



**Universitat Autònoma
de Barcelona**

TÍTULO: LOS PRINCIPIOS DE INVERSIÓN RESPONSABLE

AUTOR: Sergio Martínez Fernández

GRADO: ADE + Derecho

TUTOR: Joan Montllor Serrats

FECHA: 21/05/2020

RESUMEN

La inversión socialmente responsable es una forma de actuar en los mercados financieros a través de la cual se intenta aunar los rendimientos económicos con beneficios para toda la sociedad, si bien, no se ha conseguido homogeneizar las prácticas que integran la misma. Con el objetivo de poner fin a esta situación, nacieron los Principios de Inversión Responsable, al amparo de las Naciones Unidas, en el 2006.

El objetivo del presente trabajo consiste en determinar si los Principios de Inversión Responsable han demostrado ser un vehículo adecuado para cumplir con su finalidad, analizando también si los fondos de inversión que se guían por prácticas de inversión socialmente responsable obtienen unos rendimientos inferiores a los que no lo hacen, así como una breve mención al impacto que tienen en las empresas.

PALABRAS CLAVE

Inversión socialmente responsable, variables ASG, fondos de inversión, Principios de Inversión Responsable, rendimientos, moral.

ABSTRACT

Socially responsible investment is a way of acting in financial markets through which we try to combine economic returns with benefits for the whole society, although the practices that make up it have not been homogenized. In order to put an end to this situation, the Principles of Responsible Investment, under the United Nations, were born in 2006.

The objective of this essay is to determine whether the Principles of Responsible Investment have proven to be an appropriate vehicle to fulfill its purpose, also analyzing whether investment funds guided by socially responsible investment practices obtain lower returns than those that do not, as well as a brief mention of the impact they have on companies.

KEY WORDS

Socially responsible investment, ESG variables, investment funds, Principles for Responsible Investment, returns, moral.

SUMARIO

1. INTRODUCCIÓN	2
2. CONTEXTO	4
2.1 Inversión Responsable	4
2.2 El Origen de los PRI	9
2.3 Los Seis Principios de Inversión Responsable	12
3. FONDOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLES	14
3.1 Perfil del Inversor Responsable	14
3.2 Características de los Fondos de Inversión Socialmente Responsables	18
3.3 Variables que Inciden en la Creación de Fondos Socialmente Responsables	20
4. COMPARATIVA FONDOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE Y CONVENCIONALES	22
4.1 Datos	22
4.2 Hipótesis y Metodología	25
4.3 Discusión Resultados	28
5. CONCLUSIONES	35
6. BIBLIOGRAFÍA	38
7. WEBGRAFÍA	41
8. FUENTES NORMATIVAS	42

1. INTRODUCCIÓN

Los Principios de Inversión Responsable (en adelante PRI), son un conjunto de principios de carácter voluntario elaborados por inversores para inversores que pretenden incorporar las variables ambientales, sociales y de buen gobierno (en adelante ASG) en sus decisiones de inversión. La finalidad de los principios es conseguir un sistema financiero global sostenible que permita conciliar la rentabilidad de la inversión con beneficios para toda la sociedad.

Los PRI tienen una relación muy intensa con las Naciones Unidas (en adelante ONU) pues es una iniciativa nacida a su amparo, si bien es completamente independiente al ser ideada por inversores para inversores, habiéndola impulsado desde sus orígenes. a principios del 2005, momento en que se estaban realizando los trabajos previos a su lanzamiento en abril del 2006. Los PRI tienen dos socios que son el Programa de Naciones Unidas para el Medio Ambiente (en adelante PNUMA) y el Pacto Mundial de las Naciones Unidas, los cuales colaboran en la consecución de sus objetivos.

En la actualidad, la sociedad cada vez está más concienciada en materia ASG, especialmente aspectos medioambientales y sociales. En este contexto, los PRI juegan un papel clave, pues son una herramienta capaz de canalizar los flujos de capital hacia inversiones responsables que permitan dar respuesta a los problemas que nos afectan.

El presente trabajo tiene dos objetivos relacionados entre sí. El primero, es determinar el seguimiento que han tenido los PRI por parte de los fondos de inversión y si el hecho de incluir variables ASG en su proceso de toma de decisiones ha afectado a su rentabilidad. El segundo, es valorar si los PRI son un instrumento adecuado para conseguir los objetivos marcados, al valorar el impacto que han tenido en las empresas, pues son las destinatarias de las inversiones financieras y responsables de las inversiones reales.

Para poder cumplir con los objetivos, el trabajo presenta una estructura de tres secciones. En la primera, analizaremos el origen de los PRI, así como su contenido y seguimiento. Definiremos el concepto de inversión responsable y su relación con las variables ASG, así como con el sector financiero y determinaremos el marco normativo que se ha desarrollado para implementar los PRI, pues recordemos que son principios voluntarios.

En la segunda, analizaremos las características de los fondos de inversión socialmente responsables, así como al tipo de inversor al que se dirige, y los motivos que tienen las empresas financieras para constituir este tipo de fondo.

Finalmente, en la tercera sección realizaremos una comparativa entre los rendimientos obtenidos por fondos de inversión socialmente responsables y convencionales, para determinar si los primeros, por el hecho de incorporar las variables ASG, tienen un desempeño peor que los convencionales.

El trabajo finalizará con unas conclusiones en las que se dará respuesta a los objetivos planteados, así como una bibliografía y una webgrafía en la que se detallarán las fuentes empleadas en el mismo.

2. CONTEXTO

En la presente sección, analizaremos qué se entiende por inversión responsable, así como la evolución que ha tenido a lo largo de la historia. A continuación, detallaremos el origen de los PRI, así como los pasos que se fueron dando hasta su constitución. Finalmente, enumeraremos los principios y examinaremos las diferentes formas a través de las cuales se puede cumplir con los mismos.

2.1 Inversión Responsable

Las prácticas de inversión que integran variables ASG en los procesos de toma de decisiones son un campo de estudio en el que no se ha conseguido homogenizar términos para poder referirse a ellas. En la literatura sobre el tema, encontramos distintas formas de nombrar estas prácticas, entre las que destacan: “inversión socialmente responsable” (Statman, 2008), “inversión ética” (Schwartz, 2003), “inversión sostenible” (Weber, 2005) o “inversión responsable”, la cual es la terminología empleada por los PRI.

Para poder definir el concepto de inversión responsable, debemos hacer una primera distinción entre inversiones éticas y aquellas socialmente responsables (Sparkes, 2001). Las primeras, hacen referencia exclusivamente a aquellas inversiones realizadas por organizaciones que basen su actuación en códigos éticos como por ejemplo la Iglesia. Las segundas, integran todas aquellas inversiones que combinan objetivos financieros con otros sociales o medioambientales, siendo éste su principal elemento diferenciador.

Eccles y Viviers (2011) realizaron un estudio en el que analizaron la terminología empleada en ciento noventa artículos científicos, en un periodo que abarcaba desde 1975 hasta 2009, para referirse a prácticas de inversión que integran variables ASG. Con los resultados del estudio, los autores definieron la inversión responsable como aquella práctica de inversión que integra variables ASG y que tiene como finalidad principal proporcionar retornos financieros ajustados a un riesgo determinado.

Los PRI definen la inversión responsable como aquella práctica o estrategia que incorpora variables ASG en las decisiones de inversión, además apuestan por un papel activo en la propiedad de los activos. Podemos observar cómo esta definición va más allá de invertir, teniendo en cuenta las variables ASG, pues además es necesario tener un papel activo como propietario con el objetivo de promover los valores de la inversión responsable.

Una vez definido el concepto de inversión responsable, debemos hacer referencia a las variables ambientales, sociales y de buen gobierno (ASG) y su relación con la inversión responsable. Los elementos que integran estas variables son muy diversos, desde el punto de vista medioambiental encontramos el cambio climático, la contaminación, gestión de residuos o la deforestación. Los factores sociales están integrados por las condiciones laborales de los trabajadores, el respeto a los derechos humanos o la lucha contra el trabajo infantil y la esclavitud. Finalmente, por lo que se refiere a los elementos que integran el buen gobierno, encontramos la lucha contra la corrupción o la promoción de la diversidad y la igualdad de género en la estructura de gobierno de las organizaciones.

La difusión de las variables ASG y en concreto los diferentes rankings, como el Índice Global 100¹, donde se puntúan las compañías en función del desempeño y el impacto de la actividad empresarial en el medio ambiente, la sociedad o el buen gobierno, han supuesto un gran impulso en el respeto de las variables ASG por parte de las compañías, puesto que se han visto presionadas a mejorar.

Tradicionalmente se ha considerado que las variables ASG suponen una restricción en el desempeño económico de la empresa (Friedman, 1970). Nos encontraríamos ante una disyuntiva, pues una empresa debería optar entre obtener buenos resultados económicos o tener un impacto positivo en la sociedad, pues ambos objetivos serían en cierto grado incompatibles entre sí.

Un gran ejemplo de este pensamiento lo encontramos en Milton Friedman (1970), quien sostenía que los gerentes debían dirigir las empresas siguiendo las directrices de los accionistas, que suelen consistir en obtener el máximo beneficio. Friedman consideraba que los gerentes eran empleados de los accionistas, por lo que eran responsables frente a ellos y no frente a la sociedad. Las empresas debían concentrarse en ser competitivas y generar beneficio, lo cual beneficiaría a la sociedad.

La misma idea se desprende del concepto de externalidad (Coase, 1960; Pigou, 1933). Una externalidad negativa es el efecto perjudicial producido en un tercero como resultado de la actividad productiva de la empresa, un ejemplo de ello es la contaminación. Debido a que la empresa no soporta directamente ese coste, los gobiernos establecen regulaciones e impuestos destinados a que las empresas internen esos costes. Podemos observar como

¹ <https://www.corporateknights.com/reports/2020-global-100/2020-global-100-ranking-15795648/>

las variables ASG se conciben como un coste, ya que la empresa se ve afectada negativamente, ya sea por un impuesto o por una regulación restrictiva.

Esta concepción ha ido cambiando con el tiempo, estudios más recientes (Porter y Kramer, 2011; Porter et al., 2019) conciben las variables ASG no como un coste para las empresas, sino como un elemento diferenciador a integrar dentro de su modelo de negocio, lo cual servirá de sustento a una ventaja competitiva sostenible. Por tanto, el respeto a las variables ASG aumenta el rendimiento económico de las empresas y les permite crear valor a largo plazo.

Es importante diferenciar entre variables ASG materiales, que afectan al rendimiento de una empresa, e inmateriales. Para poder determinar la materialidad o no de una determinada variable ASG hay que analizar el sector de actividad en el que compite la empresa, pues una variable puede ser material en un sector, pero en otro no. El concepto de información material, equivalente en España a información relevante, fue definido por el Tribunal Supremo de Estados Unidos² como “aquella información que, de haber sido revelada, habría producido, muy probablemente, un cambio en las decisiones de inversión del inversor promedio”.

La idea anterior fue contrastada por un estudio (Khan et al., 2015) en el que se determinó que aquellas empresas que puntuaban alto en variables ASG materiales tenían un mejor desempeño en el futuro que aquellas otras que no lo hacían, así mismo, llegaron a la conclusión de que las empresas que puntuaban alto en variables ASG inmateriales, no obtenían un mejor resultado que aquellas que no lo hacían.

La relación entre las variables ASG y la inversión responsable es clara, pues a través de un análisis de aquellas que sean consideradas materiales en un sector concreto, permite a los inversores identificar las empresas que han apostado decididamente por las variables ASG en su modelo de negocio y aquellas que no lo han hecho, permitiendo calcular tanto el riesgo como el valor de su portafolio.

