



Santander

VNIVERSITAT
D' VALÈNCIA

INVERSION SOCIALMENTE RESPONSABLE

VALORACION Y LINEAS DE INVESTIGACIÓN

María Ángeles Fernández Izquierdo
Catedrática de Universidad
Departamento de Finanzas y Contabilidad
Universitat Jaume I
afernand@cofin.uji.es



VALENCIA, 26 de MAYO de 2010

MF - Mercados Financieros



CONTENIDOS



- 1.- ESTADO ACTUAL DEL MERCADO DE LA ISR
- 2.- ESTRATEGIAS DE LA ISR
- 3.- MERCADO DE LA ISR
- 4.- VALORACION Y LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN



La ISR como alternativa de inversión



Existen dos tipologías de ISR:

- Inversión en desarrollo, que fomenta productos que permiten canalizar la inversión hacia mecanismos de financiación de proyectos de cooperación o empresas que contribuyen al desarrollo de los países en vías de desarrollo (PVDs), así como hacia organizaciones que trabajan en la economía social dentro lo países más desarrollados.
- **Inversión en instrumentos financieros de empresas y organizaciones socialmente responsables, participando en ellas a través de los mercados financieros.**

3



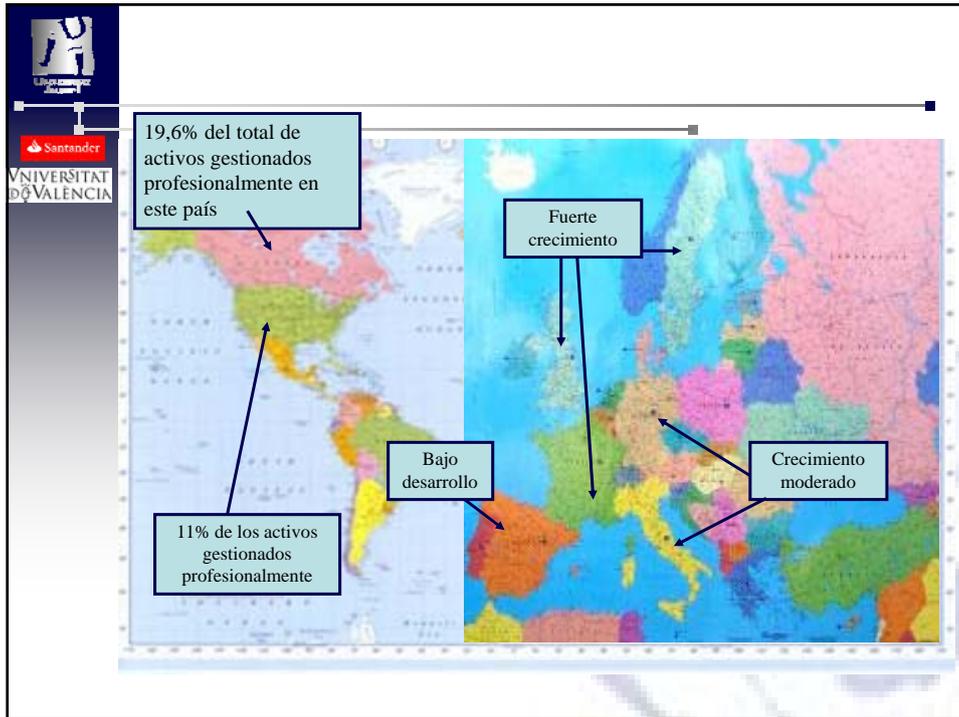
ESTADO ACTUAL DEL MERCADO DE LA ISR



- La ISR es un concepto dinámico y en continua evolución.

Inversión ética tradicional: motivación moral, ideológica o social.	Inversión sostenible: visión financiera y con perspectiva a largo plazo.
---	--

- Según SIF (2009) la ISR es el proceso de inversión que tiene en cuenta impactos sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en un contexto financiero y/o la inversión en la comunidad y el activismo de los accionistas.
- ¿Por qué ha evolucionado la ISR?
 - Por los recientes escándalos financieros
 - Por el desarrollo de una legislación o autorregulación favorable a la ISR por parte de algunos países (Reino Unido, Francia, Bélgica, ...)
 - Por el interés mostrado por los inversores institucionales IIC
 - Permite la integración de variables no consideradas hasta el momento en los modelos financieros tradicionales, mejorando el análisis de riesgos,



