusmadrid Fondandalucía, FI	26-05-2003	3.077	4,83	4,70
BBVA Desarrollo Sostenible, FI	02-09-1997	69.399	16,68	Morgan Stanley Multigestión Activo Variable, FI	23-12-1997	47.994	22,57	19,99
BBVA Extra 5 II Garantizado, FI	02-10-2003	813.959	0,32	Fondo Super 100 2, FIM	07-07-2003	658.042	4,03	3,97
BNP Paribas Fondo de Solidaridad, FI	01-12-1999	5.581	5,13	Ahorro Corporación Eurocanarias Mixto, FI	31-01-2000	7.725	4,50	4,70
Caixa Catalunya Europa Valor, FI	15-11-1999	10.602	17,36	Cahispa Eurovariable, FI	14-01-2000	12.532	19,39	20,63
CAM Fondo Solidaridad, FI	20-06-2005	600	2,17	Foncaixa Gestión Estrella E1, FI	09-12-2005	299	-	6,03
Foncaixa Cooperación, FI	19-03-1999	8.161	13,11	Safei Global Patrimonio, FI	17-11-1998	6.224	13,10	11,90
Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI	06-09-2005	2.963	-2,89	Crédit Agricole Mercaeuropa Small Cap, FI	30-06-2005	3.197	-	20,63
Fondo Solidario Pro Unicef, FI	07-05-1999	4.098	1,90	Fonbilbao Renta Fija, FI	22-07-1999	3.864	1,90	5,30
Morgan Stanley Fondo Activo Ético, FI	25-03-1999	14.978	3,29	BG Mixto 50, FI	14-09-1999	12.892	9,00	5,30
Santander Dividendo Solidario, FI	01-02-1999	21.555	13,17	BK Sector Telecomunicaciones, FI	26-05-1999	35.791	5,52	20,63
Santander Responsabilidad, FI	03-06-2003	42.708	3,06	Fidenzis Fondo de Fondos C30, FI	27-05-2003	46.502	7,20	4,70
Urquijo Cooperación, SICAV	26-02-2002	18.347	4,91	Santander Fondandalucía Mixto, FI	02-12-2002	16.311	3,68	6,03
Urquijo Inversión Solidaria, FI	09-12-2003	15.235	7,19	Ahorro Corporación Fondandalucía Mixto, FI	14-05-2003	13.118	3,70	6,03

*XV Congreso Nacional de Ética de la Economía y de las Organizaciones
El Buen Gobierno de las Organizaciones
IESE Business School
Barcelona, 8 y 9 de junio de 2007*

IIC socialmente responsables registradas en la CNMV no domiciliadas ni gestionadas en España				IIC no socialmente responsables registradas en la CNMV				Rentabilidad media del sector (%)
Denominación de la IIC	Fecha de constitución	Patrimonio (miles de euros)	Rentabilidad neta acumulada anual (%)	Denominación de la IIC	Fecha de constitución	Patrimonio (miles de euros)	Rentabilidad neta acumulada anual (%)	
ABN AMRO Funds - Socially Responsible Equity Fund	05-12-2001	46.500	23,00	Ahorro Corporación Multiestrellas Selección 90, FI	19-09-2001	42.909	20,66	19,99
Aviva Funds - European Socially Responsible Equity Fund	14-03-2001	37.400	25,79	Eurovalor Europa, FIMF	07-06-2001	28.449	19,53	20,75
Axa World Fund Development Debt	02-01-2002	16.850	2,56	Ahorro Corporación Bonos Corporativos, FI	03-09-2003	10.710	1,82	3,63
Crédit Suisse Equity Fund (Lux) Global Sustainability	08-10-1990	45.340	20,86	Banesto Bolsa Internacional, FI	21-09-1990	34.680	19,06	19,99
Dexia Equities L World Welfare	01-08-2000	71.700	24,18	Bomerbe, FI	15-04-2002	83.230	21,94	19,99
DWS Invest Sustainability Leaders LD	03-06-2002	21.200	10,50	BBVA Índice Internacional Plus, FI	05-12-2001	24.524	12,29	19,99
European Responsible Consumer Fund	27-06-2003	56.000	13,61	Cartesio Y - Acciones, FI	23-02-2004	37.327	11,90	11,19
Fortis L Fund Equity Socially Responsible Europe	15-03-2002	15.670	24,68	Segurfondo Dinámico Europa, FI	12-12-2000	12.356	20,51	20,63
Fortis L Fund Strategy Balanced SRI Europe	01-06-1998	172.490	13,91	Eurovalor Mixto-50, FI	15-12-1998	120.205	8,20	11,19
Fortis L Fund Strategy Growth SRI Europe	01-06-1998	46.940	19,15	Rural Mixto 50, FI	15-01-1997	48.553	8,17	11,90
Fortis L Fund Strategy Stability SRI Europe	01-06-1998	109.010	8,96	Plusmadrid 25, FIM	05-01-1999	106.074	6,33	5,30
ING (L) Invest Sustainable Growth Fund	10-07-2000	32.670	23,26	ING Direct Fondo Naranja Standard & Poor's 500, FI	04-08-2000	31.183	17,84	19,99
JP Morgan Funds - Global Socially Responsible Fund	01-09-2002	38.000 miles de \$	7,90	Ahorro Corporación Multiestrellas Selección 90, FI	19-09-2001	42.909	20,66	19,99
Mellon European Ethical Index Tracker	11-01-2002	21.200	21,80	Eurovalor Europa, FIMF	07-06-2001	28.449	19,53	20,75
Pictet Funds - European Sustainable Equities	01-10-2002	61.400	24,70	Santander Cuantitativo Europa, FI	21-11-2001	57.175	20,75	20,63
Pioneer Funds - Global Ethical Equity	04-07-2000	283.900	23,70	Eurovalor Bolsa Española, FI	14-03-2001	282.080	20,15	19,99
UBS (Lux) Equity Fund-Eco Performance	13-06-1997	255.250 miles de CHF	21,80	BBK Fondo Internacional, FIMF	24-07-1998	168.229	23,77	19,99