A continuación, estableceremos la relación entre la inversión responsable y el deber fiduciario de los gestores de inversiones. El deber fiduciario surge en las relaciones que

² Estados Unidos. Sentencia del Tribunal Supremo “TSC Industries, Inc v. Northway, Inc”, de 14 de junio de 1976. Véase también, la Sentencia del Tribunal Supremo “Basic, Inc v. Levinston”, de 7 de marzo de 1998. Estas sentencias marcaron la doctrina del Tribunal Supremo que se ha mantenido en casos más recientes como la Sentencia del Tribunal Supremo “Takata v. Riot Blockchain, Inc”, de 30 de abril de 2020; o la Sentencia del Tribunal Supremo “Smith v. Antares Pharma, Inc”, de 28 de abril de 2020.

se establecen en el sistema financiero entre un gestor de inversiones, ya sea una organización o un particular, con los inversores. Este deber se articula para garantizar que los primeros, gestionen los activos en beneficio de los segundos, pues estos son la parte “débil” de la relación. El deber fiduciario otorga una alta discrecionalidad al gestor para actuar según su criterio, pero siempre respetando los principios de lealtad y prudencia.

La relación entre inversión responsable y el deber fiduciario ha evolucionado. Anteriormente, se consideraba que un gestor que se guiase por principios de inversión responsable podría llegar a vulnerar su deber fiduciario en la medida que sus consideraciones morales primasen por encima del análisis financiero en la toma de decisiones (Hutchinson y Cole, 1980). Según esta concepción, las políticas de inversión responsable debían ser examinadas caso por caso, para determinar si vulneraban el principio de lealtad y el de prudencia.

Recientemente, esta idea ha cambiado, pues la integración de los principios de inversión responsable en los procesos de toma de decisiones de inversión se considera que forman parte del deber fiduciario³. Este cambio ha venido motivado por la difusión de las variables ASG, siendo información más accesible para los inversores, así como por el reconocimiento de la materialidad de las mismas (Porter y Kramer, 2011; Khan et al., 2015; Porter et al., 2019).

Este cambio de paradigma también se ha experimentado en la regulación de los diferentes estados en materia de inversión. Según datos proporcionados por el PRI⁴, en las 50 economías más desarrolladas, se han identificado 500 instrumentos, de distinta naturaleza, que ayudan a los inversores a invertir teniendo en cuenta la creación de valor a largo plazo y las variables ASG. Según datos proporcionados por los PRI, este tipo de instrumentos han experimentado un gran impulso desde comienzos del siglo XXI, pues cerca del 97% de ellos datan del año 2000 en adelante y su crecimiento no ha hecho más que acelerarse en los últimos años.

Podemos concluir que los principios de inversión responsable, entre los que destaca la valoración de las variables ASG, se han integrado en el deber fiduciario, concretamente en el deber de prudencia. Los gestores deberán actuar con diligencia, dentro de la cual se

³ <https://www.unpri.org/download?ac=9792>

⁴ <https://www.unpri.org/download?ac=9792>

integra el tener en cuenta las variables ASG pues afecta al riesgo de la inversión, ser propietarios activos para así garantizar que las empresas en las que se invierta guíen su estrategia por estas variables, así como promover la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

Finalmente, haremos una breve mención a las diferentes estrategias a través de las que se puede articular la inversión responsable, las cuales han evolucionado en las últimas décadas, pasando de establecer ciertos filtros a la hora de tomar decisiones de inversión, con los que evitar ciertos sectores como el armamentístico, a posiciones mucho más activas como son la integración de las variables ASG en los procesos de toma de decisiones o la promoción de dichas variables en las empresas en las que se ha invertido, adoptando los accionistas un papel más activo como propietarios.

Scholtens (2014) ha constatado la evolución a la que hemos hecho mención y ha identificado siete estrategias a través de las cuales se puede invertir responsablemente. La primera, consiste en establecer filtros o exclusiones según los cuales se evita invertir en determinados sectores, tabaco, pornografía o armas, o países. La segunda, supone integrar las variables ASG en los procesos de análisis y toma de decisiones, por lo que se tienen en cuenta a la hora de valorar el riesgo de la inversión, así como los posibles retornos del capital.

La tercera, implica establecer filtros, teniendo en cuenta el grado de cumplimiento de las normas, valores y estándares internacionales, en las decisiones de inversión. La cuarta, hace referencia al papel de los accionistas como propietarios, quienes deberán ser más activos y ejercer sus derechos, como el de voto, para aumentar el compromiso de las empresas en las que han invertido en materia ASG. La quinta, consiste en invertir en empresas que puntúan más alto en los diferentes rankings en materia ASG, son las conocidas como “Best in class”.

La sexta, se basa en realizar inversiones temáticas sostenibles, en empresas o sectores que contribuyan a la sostenibilidad, normalmente, a través de fondos de inversión temáticos, como aquellos que invierten en energías renovables. La séptima, se refiere a las inversiones de impacto, que son iguales que las anteriores, pero con la diferencia de que son directas, es decir, los fondos transfieren directamente el capital a la empresa en cuestión, y las anteriores son indirectas, se basan en la compra y venta de activos en el mercado financiero.

Los PRI, diferencian dos tipos de enfoques a la hora de invertir de forma responsable. El primero, construir el portafolio teniendo en cuenta las variables ASG y, el segundo, tener un papel activo como propietario. Las estrategias a las que hemos hecho mención se engloban dentro de estos dos enfoques. Si nos referimos al primero, incluye la integración de las variables ASG, establecer filtros, teniendo en cuenta las preferencias y valores del inversor, y llevar a cabo inversiones temáticas, en las que se incluyen las inversiones de impacto. Por lo que respecta al segundo, implica que los accionistas, en concreto los fondos de inversión, tengan un papel más activo que permita aumentar el compromiso de las empresas en las que invierten con las variables ASG y ejerzan su derecho al voto.

Tabla 1 Síntesis de estrategias de inversión responsable

Estrategias Scholten	Estrategias PRI
Filtraje negativo / exclusiones. Integración variables ASG. Tomar decisiones de inversión valorando el grado de cumplimiento de las normas, valores o estándares internacionales. Activismo de los accionistas. Filtraje positivo / “best in class” Inversiones temáticas Inversiones de impacto	Integración variables ASG: <ul style="list-style-type: none"> • Filtraje positivo / negativo. • Inversiones temáticas. • Inversiones de impacto. Activismo de los accionistas: <ul style="list-style-type: none"> • Promoción del compromiso en materia ASG por parte de las empresas en las que se invierte. • Ejercicio derecho a voto.

Fuente: Elaboración propia a partir de las estrategias de Scholten y de los PRI.

2.2 El Origen de los PRI

Los PRI son un conjunto de principios de carácter voluntario elaborados por inversores para inversores que pretenden incentivar y servir de guía a aquellos que quieran incorporar las variables ASG en sus decisiones de inversión. Los PRI son, actualmente, un elemento clave en la promoción y defensa de la inversión responsable, por lo que antes de entrar a analizarlos, debemos realizar una breve mención a la evolución de ésta.

El origen de la inversión responsable lo encontramos en el siglo XIX en Estados Unidos, donde algunas comunidades religiosas, entre las que se encontraban los cuáqueros, no invertían en proyectos que tuviesen algún tipo de vinculación con la esclavitud o el

alcohol. En la década de 1920, la Iglesia Metodista comenzó a invertir en bolsa, pero evitaba hacerlo en empresas del sector de bebidas alcohólicas o vinculadas con el juego. En la década de 1960, durante el transcurso de la guerra del Vietnam, parte de la población norteamericana decidió no invertir en la empresa fabricante del napalm.

Todo este proceso culmina en 1971 con la creación de Pax World Fund, el cual es el primer fondo socialmente responsable, que no invertía en empresas del sector armamentístico. En esta primera fase, la inversión responsable se articula a través de una estrategia de filtros en la que, según principios morales, religiosos o éticos, se decide no invertir en determinadas empresas o sectores (Miró, 2012).

El siguiente hito al que debemos hacer mención, es la creación en 1989 de la Ceres por un grupo de inversores comprometidos con el medio ambiente que fueron liderados por Joan Bavaria. Ceres es una organización sin ánimo de lucro que trabaja con inversores y empresas para buscar soluciones a los problemas que afectan a la sociedad como el cambio climático, la contaminación o la discriminación en el lugar de trabajo.

Ceres lanzó el mismo año de su creación, como consecuencia del vertido de petróleo provocado por el buque Exxon Valdez, los principios Valdez, posteriormente renombrados a principios Ceres, destinados a las empresas con la finalidad de alcanzar un desarrollo sostenible. Los principios están formados por diez puntos, entre los que se encuentran la protección de la biosfera, reducción de los riesgos sociales y medioambientales, así como el compromiso de publicar anualmente un informe sobre el grado de cumplimiento de estos.

Finalmente, debemos destacar el surgimiento de diversos índices, en la década de 1990, que se puntuaban a las empresas teniendo en cuenta su gestión de las variables ASG, de los cuales debemos destacar dos. El primero al que haremos mención es el índice Domini 400, creado en 1990, que puntuaba a las empresas según su relación con los trabajadores y su impacto en el medio ambiente. Este índice excluía a aquellas empresas cuyo sector de actividad fuese el alcohol, tabaco, juego o armas. El índice Domini 400 fue uno de los primeros que tenía en cuenta las variables sociales y medioambientales.

El segundo son los índices Dow Jones Sustainability, creados en 1999 fueron los primeros a escala global. Estos índices puntúan las empresas, de unos sesenta y un sectores de actividad, teniendo en cuenta las variables ASG. Estos índices se dividen en varias

referencias, entre las que encontramos: el índice mundial, el europeo o el norteamericano (Miró, 2012).

En esta pequeña síntesis, hemos descrito la evolución de la inversión responsable, destacando los momentos más significativos, lo cual nos ha permitido determinar los antecedentes de los PRI, cuyo origen se remonta al año 2005, cuando, el entonces Secretario-General de la ONU, Kofi Annan invitó a un grupo de los inversores institucionales más importantes del mundo, entre los cuales había fondos de inversión y aseguradoras, para que colaborasen en el desarrollo de los Principios de Inversión Responsable.

Representantes de veinte inversores institucionales provenientes de doce países distintos aceptaron la invitación y desarrollaron, junto con el asesoramiento de unos setenta expertos provenientes tanto de la industria de inversión como de la sociedad civil, los PRI según su propio criterio, es decir, tuvieron libertad para determinar su alcance y contenido. En abril del año 2006, los PRI fueron oficialmente presentados en la Bolsa de Nueva York.

Los PRI son un conjunto de principios de carácter voluntario que sirven de guía a los inversores para incorporar las variables ASG en los procesos de toma de decisión al enumerar una serie de posibles acciones a desarrollar para conseguirlo. Como hemos comentado, los PRI fueron desarrollados por inversores para inversores, con el objetivo de conseguir aunar los retornos del capital y las variables ASG, con el objetivo de conseguir un sistema financiero global sostenible.

Los PRI son una iniciativa que, si bien surgió al amparo de la ONU, es independiente de ésta pues se constituyó como empresa, registrada bajo el nombre “PRI Association”⁵, cuya finalidad de impulsar tanto sus objetivos como la propia iniciativa. Pese a ser independientes, mantienen una estrecha relación con el PNUMA y el Pacto Mundial de las Naciones Unidas, pues ambas cuentan con un representante en la junta de los PRI y además colaboran en la consecución de sus fines comunes. “PRI Association” no tiene ánimo de lucro y se financia a través de una cuota anual que deben pagar todos los signatarios, así como otras donaciones que reciben.

⁵ <https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/g/e/r/2016-11-14-Articles-of-Association-of-PRI-Association-.pdf>

Los principios pueden ser suscritos por propietarios de activos, como fondos de pensiones o empresas de seguros, gestores de inversiones y empresas que proporcionan servicios a los dos primero, pues tienen una gran influencia en su comportamiento. Referente al proceso de suscripción⁶, primero se debe presentar una declaración, que varía según el destinatario, firmada por el director ejecutivo, o cargo similar, en la que la organización se compromete a seguir los principios. Después, se debe facilitar información de contacto, detalles de la organización, así como las razones por la que quieren suscribirlos. Finalmente, se debe presentar un organigrama de la organización.