2.-
***ESTRATEGIAS PARA LA INVERSION CON
 CRITERIOS DE ISR***

Cuadro 1: Estrategias de Inversión Socialmente Responsable	
ESTRATEGIA	DEFINICIÓN
Exclusiones	Exclusiones en las que se aplica un filtro con un elevado número de criterios negativos.
Screening positivo	Búsqueda y selección de las compañías con mejores comportamientos socialmente responsables, así como aquellas que producen servicios y/o bienes positivos. Incluye <i>best-in-class</i> (las mejores empresas) y selección de los "pioneros".
<i>Best-in-class</i>	Enfoque a través del cual las principales empresas por sector son analizadas por criterios de responsabilidad social, y seleccionadas para la inversión las mejores de cada grupo.
Selección de pioneros/ Inversión temática	Fondos temáticos, basados en criterios de sostenibilidad como por ejemplo la disminución de la utilización de petróleo. Se enfoca en sectores como la energía, el agua, etc.
Screening basado en normas	Screening negativo basado en el cumplimiento de estándares internacionales propuestos por entidades tipo OCDE, OIT, ONU, UNICEF, etc.
Exclusiones simples/ Screening simple	Exclusión de un sector o actividad tipo producción armamentística, tabaco, alcohol, experimentación animal. El <i>screening</i> simple incluye también la selección simple por derechos humanos (ej. Birmania) o a través de estándares internacionales.
Engagement o diálogo de los inversores	Es utilizado por los gestores de los fondos para fomentar prácticas más responsables en las empresas. Se basa en la capacidad de influencia de los inversores como tales y se puede aplicar incluso a través del derecho a voto.
<i>Inversión en la comunidad</i>	Apoyo una determinada actividad productiva en el ámbito de la comunidad cercana, que presente características ventajosas desde el punto de vista social y/o medioambiental.
Integración	La introducción explícita de criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en la gestión de riesgos del análisis financiero tradicional.

Fuente: Elaboración propia a partir de European SRI Study, 2006

7

Cuadro 1: Principales filtros excluyentes utilizados por los Fondos de Inversión colectiva en Estados Unidos y Canadá (Datos en porcentaje de los fondos).		
Criterios	EEUU	Canadá
Tabaco	96%	83%
Juego	86%	41%
Alcohol	83%	63%
Armamento	81%	62%
Daño al medio ambiente	79%	64%
Violación Derechos humanos	43%	48%
Relaciones laborales	38%	50%
Control natalidad/aborto	23%	--
Explotación de animales	15%	5%
Energía Nuclear	--	47%
Derechos de aborígenes	--	20%

Fuente: Chamorro et. al (2001)

CRITERIOS NEGATIVOS O EXCLUYENTES	CRITERIOS POSITIVOS O VALORATIVOS
Armamento	Igualdad de oportunidades
Experimentación con animales	Reciclaje
Explotación en el Tercer Mundo	Conservar la energía y los recursos naturales
Contaminación	Transparencia en la información
Manipulación genética	Compromiso solidario con la sociedad
Pornografía y Tabaco	Controlar la polución
Degradación medioambiental	Apoyar la formación y la educación
Energía nuclear	Compromiso solidario con la sociedad

Fuente: Fernández et. al. (2004)

El activismo de los accionistas:

Recurso al diálogo con el equipo directivo de las compañías, haciendo uso de uno de los derechos básicos y fundamentales de todo accionista: participar como copropietario en la toma de las decisiones de la compañía a través de su derecho al voto.

La presencia de participación de inversión institucional en las grandes empresas está favoreciendo el activismo en su grado más evolucionado, "proxy voting".

Mayo 2008 ONG Intermon Oxfam habló en nombre de cuatro fondos de inversión americanos (entre ellos el *Boston Common Assets*) en la Junta de Accionistas de Repsol denunciando la falta de respeto a derechos básicos internacionalmente reconocidos a las poblaciones indígenas en la Amazonía. (pudieron hablar en al Junta de Accs. al obtener el voto delegado de 900.000 acciones aunque su influencia real es muy limitada al representar sólo el 0,06% del capital social).

Logo of the University of Valencia and Santander logo in the top left corner.