IIC solidarias registradas en la CNMV domiciliadas y gestionadas en España				IIC no socialmente responsables registradas en la CNMV				Rentabilidad media del sector (%)
Denominación de la IIC	Fecha de constitución	Patrimonio (miles de euros)	Rentabilidad neta acumulada anual (%)	Denominación de la IIC	Fecha constitución	Patrimonio (miles de euros)	Rentabilidad neta acumulada anual (%)	
Bankinter Solidaridad, FI	06-11-2003	7.508	1,25	Santander Global FX, FI	30-01-2004	8.309	1,98	1,62
BBVA Solidaridad, FI	21-07-1999	17.872	5,53	Bankpyme Fonstresor Catalunya Mixto Euro 15 RV, FI	24-03-1999	11.037	3,75	4,70
El Monte Fondo Solidario, FI	04-04-2000	4.120	6,15	Fonbilbao Renta Fija, FI	22-07-1999	3.864	1,90	5,30
Fondespaña Catedrales, FI	02-03-2000	3.153	3,31	Fonbilbao Renta Fija, FI	22-07-1999	3.864	1,90	5,30

6. CONCLUSIONES

Del análisis realizado se desprende que, tal y como sucede en los fondos convencionales, la rentabilidad de este tipo de inversiones depende de las inversiones que se escojan y de la gestión que se haga de la cartera. Es importante matizar que con frecuencia son precisamente las grandes empresas, muchas de ellas compañías innovadoras, las que cumplen con estos criterios, debido a su compromiso con prácticas no discriminatorias de contratación de personal y con la calidad en el entorno laboral, entre otros factores. En este sentido, el gobierno corporativo exige que las empresas asuman no sólo las responsabilidades legales, sino también las pautas de los códigos de buen gobierno (transparencia, autoregulación, relación con los accionistas). Es decir, el impulso del buen gobierno de las empresas no depende tanto de las obligaciones que la ley imponga, sino en que los órganos de gobierno se adecuen a esta materia con un enfoque integrador, con un sistema de criterios y objetivos que no sólo incluyan las dimensiones financieras de la empresa, sino también otros aspectos claves para la salud de la empresa a largo plazo. Por tanto, teniendo en cuenta que los inversores responsables buscan en su inversión no solo rentabilidad, sino también responsabilidad, la acción de los accionistas responsables en el marco de la ISR se ha ido vinculando de manera paulatina al gobierno corporativo.

Partiendo de este marco teórico, en este análisis financiero de los fondos ISR en España se confirma que estos fondos pueden ser tan rentables como los fondos convencionales. En este sentido, si la rentabilidad de la ISR fuera distinta de la rentabilidad de la inversión convencional, ésta sería un factor determinante, tanto de su éxito como de su fracaso. Por ese, motivo, es importante que la rentabilidad sea neutral, ya que es una condición necesaria para lograr el éxito de la ISR.