La suscripción entraña una serie de obligaciones, pues pese a que los PRI son voluntarios, los suscriptores deben pagar una cuota anual, que se calcula siguiendo una serie de parámetros, así como publicar un informe de los avances de la organización en materia de inversión responsable. Esta última obligación, se convierte en voluntaria durante el primer ciclo de informes desde la suscripción.

Desde su lanzamiento en el año 2006, los PRI han experimentado un gran crecimiento, especialmente en los últimos cuatro años, pues de los 100 signatarios con los que contaba la iniciativa al principio, ha pasado a superar los 2.300 en 2019, lo cual vendría a representar unos 80 billones de dólares⁷.

2.3 Los Seis Principios de Inversión Responsable

Los PRI están formados por seis principios de carácter voluntario que pretenden guiar al inversor en la incorporación de las variables ASG en sus procesos de toma de decisiones de inversión. A continuación, enumeraremos cada uno de los principios y detallaremos algunas de las posibles acciones que pueden llevar a cabo los inversores para cumplir con cada uno de ellos. Debemos recordar que los principios fueron elaborados por inversores y su finalidad es conseguir alcanzar un sistema financiero global sostenible.

El primero de los principios supone incorporar las variables ASG en los procesos de análisis y de toma de decisiones de inversión. Las acciones que pueden llevar a cabo los inversores para cumplir con este principio abarcan tanto la evaluación de las capacidades de los gestores de inversión, ya sean internos o externos, de incorporar las variables ASG en dichos procesos como colaborar en el desarrollo de software y sistemas que permitan

⁶ <https://www.unpri.org/signatories/become-a-signatory>

⁷ https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/v/d/d/pri_work_programme_2019_23661.pdf

incorporar estas variables en las decisiones de inversión. Este principio no se limita al suscriptor en sí, sino que implica difundirlo entre sus proveedores de servicios, como analistas financieros o consultores, así como respaldar la investigación en el campo.

El segundo principio implica desarrollar un papel activo como propietarios, incorporando las variables ASG en las prácticas de la empresa. Este principio pone el foco en el potencial que tienen los inversores, como propietarios, de aumentar el compromiso de las empresas en las que invierten en materia ASG, al desarrollar una política de gestión de activos acorde con los objetivos de los PRI. Entre las posibles acciones a desarrollar, destacan el ejercicio del derecho a voto que tienen como propietarios, garantizando que se cumpla según la normativa de la compañía, así como la participación en la definición de la regulación interna de la misma.

El tercero, aboga por que los inversores promuevan la publicidad de la gestión que realizan las empresas en las que han invertido en materia ASG. Para cumplir con este propósito, los inversores deben apoyar las iniciativas que promuevan esta publicidad, solicitar que la gestión que ha realizado la empresa en relación con estas variables se incluya en los informes financieros anuales y solicitar que los informes se adapten a estándares internacionales para que la información sea más fácilmente entendible y que pueda ser comparada.

El cuarto anima a los inversores a difundir los principios en la industria de inversión. Este principio tiene una gran relación con el primero, pues busca que otros agentes que operan en los mercados financieros adopten los principios, desarrollando las acciones a los que hemos hecho referencia en el primer principio. Los inversores pueden llevar diversas acciones para conseguir difundir los principios como comunicar a los proveedores de servicios financieros sus expectativas en materia ASG, no contratando aquellos que no cumplan con las mismas, apoyar el desarrollo de software que facilite la integración de las variables ASG en los procesos de toma de decisiones o apoyando el desarrollo de normativa que abogue por la adopción de los principios.

El quinto, es un compromiso de los inversores que han suscrito los principios de trabajar de forma conjunta en la implementación eficaz de los principios. Se anima a los inversores a promocionar y participar en redes y plataformas en las que se comparta información y herramientas que permitan a los inversores aumentar sus conocimientos en la materia, lo cual resultará en una implementación más eficaz de los principios.

El último de los principios pretende que los inversores, de forma individual, informen periódicamente sobre sus avances en la implementación de estos. La información a suministrar comprende, entre otros extremos, la forma en que las variables ASG son incorporadas en los procesos de análisis y de toma de decisiones de inversión, la política de gestión de activos que llevan a cabo, así como las exigencias que imponen a los proveedores de servicios financieros para contratar con ellos.

Los principios son de carácter dispositivo, pudiéndose apreciar esto en su redacción, pues es muy general. Los tres primeros muestran el compromiso por parte de los inversores de integrar las variables ASG tanto en los procesos de toma de decisiones de inversión como en la gestión que realizan de los activos, mientras que los tres últimos se centran en la voluntad de cumplirlos y promoverlos. En ningún momento se determina qué sucedería en el supuesto en que los inversores no pudiesen identificar estas variables. Así mismo, se reconoce que el cumplimiento de los principios debe compatibilizarse con el deber fiduciario, pudiéndose dejar de aplicar los principios, parcial o temporalmente, si su aplicación choca con este deber (Lehtonen, 2013).

3. FONDOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLES

En la presente sección, intentaremos concretar el perfil de un inversor responsable, para determinar el público objetivo de los fondos socialmente responsables. A continuación, enunciaremos las características de los fondos que incorporan las variables ASG y las compararemos con las de aquellos que no lo hacen. Finalmente, analizaremos los motivos que llevan a las empresas financieras a constituir fondos de inversión socialmente responsables.

3.1 Perfil del Inversor Responsable

En la sección anterior, determinamos que la inversión responsable era aquella que incorporaba las variables ASG en los procesos de toma de decisión y que además implicaba adoptar una postura proactiva como propietarios. Teniendo en cuenta esta definición, trataremos de determinar cuáles son las diferencias entre un inversor responsable y uno convencional.

Para proceder al análisis, utilizaremos el estudio realizado por McLachlan y Gardner (2004) en el que se intentó establecer un perfil del inversor responsable a partir de un cuestionario que se realizó a 109 personas, de las cuales 55 se clasificaron como inversores convencionales y 54 como socialmente responsables. Las preguntas se

encuadraban en seis categorías distintas y partir de las respuestas obtenidas se realizaron test de contraste para detectar diferencias estadísticamente significativas, que a continuación analizaremos. El estudio reconocía que, para conseguir unos resultados más acertados, necesitarían aumentar la muestra, pero nos permitirá intuir las posibles diferencias entre ambos grupos.

La primera de las variables analizadas fueron las demográficas, que incluían la edad, el nivel educativo, el nivel de ingresos, así como si su conducta se centraba más en uno mismo o en los demás. Los resultados concluyeron que no había relación significativa entre el tipo de inversor y la edad, no apoyando así la hipótesis propuesta de que los inversores socialmente responsables eran más jóvenes que los convencionales. Tampoco se encontró una relación significativa entre el tipo de inversor y el nivel educativo, lo cual no permitía apoyar la hipótesis de que los inversores socialmente responsables tenían un nivel educativo superior. En este punto, se detectó un patrón según el cual los inversores convencionales tenían un nivel educativo inferior, que permitiría encontrar una diferencia entre ambos tipos.

Referente al nivel de ingresos, el análisis no encontró una relación significativa entre el nivel de ingresos y el tipo de inversor, no apoyando así la hipótesis de que los inversores socialmente responsables tendrían un nivel de ingresos superior a los convencionales. El análisis destacó que, tanto en el nivel más bajo de ingresos como en el más alto, los inversores convencionales dominaban por encima de los socialmente responsables, mientras que estos últimos se concentraban en los niveles intermedios.

El último de los elementos analizados que se incluyó en las variables demográficas era el tipo de conducta de la persona, más centrada en uno mismo o en los demás. El análisis no encontró diferencias significativas entre el tipo de inversor y su conducta, si bien en una de las dos preguntas formuladas en este punto, con una significación del 10%, se detectó que los inversores socialmente responsables tenían respuestas más éticas que los convencionales. Por tanto, no se consiguió establecer diferencias significativas por lo que respecta a las variables demográficas.

La segunda variable, es la importancia que se le da al retorno financiero de la inversión. Se partía de la hipótesis de que los inversores convencionales le darían una mayor importancia a este retorno que los socialmente responsables, pero los resultados no permitieron apreciar diferencias significativas respecto a la importancia que ambos

grupos le daban a los retornos financieros, si bien la importancia que le daban los primeros era algo mayor. El estudio concluyó que se podía observar una tendencia que, de repetirse el estudio en una muestra superior, podría llegar a confirmarse esta hipótesis. Los autores llamaron la atención al hecho de que, en aquel momento, la inversión responsable no tenía unos principios universales, por lo que habría diferentes niveles de cumplimiento.

La tercera variable, consistía en determinar la importancia de los aspectos éticos a la hora de tomar decisiones de inversión. Estos aspectos incluyen factores ambientales, sectores como el armamentístico o el tabaco, etc. La hipótesis de la que se partía era que los inversores socialmente responsables darían una mayor importancia a estos aspectos que los convencionales a la hora de tomar decisiones de inversión. La hipótesis fue confirmada, pues en todos los aspectos éticos analizados, los inversores socialmente responsables tuvieron una puntuación más elevada.

La cuarta, hacía referencia al estilo en que el inversor llevaba a cabo su proceso de toma de decisiones de inversión. El estudio utilizó un modelo, adaptado a partir de los estudios previos de Sproles, (1985) y Sproles y Kendall (1986). que abarcaba siete estilos distintos: perfeccionista, concienciado en el valor, concienciado en la reputación de las empresas, seguidor de modas, impulsivo, confundido por la gran variedad de alternativas y aquel que intentaba tomar decisiones de inversión rápidas para ahorrar tiempo. La hipótesis propuesta partía de la premisa de que los inversores socialmente responsables destacarían en el estilo perfeccionista y los convencionales en el resto, la cual fue apoyada por los resultados obtenidos, si bien los inversores socialmente responsables también destacaron en el estilo de confusión debido al gran número de alternativas. El estudio concluyó que este hecho se debía al tiempo que los inversores socialmente responsables dedicaban a tomar sus decisiones de inversión y que se podría solucionar a medida que hubiese más información estandarizada que permitiese identificar empresas que respetasen las variables ASG.

La quinta, se centra en la estrategia de inversión que utilizarían ambos tipos de inversores. El modelo utilizado se articulaba alrededor de cuatro estrategias distintas, analizadas anteriormente. Las dos primeras consistirían en establecer filtros, positivos o negativos, y las dos últimas se relacionan con el papel de los inversores en los activos en los que ha invertido, ya sea comunicando a la empresa aquellos puntos que son importantes para el inversor, bajo la amenaza implícita de desinvertir, o bien adoptando una postura de confrontación con ésta.

La hipótesis formulada esperaba que los inversores socialmente responsables destacarían en todas las estrategias menos en la de inclusión, en la que lo harían los convencionales. El estudio no encontró una relación significativa entre el tipo de estrategia y el de inversores, no pudiendo apoyar la hipótesis formulada. Pese a ello, los resultados obtenidos permitirían afirmar parcialmente la misma, pues los inversores socialmente responsables destacan en las estrategias de establecer filtros negativos, así como en llevar un papel activo en la empresa, a través del fondo, desde la perspectiva más dialogante y los inversores convencionales lo hicieron en el establecimiento de filtros negativos. La estrategia de adoptar una postura de confrontación, no se pudo relacionar con ningún tipo de inversor. El estudio concluyó que este hecho podría deberse a que dichas conductas únicamente las llevan a cabo pequeños sectores de inversores que, debido a las limitaciones del mismo, podrían no haberse visto representadas.

La última variable, era la diferente percepción de los dos tipos de inversores de la intensidad moral, concepto enunciado por Jones (1991) y que hace mención al grado de relación entre la situación y un imperativo moral, el cual influye en el proceso de toma de decisiones. Se pueden identificar seis dimensiones en la intensidad moral: el alcance de las consecuencias, la probabilidad de que la decisión cause un efecto positivo o negativo, la inmediatez de la consecuencia, el número de personas afectadas, la proximidad entre quien toma la decisión y quien sufre las consecuencias de esa decisión y el consenso social referente a si la decisión es buena o mala.

La hipótesis de partida era que los inversores socialmente responsables percibirían un mayor nivel de intensidad moral que los convencionales. Los resultados del estudio apoyaron dicha hipótesis pues se encontraron diferencias significativas en el grado de percepción de la intensidad moral entre ambos tipos de inversores, pues en los dos supuestos utilizados para medir la intensidad en que la percibían, los inversores socialmente responsables lo hicieron en un grado superior.

Podemos concluir que hay diferencias significativas entre inversores socialmente responsables y convencionales, observándose principalmente en el ámbito subjetivo de la persona, pues los primeros tienen unas creencias éticas que inciden tanto en su estilo como en la estrategia que siguen a la hora de tomar decisiones de inversión. Por tanto, las personas que invierten en fondos de inversión socialmente responsables son aquellas que tienen unos principios morales que influyen en la forma en que se relacionan con el

mundo financiero, si bien, tal y como constató el estudio, no estarían dispuestas a renunciar a los retornos financieros.

Riedl y Smeets (2017), analizaron los motivos por los que los inversores individuales incorporaban fondos socialmente responsables en sus portafolios y llegaron a unas conclusiones similares a las del estudio anterior. Los principios morales de cada individuo eran el principal motivo por el que se decantaban por invertir en fondos de inversión socialmente responsable, si bien no era el único, puesto que para aquellas personas que se guiaban por otros principios morales, encontraban un motivo para invertir en fondos socialmente responsable en la aceptación social que esto les proporcionaría, especialmente si se trataba de personas que discutían habitualmente sobre temas de inversión.

Los aspectos financieros también jugaban un papel importante a la hora de invertir en fondos de inversión socialmente responsable, pues aquellos inversores que consideraban que éstos tendrían un peor desempeño que los convencionales, era más improbable que lo hiciesen. Debemos destacar que, éste estudio se realizó con inversores holandeses, pero los autores hicieron ciertas comprobaciones que permitieron afirmar que sus conclusiones podían ser extrapoladas a otros países.

3.2 Características de los Fondos de Inversión Socialmente Responsables

Una vez detallado el perfil del inversor responsable, analizaremos las características de los fondos de inversión socialmente responsables, que son aquellos que emplean filtros basados en aspectos sociales, medioambientales y de buen gobierno a la hora de tomar las decisiones de inversión con las que constituirán su portafolio (Humphrey et al., 2016). Estos filtros, tal y como hemos visto anteriormente, pueden ser positivos, al incluir a empresas que tienen un buen desempeño en materia ASG, o bien negativas, excluyendo empresas o sectores, como el armamentístico o el juego, por considerar que tienen un impacto negativo en dicha materia.

Pese a que el filtraje, positivo o negativo, es la estrategia más seguida, los fondos de inversión socialmente responsables también pueden recurrir a otras como, por ejemplo, invertir en determinadas empresas para conseguir aumentar su compromiso en materia ASG, al llevar a cabo un papel activo como propietario, o intentar dialogar con un sector de actividad concreto para conseguir influenciarlos y que aumenten su compromiso en la materia. En el éxito de estas estrategias influyen tanto variables internas de los fondos,

como son su tamaño, la buena organización de éste o una correcta alineación entre la estrategia seguida y los mandatos de los inversores, así como externas a estos, como son contar con una serie de principios de aplicación general, como son los PRI (de Graaf y Slager, 2009).

El filtraje, reduce el número de opciones en las que poder realizar inversiones, pues se eliminan determinadas empresas o sectores completos de actividad. Esta limitación puede afectar tanto a la rentabilidad del fondo, al restringir la libertad del gestor a la hora de decidir cómo configurar el portafolio, pues quedarían fuera sectores, como el alcohol o el tabaco que suelen tener un rendimiento superior a las alternativas de inversión responsable (Statman y Glushkov, 2009), así como al correcto ajuste retorno-riesgo, pues al limitarse las opciones, se reducen las posibilidades de la diversificación, lo cual conlleva una pérdida de eficiencia de la cartera.

La reducción de las opciones de inversión, si bien tiene efectos negativos, también comporta una serie de ventajas. Los fondos de inversión socialmente responsables, al introducir las variables ASG en sus procesos de toma de decisión, tienen un menor número de alternativas en las que invertir que un fondo convencional, lo cual les permite tener un conocimiento más profundo de las empresas y sectores en los que invierten. El mercado tiende a minusvalorar los beneficios que tiene para una empresa un adecuado respeto a las variables ASG, como por ejemplo una buena gestión de recursos humanos que motive el personal, lo cual conllevaría unos mejores retornos, ajustados a un riesgo determinado, a corto plazo (Borgers et al., 2013). Por tanto, los gestores de fondos de inversión responsables pueden aprovechar su mayor conocimiento de las empresas y sectores en las que invierten para aumentar su peso en la cartera y obtener unos mejores retornos, ajustados a un riesgo determinado.

Referente al perfil de los gestores de fondos de inversión responsables, se determinó que era más probable que tuviesen una mayor experiencia que los gestores de fondos convencionales, en parte debido a la especificidad de las inversiones que realizan (Humphrey et al., 2016). El estudio analizó tanto la edad como su nivel formativo, basándose en la adquisición del título de postgrado “Certified Financial Analyst” (CFA), pero no encontró diferencias significativas. Se observó que los gestores de fondos socialmente responsables eran más leales que los de fondos convencionales, debido a un menor número de alternativas entre las que escoger, y que era más probable que fuesen mujeres, pues un 13% de los fondos socialmente responsables eran gestionados por

mujeres, mientras que solo un 8% de los convencionales lo son. Pese a estas diferencias, ambos tipos de gestores tienen una habilidad equivalente a la hora de conformar su portafolio y obtienen unos resultados similares.

Diversos estudios (Benson et al., 2006; Humphrey et al., 2016) concluyeron que los retornos que un inversor puede esperar, tanto si invierte en un fondo socialmente responsable como si lo hace en uno convencional, son prácticamente idénticos, pues no se observaron diferencias estadísticamente significativas. Pese a ello, existen notables diferencias entre éstos. El primer estudio concluyó que, pese a que los retornos son estadísticamente iguales, la forma en que se obtuvieron es diferente, pues del análisis de los portafolios de ambos tipos de fondos, se observó que la composición de estos era diferente.

El segundo, destacó una serie de características de los fondos socialmente responsables. La primera, fue que esto eran, como regla general, más pequeños que los convencionales. La segunda, hacía referencia a la exposición de los fondos de inversión responsable, siendo mayor respecto al crecimiento, riesgo de invertir en acciones de empresas que se espera que crezcan, pero menor en cuanto al momentum, que es la rapidez con la que el precio de las acciones cambia, si bien estas diferencias no eran estadísticamente significativas. La última, era que los fondos de inversión socialmente responsable presentaban una mayor variabilidad respecto a su tamaño, pero menor respecto a las diferencias entre su valor contable y el de mercado.

3.3 Variables que Inciden en la Creación de Fondos Socialmente Responsables

Una vez analizadas las características tanto de los inversores como de los fondos socialmente responsables, realizaremos una breve mención a las variables que influyen en el proceso de toma de decisión de las empresas financieras, como bancos o compañías de seguros, a la hora de constituir o no, nuevos fondos de inversión que sean socialmente responsables.

Peillex y Ureche-Rangau (2016) realizaron un estudio en el que analizaron las principales variables que afectaban a la decisión de crear nuevos fondos de inversión a partir de dos teorías distintas, que son la de exceso de recursos y la de visión basada en los recursos. A partir de este enfoque, identificaron una serie de variables de las empresas financieras que afectaban a su decisión de constituir fondos socialmente responsables, que son las

siguientes: tamaño, rentabilidad, grado de endeudamiento, exposición a los medios y compromiso en materia ASG.

El estudio demostró que el tamaño de las empresas financieras tiene una gran importancia a la hora de que éstas decidan constituir fondos que sean socialmente responsables. Esto es debido a diversos factores como el hecho de que dispongan de mayores recursos económicos, lo cual les permite asumir las posibles consecuencias negativas en el caso de que el proyecto no consiga obtener los rendimientos esperados. Asimismo, estas empresas disponen de un mayor capital humano, por lo que es más probable que dispongan de empleados capaces de gestionar fondos socialmente responsables o, en su caso, conseguir atraer talento que pueda hacerlo.

En relación con el punto anterior, la rentabilidad de las empresas financieras se demostró que es un factor que influye en la decisión de crear fondos de inversión responsable por parte de estas empresas. Podemos observar cómo tanto el tamaño como la rentabilidad inciden de forma positiva en la creación de fondos de inversión responsable, debido a que las empresas se encuentran en una mejor situación para emprender proyectos de inversión nuevos, como es la constitución de nuevos fondos.

Por lo que respecta al grado de endeudamiento, es una variable que opera en sentido contrario a las dos anteriores. Podríamos pensar que cuanto más endeudadas estuviesen las empresas financieras, menor sería su intención de constituir fondos de inversión responsable. El estudio determinó que son las empresas más endeudadas aquellas que más se inclinan por la constitución de fondos socialmente responsable. En este punto, debemos hacer referencia a la teoría de la visión de los recursos, la cual considera que las empresas tienen una serie de activos tangibles e intangibles, siendo la imagen y la reputación de la empresa algunos de los más importantes de estos. Las empresas más endeudadas buscarían obtener unas mejores condiciones de financiación a través de una mejora en su desempeño en materia ASG, obtenida, en este caso, mediante la constitución de fondos socialmente responsables (Cheng et al., 2014).

En relación con la teoría de la visión de los recursos, la exposición a los medios de comunicación demostró ser una variable que las empresas financieras toman en consideración a la hora de constituir fondos socialmente responsables. En este punto, como en el anterior, son las empresas con una menor exposición mediática, las que pretenden obtener una mayor presencia en los medios a través de la constitución de este

tipo de fondos, de forma que obtengan los beneficios propios de tener una imagen y una buena reputación.

Finalmente, debemos hacer referencia al desempeño en materia ASG, la cual afecta positivamente a la intención de constituir fondos de inversión socialmente responsables. En este caso, como en el de las dos variables anteriores, las empresas financieras buscan mejorar su imagen, obteniendo los beneficios ligados a esto, a través de la constitución de fondos de inversión responsables.

Podemos concluir que las dos primeras variables que influyen en la decisión de constituir fondos responsables se relacionan con los recursos, tanto económicos como humanos, de que disponen las empresas financieras. Estas dos variables se relacionarían con la teoría de exceso de recursos, siendo más tendentes a constituir fondos de inversión responsables aquellas empresas que disponen de más recursos, pues podrían encajar mejor las pérdidas en el caso en que el proyecto no diese los rendimientos esperados. Las otras tres variables, se relacionan con la teoría de visión de los recursos, por lo que el motivo que se escondería detrás de la constitución de fondos responsables no es otro que los beneficios que obtendrían las empresas financieras de mejorar su reputación e imagen, ambos elementos clave de los activos intangibles de las empresas, los cuales influirían en su rendimiento.

4. COMPARATIVA FONDOS DE INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE Y CONVENCIONALES

En la presente sección, analizaremos el comportamiento de una selección de fondos de inversión socialmente responsables y convencionales para determinar si existen diferencias en su desempeño, lo cual afectaría a los retornos que un inversor puede esperar obtener, en función del tipo de fondo en el que ha escogido invertir.