Referencias

- Avanzi SRI Research/SiRi Company (2005): *Green, social and ethical funds in Europe. 2005 Review*, Milán, octubre.
- Bauer, R.; Koedijk, K.; Otten, R. (2002): "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style", *Journal of Banking and Finance*, 29, (7), pp. 1751-1767.
- Brill, H.; Brill, J.A.; Feingenbaum, C. (2000): *Investing with your values*, Canada, Ed. New Society Publishers.
- Demb, A.; Neubauer, F.F. (1992): *The Corporate Board: Confronting the Paradoxes*, Oxford University Press, Oxford.
- Eurosif (2005) *Pension Programme. Socially Responsible Investment. SRI Toolkit 2004-2005*, Paris.
- Goldreyer, E. F.; Diltz, J. D. (1999): "The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: Incorporating Sociopolitical Information in Portfolio Selection", *Managerial Finance*, 25, (1), pp. 23-36.
- Gregory, A.; Matatko, J.; Luther, R. (1997): "Ethical unit trust financial performance: small company effects and fund size effects", *Journal of Business Finance & Accounting*, junio, 24, (5), pp. 705-726.
- Hamilton, S.; Hoje, J.; Statman, M. (1993): "Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds", *Financial Analysts Journal*, 49, (6), pp. 62-66.
- Harrington, C. (2003): "Socially Responsible Investing", *Journal of Accountancy*, vol.195, January, pp.52-57.
- Kreander, N.; Gray, R.H.; Power, D.M.; Sinclair, C.D. (2001): "Evaluating the Performance and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis", University of Dundee Discussion Paper Acc/003.
- Lewis, A.; Webley, P.; Winnett, A.; Mackenzie, C. (1998): "Morals and markets: Some Theoretical and Policy Implications of Ethical Investment", in P. Taylor-Gooby (ed.), *Choice and Public Policy* (Macmillan, London), pp.164-182.
- Lozano, J.M.; Albareda, L. (2001): *Observatorio de los Fondos de Inversión Éticos, Ecológicos y Solidarios en España 2000*, IPES-Esade, Fundació Caixa Sabadell.
- Mackenzie, C. (1997): *Ethical Investment and the Challenge of Corporate Reform*, unpublished PhD Thesis, University of Bath, United Kingdom.
- Mallin, C.; Saadouni, B.; Briston, R. (1995): "The Financial Performance of Ethical Investment Funds", *Journal of Business Finance & Accounting*, 22, (4), pp. 483-496.
- Muñoz, M.J.; Fernández, M. A.; Balaguer, M.R. (2004): "The social responsibility performance of ethical and solidarity funds: an approach to the case of Spain", *Business Ethics: A European Review*, vol.13, n°2/3, pp.200-218
- Schueth, S. (2003): "Socially Responsible Investing in the United States", *Journal of Business Ethics*, vol.43, n°3, pp.189-194.
- Social Investment Forum (2006): *2005 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, Washington, January.
- Statman, M. (2000) "Socially Responsible Mutual Funds", *Financial Analysts Journal*, 56, (4), pp. 30-39.

ⁱ Los primeros fondos ISR aparecieron en el año 1999.

ⁱⁱ Enron, Worldcom y Tyco en EEUU; Crédit Lyonnais, Vivendi, Ahold, Addeco y Parmalat en Europa; Gescartera e Ibercorp en España.

ⁱⁱⁱ El *shareholder activism* o activismo accionarial se refiere al diálogo directo con el equipo directivo de las compañías, haciendo uso de uno de los derechos básicos y fundamentales de todo accionista: participar como copropietario en la toma de decisiones de la compañía a través de su derecho al voto.

^{iv} El *engagement* o diálogo con las empresas se define como el desarrollo de mecanismo de diálogo entre los gestores de fondos o inversores con el equipo de gestión y dirección de las empresas para influir en las políticas y prácticas corporativas. (Eurosif, 2005)

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

^{vi} Una vez más, queremos recordar que, cuando hablamos de fondos de inversión convencionales, nos referimos al resto de los fondos convencionales, es decir, a aquellos que no realizan una preselección de la cartera de inversión a partir de criterios ISR.

^{vii} Informes trimestrales sobre IIC, 4.º trimestre, 2005.

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