4.1 Datos

La muestra seleccionada es de 30 fondos de inversión, que han sido divididos en dos grupos de 15 fondos cada uno, en función de si son fondos socialmente responsables o no. Los datos de los fondos fueron obtenidos a través de la página web Yahoo finance, utilizando el filtro de búsqueda de fondos de inversión que facilita dicha página web. Yahoo finance colabora con Morningstar a la hora de proporcionar información sobre los fondos, por lo que, al seleccionar la muestra, se tuvo en cuenta dos criterios, que son tanto la calificación (rátigo) que Morningstar otorga a cada fondo, valorado en estrellas, como su sostenibilidad, valorada en globos.

La calificación de Morningstar, valorada en estrellas de una a cinco, permite comparar el desempeño de un fondo de inversión con el del resto de fondos de su categoría, ajustado a un riesgo determinado. La calificación de cada fondo se obtiene a partir de una curva en la que se contraponen con el resto de fondos de su categoría en tres periodos distintos que son: tres, cinco y diez años. En función de la posición que ocupen los fondos en la curva, obtienen un número de estrellas distinto, siendo fondos de 5 estrellas aquellos que se encuentran en el 10% superior de la curva. La calificación general de Morningstar, tiene en cuenta el momento en que fue creado el fondo, otorgando un peso distinto a cada uno de esos tres periodos a la hora de valorarlo⁸.

El primer criterio, ha sido que los fondos hubiesen obtenido una calificación Morningstar de 5 estrellas. La comparación se ha realizado entre fondos de inversión que tienen el mismo número de estrellas porque eso significa que obtuvieron resultados equivalentes en el pasado, evitando así que la comparativa pudiese quedar alterada por el hecho de comparar fondos que tuviesen un número inferior de estrellas, como resultado de haber obtenido peores resultados en el pasado.

El segundo criterio, ha consistido en tener en cuenta la calificación de sostenibilidad que Morningstar⁹ ha otorgado a cada uno de los fondos. Esta calificación se calcula teniendo en cuenta el riesgo que las variables ASG generan en las empresas que forman parte del portafolio de un determinado fondo y se compara con el de fondos similares. La calificación se elabora en tres pasos.

En primer lugar, se calcula la puntuación de sostenibilidad del portafolio en los últimos doce meses. Para ello, se calcula el riesgo en materia ASG de cada una de las compañías que integran el portafolio, en una escala que va de 0 a 100 y donde una menor puntuación implica una mejor gestión de estos riesgos. Estos resultados se agregan, creando un portafolio en el que se tiene en cuenta el peso ponderado de cada uno de los activos cubiertos en el mismo, entendiéndose como tal aquellos valores emitidos por empresas con una calificación de riesgo ASG. Para obtener una puntuación de sostenibilidad del portafolio, es necesario que, como mínimo, el 67% de los activos del mismo hayan obtenido una puntuación del riesgo.

⁸ <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/63205/understanding-the-morningstar-star-rating.aspx>

⁹ https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/744156_Morningstar_Sustainability_Rating_for_Funds_Methodology.pdf

En segundo lugar, se calcula la puntuación histórica de sostenibilidad del portafolio creado en el paso anterior, para la que se ponderan los valores obtenidos en los últimos meses, teniendo más peso los más recientes. Finalmente, se calcula la calificación de sostenibilidad de cada fondo, teniendo en cuenta la puntuación histórica de sostenibilidad de su portafolio, al que se le asigna un rango de categoría absoluta, así como un rango porcentual dentro de la categoría global a la que pertenezca. Cada categoría global se forma a partir de, como mínimo, treinta portafolios que hayan obtenido una puntuación de sostenibilidad histórica.

La calificación de sostenibilidad de cada fondo corresponde con su puntuación ordinal distribuida normalmente y su rango descriptivo de la categoría global a la que pertenece. Los fondos que han obtenido cinco globos se corresponden con el 10% que ha obtenido mejores puntuaciones, los que han obtenido cuatro, con el 22,5 % siguiente, y los que únicamente han obtenido uno, con el último 10% que han obtenido las peores puntuaciones. Debemos destacar que se realizan ciertas operaciones de ajuste para evitar que determinados sectores que tienen un riesgo implícito mayor obtengan una puntuación superior que la que realmente le correspondería.

Al elaborar la muestra, se han creado dos grupos diferenciados. El primero, formado por 15 fondos de inversión que hubiesen obtenido un único globo de sostenibilidad y el segundo, formado por otros 15 fondos que hubiesen obtenido entre cuatro o cinco globos de sostenibilidad. Los primeros, representan a aquellos fondos que no tienen en cuenta las variables ASG en su toma de decisiones de inversión y los segundos, a aquellos fondos que llevan a cabo una gestión de dichas variables por encima de la media.

Confeccionada la muestra, recurrimos a Yahoo finance para obtener los valores mensuales de los fondos seleccionados de los últimos cinco años, así como los del índice S&P500, que operará como índice de referencia para poder realizar las regresiones. Por lo que respecta a la tasa libre de riesgo mensual, se obtuvo a partir de los datos obtenidos de la Reserva Federal del Banco de San Luis¹⁰.

¹⁰ <https://fred.stlouisfed.org/series/TB3MS>

Tabla 2: Fondos de inversión 5 estrellas y 1 globo de sostenibilidad

Fondos 5 estrellas y 1 globo de sostenibilidad
American Century Mid Cap Value Fund I Class
American Funds American Balanced Fund Class R-2
American Funds Capital Income Builder Class F-2
American Funds New World Fund Class R-2
Columbia Balanced Fund Institutional Class
Edgewood Growth Fund Class Institutional
Edgewood Growth Fund Retail Class
Fidelity Advisor Stock Selector Small Cap Fund I Class
Fidelity Growth Company Fund Class K
John Hancock Funds International Growth Fund Class A
T. Rowe Price Capital Appreciation Fund Advisor Class
The Hartford Balanced Income Fund Class Y
Vanguard Energy Fund Admiral Shares
Vanguard Wellesley Income Fund Investor Shares
Victory Sycamore Established Value Fund Class I

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Yahoo Finance.

Tabla 3 Fondos de inversión 5 estrellas y 4-5 globos de sostenibilidad

Fondos 5 estrellas y 4-5 globos de sostenibilidad
Brown Capital Management Small Company Fund Institutional Shares
Fidelity Series Intrinsic Opportunities Fund
Hartford Dividend and Growth HLS Fund Class IB
Invesco Oppenheimer International Small-Mid Company Fund Class R
JPMorgan Small Cap Equity Fund Class C
JPMorgan Small Cap Equity Fund Class R5
Lazard Global Listed Infrastructure Portfolio Institutional Shares
Loomis Sayles Growth Fund Class N
Loomis Sayles Growth Fund Class Y
MFS International Intrinsic Value Fund Class A
MFS International Intrinsic Value Fund Class I
MFS International Intrinsic Value Fund Class R1
Monongahela All Cap Value Fund
Vanguard FTSE Social Index Fund Institutional Shares
Vanguard Wellington Fund Investor Shares

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Yahoo Finance.

4.2 Hipótesis y Metodología

El objeto del presente análisis es determinar si los fondos de inversión socialmente responsable, al incorporar las variables ASG en sus procesos de toma de decisión, tienen

un rendimiento inferior al de los fondos convencionales, que no las incorporan o lo hacen en menor medida. La hipótesis nula de la que partimos es que los fondos socialmente responsables tienen un rendimiento equivalente al de los fondos convencionales, siendo la hipótesis alternativa que los primeros obtienen unos rendimientos inferiores a los segundos.

Por lo que respecta a la metodología, comenzamos nuestro análisis calculando las alfas y betas de cada uno de los fondos. La primera, nos permite determinar cómo se ha comportado el fondo, comparándolo con uno o varios índices de referencia, así como con otros fondos de similares características. Los gestores de fondos buscan obtener un alfa lo mayor posible, pues ello indicaría que, gracias a su gestión, el fondo ha obtenido unos rendimientos superiores al índice de referencia.

La segunda, nos indica la volatilidad de la inversión, al medir su sensibilidad, es decir la forma en que se comportará el fondo ante una variación en el índice de referencia. Nos encontramos ante tres escenarios distintos, en función del valor beta del fondo. El primero, $b = 1$, en el que el fondo se comportará igual que el índice de referencia. El segundo, $b < 1$, en el que el fondo experimentará una menor variación, tanto positiva como negativa, en comparación con su índice de referencia. El tercero, $b > 1$, en el cual la variación experimentada por el fondo, positiva o negativa, será superior a la del índice de referencia. Por tanto, podemos observar cómo la beta nos permite determinar la volatilidad del fondo, pues en el segundo escenario ésta será inferior a la del índice de referencia y en el tercer escenario será superior.

Para poder calcular las alfas y betas, obtuvimos las rentabilidades de cada fondo, así como la del índice S&P500 a partir de los logaritmos naturales de los cocientes de los valores a final del día ajustados por dividendos, en su caso. Una vez calculadas las rentabilidades, las ajustamos con la tasa libre de riesgo y obtuvimos las primas de cada fondo y del índice de referencia. A continuación, calculamos la alfa y beta de cada uno de los fondos tanto a través de Excel, como con el programa estadístico Gretl, en el que realizamos un contraste valor-p para determinar si los resultados eran estadísticamente significativos, así como un contraste de normalidad de los residuos.

Por lo que respecta al contraste valor-p, debido a que el objeto del estudio es determinar si los fondos de inversión socialmente responsables tienen un rendimiento inferior al mercado, en nuestro caso el índice S&P500. Por tanto, la hipótesis nula es un valor igual

a cero para alfa y un valor igual a 1 para beta, lo cual indicaría que el fondo en cuestión tiene un desempeño igual al del mercado (Rachev et al., 2007). Por tanto, la hipótesis nula de alfa igual a cero se rechazará si alfa presenta un valor positivo o negativo y se encuentra fuera del intervalo de confianza correspondiente del grado de fiabilidad escogido para alfa igual a cero. El mismo razonamiento se aplica a beta igual a 1.

Estimadas las alfas y betas de cada uno de los fondos, realizamos una regresión entre los dos grupos de fondos que componen la muestra para determinar si presentan un comportamiento diferente estadísticamente significativo. En este punto, como en el anterior, la hipótesis nula que tendremos en consideración para llevar a cabo el contraste es que $\alpha = 0$ y $\beta = 1$.

A continuación, aplicamos un modelo de Markowitz, en que el título libre de riesgo (en adelante TLR) es igual a 0, debido ya que estamos tratando con primas, las cuales ya lo incorporan. El objetivo es obtener las carteras óptimas de cada uno de los tipos de fondos de inversión, así como los 30 fondos consideramos en conjunto. Para conseguir determinar las carteras, utilizamos un Excel en el que copiamos las primas mensuales de cada uno de los fondos y las multiplicamos por el peso de cada uno de estos en la cartera, que sería 1/15 cada uno de ellos. La suma de cada una de las filas de la matriz resultante nos proporciona las primas conseguidas por la cartera cada mes. Posteriormente, sumamos todas las primas mensuales para poder obtener la prima total de la cartera en los 59 meses objeto de estudio.

A continuación, dividimos la prima total de la cartera entre 59, que es el total de meses analizados, para poder obtener la prima mensual de la cartera. Una vez obtenida ésta, procedemos a calcular la desviación típica de las primas mensuales obtenidas por la cartera. Seguidamente, calculamos la ratio de Sharpe de cada una de las carteras, la cual permite evaluar el rendimiento de la inversión en relación con un riesgo determinado, siendo mejor cuanto más alto sea su valor. La ratio de Sharpe es el cociente entre la prima de la cartera y la desviación típica.

Las ratios de Sharpe obtenidas para ambas carteras fueron optimizadas para determinar los fondos, así como sus proporciones, que debían integrar la cartera óptima que permitiese maximizar dicha ratio. Debemos resaltar, que en ambos casos hubo dos fondos que, debido a su mejor desempeño, distorsionaban los resultados, por lo que se tuvieron que ajustar los valores para evitar que dichos fondos dominasen la cartera.

Finalmente, construimos otro modelo de Markowitz, con el que comparamos las dos carteras de inversión, que optimizamos en el punto anterior, para así determinar cuál es la cartera óptima, es decir qué combinación entre ambos tipos de cartera es la que permite obtener unos mejores resultados, ajustados a un riesgo determinado. En primer lugar, calculamos las primas mensuales, multiplicando las primas de los fondos que integran cada una de las carteras optimizadas por las proporciones que ocupan en las mismas. A continuación, calculamos la rentabilidad media, así como la desviación típica y la correlación entre ambas carteras. Dichos datos fueron incorporados en un Excel facilitado por el profesor Montllor para así poder obtener la cartera óptima.

4.3 Discusión Resultados

Comenzaremos analizando los resultados de las alfas y betas de los fondos que componen cada uno de los dos grupos. El primero al que haremos mención, es el de fondos con cinco estrellas y un globo de sostenibilidad, únicamente tres alfas de las que hemos obtenido tienen un valor significativamente diferente de cero, que son las de Vanguard Energy Fund Admiral Shares, que ha tenido un rendimiento muy negativo, pues el valor anualizado de alfa sería de -15,70%, y las de Edgewood Growth Fund Class Institutional y Edgewood Growth Fund Retail Class, que han obtenido un valor de alfa por encima de la media, con un valor anualizado de 8,02% y 7,60% respectivamente. Podemos apreciar cómo para doce de estos fondos no se ha podido rechazar la hipótesis nula, por lo que han conseguido unos rendimientos que no pueden considerarse estadísticamente diferentes de los obtenidos por el índice S&P500.

Tabla 4 Alfas Fondos de inversión 5 estrellas y 1 globo de sostenibilidad

Fondo	α	Intervalos de Confianza 95%	
American Century Mid Cap Value Fund I Class	-0,00256535	-0,0126835	0,0075528
American Funds American Balanced Fund Class R-2	0,001315224	-0,00271643	0,00534688
American Funds Capital Income Builder Class F-2	-0,00118682	-0,00473859	0,00236496
American Funds New World Fund Class R-2	-0,00232513	-0,00775237	0,00310212
Columbia Balanced Fund Institutional Class	0,001084405	-0,0024951	0,00466391
Edgewood Growth Fund Class Institutional	0,006683826	0,000424758	0,0129429
Edgewood Growth Fund Retail Class	0,006338908	0,000269491	0,0124083
Fidelity Advisor Stock Selector Small Cap Fund I Class	-0,00362668	-0,0157474	0,00849385
Fidelity Growth Company Fund Class K	0,00522069	-0,00311583	0,0135572
John Hancock Funds International Growth Fund Class A	-0,00090912	-0,00625037	0,00443212
T. Rowe Price Capital Appreciation Fund Advisor Class	0,003554074	0,00427696	0,0113851
The Hartford Balanced Income Fund Class Y	0,001149233	-0,00264858	0,00494705
Vanguard Energy Fund Admiral Shares	-0,01308673	-0,0244423	-0,00173116
Vanguard Wellesley Income Fund Investor Shares	0,002057474	-0,00212472	0,00623967
Victory Sycamore Established Value Fund Class I	-0,00215071	-0,0114992	0,00719778

Fuente: Elaboración propia.

Referente a las betas, diez de ellas han obtenido un valor significativamente diferente de uno, por lo que han tenido un comportamiento diferente al del mercado, probablemente como consecuencia de haber llevado a cabo una estrategia activa. Si bien se han comportado de forma distinta, esto no quiere decir que hayan conseguido unos rendimientos superiores, pues tal y como hemos constatado, la mayoría de fondos presentan un alfa que no difiere significativamente de cero, lo cual es un argumento a favor de seguir una estrategia de inversión pasiva, basada en un índice de referencia (Malkiel, 2013).

Tabla 5 Betas fondos de inversión 5 estrellas y 1 globo de sostenibilidad

Fondo	β	Intervalos de Confianza 95%	
American Century Mid Cap Value Fund I Class	1,298723808	1,04816	1,54928
American Funds American Balanced Fund Class R-2	0,65977389	0,559937	0,759611
American Funds Capital Income Builder Class F-2	0,64348073	0,555527	0,731435
American Funds New World Fund Class R-2	0,915493333	0,781097	1,04989
Columbia Balanced Fund Institutional Class	0,712417969	0,623777	0,801058
Edgewood Growth Fund Class Institutional	1,010429708	0,855434	1,16543
Edgewood Growth Fund Retail Class	1,014437475	0,864138	1,16474
Fidelity Advisor Stock Selector Small Cap Fund I Class	1,517114883	1,21697	1,81726
Fidelity Growth Company Fund Class K	1,196175229	0,989735	1,40262
John Hancock Funds International Growth Fund Class A	0,887118317	0,754851	1,01939
T. Rowe Price Capital Appreciation Fund Advisor Class	0,707217806	0,513295	0,90114
The Hartford Balanced Income Fund Class Y	0,61047075	0,516424	0,704517
Vanguard Energy Fund Admiral Shares	1,427580178	1,14638	1,70878
Vanguard Wellesley Income Fund Investor Shares	0,448656341	0,345091	0,552222
Victory Sycamore Established Value Fund Class I	1,2661083	1,03461	1,49761

Fuente: Elaboración propia.

Por lo que respecta al segundo grupo, fondos de inversión con cinco estrellas y cuatro/cinco globos de sostenibilidad, ninguna de las alfas presenta un valor significativamente diferente de cero, lo cual indica que tienen un rendimiento similar al del índice S&P500, es decir, no ganan más pero tampoco menos. Referente a las betas, ocho fondos presentan una beta significativamente diferente de uno, por lo que se habrían comportado de una forma diferente a la del mercado.

Estos resultados indicarían que los fondos socialmente responsables consiguen unos resultados iguales a los del mercado, pero la forma en que lo harían sería diferente, pues aplicarían alguna de las estrategias a las que hemos hecho mención en la Sección I (Contexto). Los resultados obtenidos, son acordes con los de otros estudios en los que se constató que los fondos socialmente responsables tienen un rendimiento comparable a la

de los fondos convencionales (Cortez et al., 2009; Rathner, 2013; Revelli y Viviani, 2015).

Tabla 6 Alfas fondos de inversión 5 estrellas y 4-5 globos sostenibilidad

Fondo	α	Intervalos Confianza 95%	
Brown Capital Management Small Company Fund Institutional Shares	0,003778064	-0,00876608	0,0163222
Fidelity Series Intrinsic Opportunities Fund	-0,002340083	-0,00811209	0,00343192
Hartford Dividend and Growth HLS Fund Class IB	0,000245679	-0,0132174	0,0137087
Invesco Oppenheimer International Small-Mid Company Fund Class R	-0,000146382	-0,00804307	0,00775031
JPMorgan Small Cap Equity Fund Class C	-0,003091728	-0,0135628	0,0073793
JPMorgan Small Cap Equity Fund Class R5	-0,002141673	-0,0106699	0,00638654
Lazard Global Listed Infrastructure Portfolio Institutional Shares	0,001556956	-0,00772443	0,0108383
Loomis Sayles Growth Fund Class N	0,006084672	-6,10023E-05	0,0122303
Loomis Sayles Growth Fund Class Y	0,005464835	-0,000276911	0,0112066
MFS International Intrinsic Value Fund Class A	0,001304398	-0,00401311	0,0066219
MFS International Intrinsic Value Fund Class I	0,001506733	-0,00387853	0,006892
MFS International Intrinsic Value Fund Class R1	0,000704219	-0,00431948	0,00572792
Monongahela All Cap Value Fund	2,57008E-05	-0,00756182	0,00761322
Vanguard FTSE Social Index Fund Institutional Shares	0,002612487	-4,98892E-05	0,00527486
Vanguard Wellington Fund Investor Shares	0,001702441	-0,00347875	0,00688364

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 7 Betas fondos de inversión 5 estrellas y 4-5 globos de sostenibilidad

Fondo	β	Intervalos Confianza 95%	
Brown Capital Management Small Company Fund Institutional Shares	1,204044527	0,893409	1,51468
Fidelity Series Intrinsic Opportunities Fund	0,971864376	0,82893	1,1148
Hartford Dividend and Growth HLS Fund Class IB	1,114064906	0,780675	1,44746
Invesco Oppenheimer International Small-Mid Company Fund Class R	1,039192876	0,843644	1,23474
JPMorgan Small Cap Equity Fund Class C	1,32754833	1,06825	1,58685
JPMorgan Small Cap Equity Fund Class R5	1,282459074	1,07127	1,49365
Lazard Global Listed Infrastructure Portfolio Institutional Shares	0,731576724	0,501738	0,961415
Loomis Sayles Growth Fund Class N	1,053744629	0,901557	1,20593
Loomis Sayles Growth Fund Class Y	1,033116557	0,890932	1,1753
MFS International Intrinsic Value Fund Class A	0,743526808	0,611847	0,875206
MFS International Intrinsic Value Fund Class I	0,745423635	0,612066	0,878781
MFS International Intrinsic Value Fund Class R1	0,737962016	0,613558	0,862366
Monongahela All Cap Value Fund	1,199167908	1,01128	1,38706
Vanguard FTSE Social Index Fund Institutional Shares	1,049971573	0,984042	1,1159
Vanguard Wellington Fund Investor Shares	0,770745625	0,62442	0,899049

Fuente: Elaboración propia.

Tanto para los fondos de inversión socialmente responsables como para los convencionales, el contraste de normalidad de los residuos constata que éstos no se distribuyen normalmente, lo cual suele ser habitual.

Tabla 8 Contraste normalidad residuos fondos de inversión 5 estrellas y 1 globo sostenibilidad

Fondo	Chi-Cuadrado	Valor P
American Century Mid Cap Value Fund I Class	36,24800	1,35E-08
American Funds American Balanced Fund Class R-2	17,84000	0,00013369
American Funds Capital Income Builder Class F-2	2,70702	0,258332
American Funds New World Fund Class R-2	7,24823	0,0266727
Columbia Balanced Fund Institutional Class	15,42890	0,00044633
Edgewood Growth Fund Class Institutional	0,57185	0,75132
Edgewood Growth Fund Retail Class	0,73327	0,693064
Fidelity Advisor Stock Selector Small Cap Fund I Class	50,75670	9,51E-12
Fidelity Growth Company Fund Class K	3,40274	0,182433
John Hancock Funds International Growth Fund Class A	13,45950	0,00118481
T. Rowe Price Capital Appreciation Fund Advisor Class	43,36810	3,83E-10
The Hartford Balanced Income Fund Class Y	5,37302	0,0681183
Vanguard Energy Fund Admiral Shares	3,23302	0,1985910
Vanguard Wellesley Income Fund Investor Shares	9,05290	0,0108190
Victory Sycamore Established Value Fund Class I	52,58040	3,92E-12

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 9 Contraste normalidad residuos fondos de inversión 5 estrellas y 4-5 globos sostenibilidad

Fondo	Chi-Cuadrado	Valor P
Brown Capital Management Small Company Fund Institutional Shares	7,25082	0,0266382
Fidelity Series Intrinsic Opportunities Fund	0,317475	0,85322
Hartford Dividend and Growth HLS Fund Class IB	22,7469	1,14967E-05
Invesco Oppenheimer International Small-Mid Company Fund Class R	15,0793	0,000531586
JPMorgan Small Cap Equity Fund Class C	14,8181	0,00060575
JPMorgan Small Cap Equity Fund Class R5	8,78239	0,0123859
Lazard Global Listed Infrastructure Portfolio Institutional Shares	4,20404	0,122209
Loomis Sayles Growth Fund Class N	5,64443	0,0594739
Loomis Sayles Growth Fund Class Y	9,20678	0,0100178
MFS International Intrinsic Value Fund Class A	1,59248	0,451023
MFS International Intrinsic Value Fund Class I	1,44756	0,484915
MFS International Intrinsic Value Fund Class R1	2,8229	0,243789
Monongahela All Cap Value Fund	30,475	2,41228E-07
Vanguard FTSE Social Index Fund Institutional Shares	44,0614	2,70514E-10
Vanguard Wellington Fund Investor Shares	17,1585	0,000187969

Fuente: Elaboración propia.

A continuación, analizaremos las carteras óptimas para los dos tipos de fondos de inversión. Comenzaremos por la de los fondos convencionales. En este caso, nos encontramos con que había dos fondos que dominaban la cartera, eran Edgewood Growth Fund Class Institutional y Edgewood Growth Fund Retail Class, los cuales, tal y como comprobamos en el análisis de las alfas, habían obtenido unos resultados muy por encima del resto de fondos de su categoría. Para evitar que esto alterase los resultados, procedimos a realizar un nuevo análisis excluyendo estos dos fondos.

Realizados los ajustes preceptivos, la cartera óptima de los fondos de inversión convencionales está formada por cuatro fondos de inversión, cuyos nombres y proporciones se detallarán, a continuación, en la tabla 10. La rentabilidad mensual de la cartera es de 0,00731335 y su desviación típica de 0,03906832. La ratio de Sharpe de la cartera es de 0,18719377.

Tabla 10 Cartera óptima fondos de inversión 5 estrellas y 1 globo de sostenibilidad

Cartera Óptima Fondos Convencionales	Peso Cartera
Vanguard Wellesley Income Fund Investor Shares	38,4091%
Fidelity Growth Company Fund Class K	28,7256%
Edgewood Growth Fund Class Institutional	20,7020%
Edgewood Growth Fund Retail Class	12,1633%

Fuente: Elaboración propia, a partir de un Excel suministrado por el profesor Montllor.

Por lo que respecta a la cartera óptima de los fondos socialmente responsables, nos encontramos con un problema similar al caso anterior, pues dos de los fondos, Loomis Sayles Growth Fund Class N y Loomis Sayles Growth Fund Class Y, dominaban la cartera, por lo que se realizó un nuevo análisis sin estos fondos para poder estudiar el comportamiento de los restantes. La razón por la que estos fondos dominaban la cartera, la podemos encontrar en la estrategia de inversión seguida, la cual se centra en invertir principalmente en valores de renta variable, en las que se incluyen acciones, valores convertibles y garantías. Los dos fondos emplean un estilo de gestión en el que se prioriza a aquellas empresas que presentan una ventaja competitiva sostenible en el tiempo, que obtienen rendimientos de los flujos de caja crecientes en relación con el capital invertido, superiores a su coste de capital y con un equipo de dirección que sepa gestionar el crecimiento de la compañía, lo cual ayudará a crear valor a largo plazo. El fondo pretende invertir en empresas cuando sus acciones presentan un descuento significativo en relación con el valor que le da el propio fondo, llevando a cabo una estrategia activa¹¹.

Tras realizar los ajustes mencionados, obtuvimos la cartera óptima de los fondos de inversión socialmente responsables, la cual vuelve a estar compuesta por cuatro fondos, cuyos nombres y proporciones se detallarán en la tabla 11. La rentabilidad mensual de la cartera es de 0,00733911 y su desviación típica de 0,04459672. La ratio de Sharpe asciende a 0,16456617.

¹¹ <https://www.loomissayles.com/website/advisor-solutions/Growth-Fund#overview-tab>

Tabla 11 Cartera Óptima fondos de inversión 5 estrellas y 4-5 globos de sostenibilidad

Cartera Óptima Fondos Socialmente Responsables	Peso Cartera
Vanguard FTSE Social Index Fund Institutional Shares	58,8741%
Loomis Sayles Growth Fund Class N	16,6195%
Loomis Sayles Growth Fund Class Y	16,6195%
Brown Capital Management Small Company Fund Institutional Shares	7,8869%

Fuente: Elaboración propia a partir de un Excel suministrado por el profesor Montllor.

Al comparar las dos carteras, podemos apreciar cómo ambas están compuestas por el mismo número de fondos. La cartera óptima de los fondos socialmente responsables tiene una rentabilidad mensual ligeramente superior a la de los fondos convencionales, si bien el riesgo asumido es levemente superior. Por lo que respecta a la ratio de Sharpe, la cartera óptima de los fondos de inversión convencionales presenta un valor más elevado que la de los fondos socialmente responsables. Las diferencias apreciadas entre ambas carteras no son estadísticamente relevantes.

Una vez obtenidas ambas carteras, procedimos a construir un CAPM para así poder obtener la cartera óptima del mercado, es decir, la combinación de las dos carteras calculadas en el punto anterior que ofreciese la mejor rentabilidad, ajustada a un riesgo determinado. Para ello, calculamos la rentabilidad media mensual, la desviación típica, así como el coeficiente de correlación de las primas mensuales que calculamos para cada una de las carteras. Debemos destacar que la correlación entre ambas carteras es muy elevada, pues es del 95%.

Los datos obtenidos los introducimos en un Excel facilitado por el profesor Montllor para así poder obtener la cartera óptima del mercado, compuesta por invertir un 168% en la cartera óptima de fondos convencionales, y mantener una posición al descubierto del 68% respecto a la cartera óptima de fondos socialmente responsables, no correspondiéndose ésta última con una estrategia de inversión, sino de especulación, la cual sería inviable como posición permanente.

Tabla 12 Cartera óptima de mercado

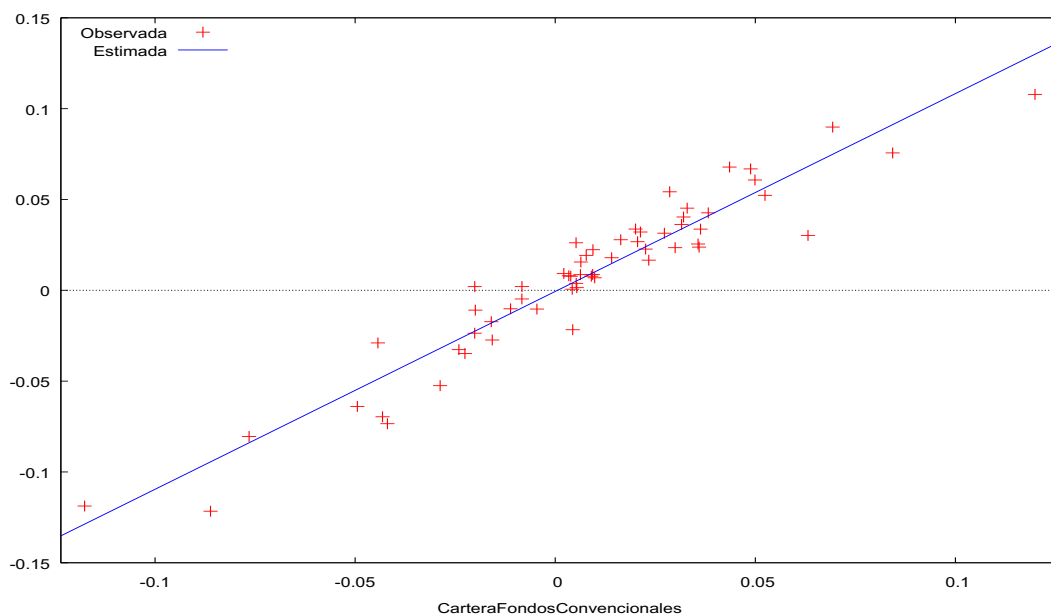
Frontera Eficiente de Valores de Riesgo				
a=	0,00729494	b=	3,48538E-06	c= 4,9812E-09
$R = a + (b \cdot \sigma^2 - c)^{\frac{1}{2}}$				
Cartera de Mercado				
RM =	0,7296%	sM =	3,7806%	Sharpe 0,192974283
x1=	168,7714%	x2=	-68,7714%	

Fuente: Elaboración propia, a partir de un Excel suministrado por el profesor Montllor.

Los resultados son esperables, dado la alta correlación entre ambos tipos de fondos de inversión. En el presente caso, dada la escasa diferencia entre las rentabilidades de ambas carteras, ha primado aquélla que tenía una menor desviación típica, en este caso, la cartera de los fondos de inversión convencionales. Debemos destacar, que la cartera compuesta por éstos últimos, quedaría en una posición de venta al descubierto imposible de mantener, en la práctica..

A raíz de estos resultados, procedimos a analizar si los dos grupos que componen la muestra son significativamente diferentes. Realizamos una regresión en la que los fondos socialmente responsables eran la variable dependiente y los convencionales la independiente. Los resultado de la regresión, mostrados en el siguiente gráfico, no permiten afirmar que ambos grupos provengan de poblaciones diferentes.

Gráfico 1 Regresión fondos convencionales y socialmente responsables



Fuente: Elaboración propia.

La comparativa entre fondos de inversión socialmente responsables y convencionales, no ha permitido constatar que los primeros tengan un rendimiento significativamente diferente al de los segundos. Los resultados obtenidos, son acordes con los de otros estudios en la materia (Cortez et al., 2009; Humphrey et al., 2016; Revelli y Viviani, 2015; Statman, 2000), en los que se constata que los rendimientos que obtienen los fondos de inversión socialmente responsables no son estadísticamente diferentes a los de los fondos convencionales.

Podemos concluir que, los fondos de inversión socialmente responsables tienen un rendimiento equivalente al de los convencionales, no habiendo diferencias en la habilidad de sus gestores, si bien la forma en que los obtienen difiere. Los inversores encuentran en los fondos de inversión responsable prácticamente los mismos estilos de exposición que podría encontrar en los convencionales, con la única excepción de que los primeros tendrían una menor presencia en la categoría de fondos de valor, debido a su menor variabilidad respecto al valor contable y de mercado de las acciones en las que invierte.

Los resultados favorecen los fondos de inversión socialmente responsables pues dado que el inversor obtendrá los mismos rendimientos que a través de los fondos convencionales, es mejor llevar a cabo inversiones que permiten compatibilizar rentabilidad con beneficios para toda la sociedad en su conjunto. El objetivo es que los inversores puedan enviar señales a los gestores de fondos de inversión para que inviertan en aquellas empresas que tengan un mayor compromiso con las variables ASG, lo cual permitirá iniciar un ciclo virtuoso en el que las empresas se verán llamadas a actuar en beneficio de la sociedad pues ello les granjeará beneficios (Porter et al., 2019).

5. CONCLUSIONES

Una vez finalizada la comparativa entre fondos de inversión socialmente responsables y convencionales, tanto por lo que respecta a sus características, como en cuanto a los rendimientos económicos que han obtenido, y el análisis de la inversión socialmente responsable, en la que se encuadran los PRI, estamos en condiciones de efectuar una serie de consideraciones que, a modo de conclusiones, permitirán dar respuesta a los objetivos del trabajo.

La primera, es la falta de homogeneidad en el campo de la inversión responsable, al no existir una estandarización de las prácticas que integran este tipo de inversión. Los PRI son una serie de principios elaborados por inversores para inversores que pretenden ser una solución a este problema, y parece que lo está consiguiendo, pues tal y como hemos podido constatar en la Sección I, su crecimiento ha sido muy acelerado, pasando de 100 signatarios en 2006, a superar los 2.300 en el 2019, representando unos 80 billones de dólares. Este crecimiento parece indicar que se están estandarizando las prácticas necesarias para considerar que se está invirtiendo de forma responsable.

La segunda, en relación con el punto anterior, es la necesidad de que los inversores adopten un papel activo en aquellas empresas en las que invierten. Hemos constatado,

cómo los seis principios de inversión responsable implican un cierto grado de acción por parte de sus destinatarios, pues engloba tanto llevar a cabo una integración de las variables ASG, como adoptar un rol activo en las empresas en las que se invierte, así como promocionar los principios a lo largo de toda la industria de inversión. Por tanto, es necesario que los inversores den un paso al frente, pues tienen un gran papel que jugar en el respeto y promoción de las variables ASG.

En relación con este apartado, debemos hacer referencia al hecho de que los inversores invierten en fondos de inversión, siendo las sociedades gestoras de estos fondos las que participan y votan en las asambleas de accionistas. En España, para garantizar la participación de las sociedades gestoras, la ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión, prevé en su artículo 46.1.d la obligación de ejercer los derechos inherentes a la participación en el capital de una sociedad, por parte de estas. Esta obligación, se desarrolla en el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la ley 35/2003, de 4 de noviembre, de inversión colectiva, en cuyo artículo 115.i se establece que las sociedades gestoras están obligadas a ejercer los derechos inherentes a la participación en el capital de una sociedad, siempre que ésta represente, al menos, el 1% del capital y se haya mantenido durante más de doce meses. Las sociedades gestoras deben hacer constar un resumen de su política, en relación con el ejercicio de estos derechos, en su informe anual.

La tercera, es que la principal diferencia entre los inversores socialmente responsables y convencionales se encuentra en el ámbito subjetivo de cada uno. Hemos podido constatar cómo no existen diferencias estadísticamente significativas entre ambos tipos de inversores, más allá de los principios morales por los que se guían, afectando así a las estrategias que siguen en los procesos de toma de decisiones de inversión. Los inversores responsables quieren obtener unos retornos económicos equivalentes a los de los convencionales, si bien la forma en que los quieren obtener difiere.

La cuarta, es que los motivos que llevan a las empresas financieras a constituir fondos de inversión socialmente responsables, no es otra que conseguir obtener alguno de los beneficios que van ligados a éstos, como unas mejores condiciones de financiación, una mejora de la imagen pública o conseguir una ventaja competitiva sobre otras empresas financieras. Observamos como, a diferencia de los motivos por los que un inversor es socialmente responsable, las empresas financieras se guían por una visión más utilitarista y no por la moralidad a la hora de constituir fondos de inversión socialmente responsable.

Esta visión, si bien puede ser criticable desde el punto de vista ético, también es beneficiosa pues implica que las empresas financieras tienen incentivos “reales” para crear fondos socialmente responsables, no dependiendo así de la ética de la dirección de cada una de estas empresas.

Finalmente, a raíz de la comparativa entre fondos de inversión socialmente responsables y convencionales, hemos podido concluir que no existen diferencias significativas en el rendimiento obtenido por ambos tipos de fondos. La correlación entre las dos carteras que constituimos, cada una integrada por un tipo de fondos, era muy elevada, lo cual era indicativo de que ambos tipos de fondos que integraban la muestra formaban parte de la misma población. El hecho de que no existan diferencias significativas en el rendimiento obtenido por ambos tipos de fondos nos lleva a la conclusión de que es mejor decantarse por opciones socialmente responsables, puesto que obtendremos unos rendimientos equivalentes, pero con un mejor impacto en la sociedad.

Tal y como hemos constatado, la principal diferencia entre un inversor responsable y uno convencional son los principios morales por los que se guían. Por tanto, es importante conseguir difundir entre los inversores aquellos principios que les haga decantarse por opciones responsables, siendo necesario desplegar acciones pedagógicas que les permitan comprender que llevar a cabo una estrategia de inversión responsable, no implica obtener unos rendimientos económicos inferiores a seguir una estrategia convencional.

Los PRI han demostrado ser un medio adecuado para promover la inversión socialmente responsable, puesto que, pese a que son voluntarios, cada miembro debe presentar un informe en el que se constaten sus avances en materia ASG. El carácter voluntario de estos principios ha contribuido enormemente a su difusión. El hecho de que los fondos socialmente responsables obtengan unos rendimientos equivalentes a la de los fondos convencionales, hará que nuevos inversores se sientan atraídos por este tipo de inversión. El objetivo es que los inversores manden una señal clara a los gestores de fondos para que inviertan en empresas que tengan un mayor compromiso en materia ASG, lo cual hará que aquellas que no lo hagan se esfuercen por mejorar su desempeño en la materia.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Benson, K. L., Brailsford, T. J., & Humphrey, J. E. (2006). Do socially responsible fund managers really invest differently? *Journal of Business Ethics*, 65(4), 337–357. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-0003-8>
- Borgers, A., Derwall, J., Koedijk, K., & Ter Horst, J. (2013). Stakeholder relations and stock returns: On errors in investors' expectations and learning. *Journal of Empirical Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2013.04.003>
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Coase, R. H. (1960). The Problem of Social Cost. In *Classic Papers in Natural Resource Economics*. https://doi.org/10.1057/9780230523210_6
- Cortez, M. C., Silva, F., & Areal, N. (2009a). The performance of european socially responsible funds. *Journal of Business Ethics*, 87(4), 573–588. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9959-x>
- Cortez, M. C., Silva, F., & Areal, N. (2009b). The performance of european socially responsible funds. *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9959-x>
- de Graaf, F. J., & Slager, A. (2009). Guidelines for Integrating Socially Responsible Investment in the Investment Process. *The Journal of Investing*. <https://doi.org/10.3905/joi.2009.18.3.070>
- Eccles, N. S., & Viviers, S. (2011). The Origins and Meanings of Names Describing Investment Practices that Integrate a Consideration of ESG Issues in the Academic Literature. *Journal of Business Ethics*, 104(3), 389–402. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0917-7>
- Friedman, M. (1970). A Friedman doctrine - The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *New York Times Magazine*.
- Humphrey, J. E., Warren, G. J., & Boon, J. (2016). What is Different about Socially Responsible Funds? A Holdings-Based Analysis. *Journal of Business Ethics*, 138(2), 263–277. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2583-7>
- Hutchinson, J. D., & Cole, C. G. (1980). Legal Standards Governing Investment of

- Pension Assets for Social and Political Goals. *University of Pennsylvania Law Review*. <https://doi.org/10.2307/3311682>
- Jones, T. M. (1991). Ethical Decision Making by Individuals in Organizations: An Issue-Contingent Model. *Academy of Management Review*. <https://doi.org/10.5465/amr.1991.4278958>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2015). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *SSRN Electronic Journal*, 1–55. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2575912>
- Lehtonen, T. J. (2013). Philosophical issues in responsible investment: A care-ethical approach. *Social Responsibility Journal*, 9(4), 589–602. <https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2012-0087>
- M.E. Porter, & M.R. Kramer. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62–77. <https://doi.org/10.1108/09600039410055963>
- Malkiel, B. (2013). A random walk down Wall street. In *Journal of Chemical Information and Modeling*. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- McLachlan, J., & Gardner, J. (2004). A comparison of socially responsible and conventional investors. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 11–25. <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000033104.28219.92>
- Miró, J. L. (2012). *Ética del sistema financiero*. LXVII, 311–348.
- Morningstar. 2008. Understanding the Morningstar Star Rating. Consultado el 10 de abril de 2020. Disponible en: <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/63205/understanding-the-morningstar-star-rating.aspx>
- Morningstar. 2019. Morningstar Sustainability Rating Methodology. Consultado el 10 de abril de 2020. Disponible en: https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/744156_Morningstar_Sustainability_Rating_for_Funds_Methodology.pdf
- Peillex, J., & Ureche-Rangau, L. (2016). Identifying the Determinants of the Decision to Create Socially Responsible Funds: An Empirical Investigation. *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2507-y>

- Pigou, A. C. (1933). The Economics of Welfare. *The Economic Journal*.
<https://doi.org/10.2307/2224491>
- Porter, M. E., Serafeim, G., & Kramer, M. (2019). Where ESG Fails. *Institutional Investor*, 1–50.
- PRI Association. 2019. Fiduciary duty in the 21st century, Final Report. Consultado el 9 de enero de 2020. Disponible en:
<https://www.unpri.org/download?ac=9792>
- PRI Association. 2016. Articles of Association of PRI Association. Consultado el 13 de enero de 2020. Disponible en:
<https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/g/e/r/2016-11-14-Articles-of-Association-of-PRI-Association-.pdf>
- PRI Association. 2019. The PRI 2019/20 Work Programme. Consultado el 26 de febrero de 2020. Disponible en:
https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/v/d/d/pri_work_programme_2019_23661.pdf
- Rachev, S. T., Mittnik, S., Fabozzi, F. J., Focardi, S. M., & Jašić, T. (2007). Financial Econometrics: From Basics to Advanced Modeling Techniques. In *Frank J. Fabozzi series*.
- Rathner, S. (2013). The Influence of Primary Study Characteristics on the Performance Differential Between Socially Responsible and Conventional Investment Funds: A Meta-Analysis. *Journal of Business Ethics*, 118(2), 349–363.
<https://doi.org/10.1007/s10551-012-1584-z>
- Revelli, C., & Viviani, J. L. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): What have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics*.
<https://doi.org/10.1111/beer.12076>
- Riedl, A., & Smeets, P. (2017). Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds? *Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/jofi.12547>
- Scholtens, B. (2014). Indicators of responsible investing. *Ecological Indicators*, 36, 382–385. <https://doi.org/10.1016/j.ecolind.2013.08.012>

- Schwartz, M. S. (2003). The “Ethics” of Ethical Investing. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 195–213. <https://doi.org/10.1023/A:1022933912939>
- Sparkes, R. (2001). Ethical investment: whose ethics, which investment? *Business Ethics: A European Review*. <https://doi.org/10.1111/1467-8608.00233>
- Sproles, G. B. (1985). From perfectionism to fadism: measuring consumers’ decision-making styles. *Proceedings, American Council on Consumer Interests*.
- Sproles, G. B., & Kendall, E. L. (1986). A Methodology for Profiling Consumers’ Decision-Making Styles. *Journal of Consumer Affairs*. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6606.1986.tb00382.x>
- Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, 56(3), 30–39. <https://doi.org/10.2469/faj.v56.n3.2358>
- Statman, M. (2008). Quiet Conversations: The Expressive Nature of Socially Responsible Investors. *Journal of Financial Planning*.
- Statman, M., & Glushkov, D. (2009). The wages of social responsibility. *Financial Analysts Journal*. <https://doi.org/10.2469/faj.v65.n4.5>
- Weber, O. (2005). Sustainability benchmarking of European banks and financial service organizations. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 12(2), 73–87. <https://doi.org/10.1002/csr.77>

7. WEBGRAFÍA

Banco Reserva Federal de San Luis. Consultado el 16 de abril de 2020. Disponible en:

<https://fred.stlouisfed.org/series/TB3MS>

Índice Global 100. Consultado el 16 de enero de 2020. Disponible en:

<https://www.corporateknights.com/reports/2019-global-100/2019-global-100-results-15481153/>

Organización Ceres. Consultado el 24 de enero de 2020. Disponible en:

<https://www.ceres.org/about-us>

Loomys Sayles. Consultado el 26 de abril de 2020. Disponible en:

<https://www.loomissayles.com/website/advisor-solutions/Growth-Fund#overview-tab>

Morningstar. Consultado el 17 de febrero de 2020. Disponible en:

<https://www.morningstar.es/es/>

Principios de Inversión Responsable. Consultado el 12 de diciembre de 2020. Disponible en:

<https://www.unpri.org/>

Yahoo Finance. Consultado el 4 de abril de 2020. Disponible en:

<https://finance.yahoo.com/>

8. FUENTES NORMATIVAS

España. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, de 5 de noviembre de 2003, núm 265, pp 39220 a 39252. Consultado el 17 de mayo de 2020. Disponible en:

<https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2003-20331>

España. Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. Boletín Oficial del Estado, de 20 de julio de 2012, núm 173, pp 52108 a 52226. Consultado el 17 de mayo de 2020. Disponible en:

<https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2012-9716>