3.-
MERCADO FINANCIERO DE LA ISR

11

Logo of the University of Valencia and Santander logo in the top left corner.

MERCADO DE LA ISR

PRODUCTOS SOSTENIBLES IIC

AGENCIAS DE CALIFICACION

INDICES SOSTENIBILIDAD



3.1.-Productos financieros de ISR



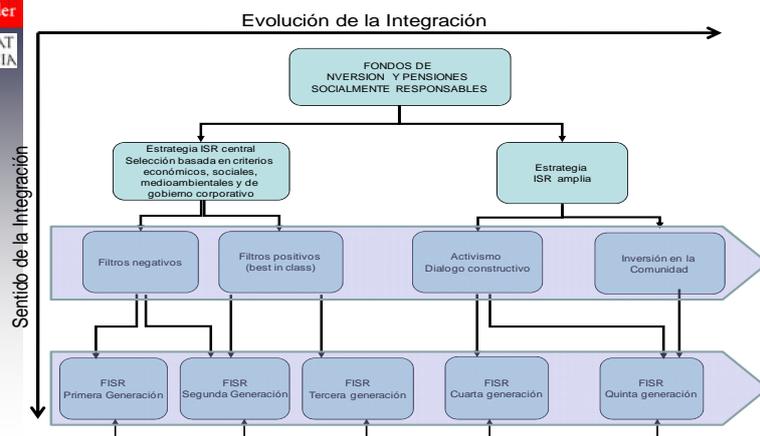
VNIVERSITAT
D VALÈNCIA

Gran parte de la ISR se canaliza a través de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC)

Los fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables (FISR) son IIC que captan los ahorros de un gran número de inversores (particulares, empresas y otras entidades) para invertirlos conjuntamente en una cesta de distintos activos financieros, con el objetivo dirigir el ahorro hacia las empresas y organizaciones que de acuerdo con un ideario del fondo realicen alguna estrategia de ISR, desde cumplir con los criterios valorativos y/o negativos en él reflejados y/o permitir realizar estrategias de inversión socialmente responsables de forma activa (activismo o inversión en la comunidad).



VNIVERSITAT
D VALÈNCIA





3.2.-Índices socialmente responsables

Santander

UNIVERSITAT
D' VALÈNCIA

Los índices socialmente responsables, al igual que los tradicionales son indicadores de la evolución de los precios de los títulos más representativos de un mercado bursátil, en éste caso del segmento del mercado de la ISR.

La metodología de elaboración de un índice bursátil depende de la institución que lo diseña, gestiona y publica.

La creación y aumento en el número de este tipo de índices es buena muestra del desarrollo de la ISR, pues sirven de referencia para inversores particulares, gestoras y sociedades de inversión (sirven como benchmark en la gestión de carteras).

15



3.2.1.-Índices de sostenibilidad : Screening negativo /positivo

Santander

UNIVERSITAT
D' VALÈNCIA

La Serie de Índices FTSE4Good:

Criterios de selección negativos o excluyentes: las compañías que producen tabaco y fabrican armas están excluidas del índice.

Criterios de selección positivos que cubren cinco temas de responsabilidad corporativa:

- la gestión de los riesgos medioambientales,
- el cambio climático,
- los derechos humanos y laborales,
- los estándares laborales de la cadena de suministro y
- la reducción de sobornos.



FTSE4Good IBEX

Santander

VNIVERSITAT
D VALÈNCIA

abril de 2008, como parte de la familia de FTSE4Good
Primer indicador de ISR españolas cotizadas en los mercados operados por BME.

Sept. 32 empresas: Ibex, Mercado continuo, FTSE Spain All Cap Index.

Criterios exclusivos : tabaco, sistemas armamentísticos completos, compañías que fabrican en su totalidad o en partes estratégicas armas de destrucción nuclear, poseedores u operadores de centrales nucleares;

Criterios inclusivos: Buena gestión medioambiental y concienciada con el cambio climático, promueven y favorecen los derechos humanos, que evitan el soborno y buen gobierno corporativo.



3.2.2.- Índices de sostenibilidad Screening positivo /negativo

Santander

VNIVERSITAT
D VALÈNCIA

The Dow Jones Sustainability World Indexes (DJSI world):

Criterio positivo de “best in class”: Elige 10% de entre las 2500 compañías que componen el Dow Jones Global Indexes (incluye BAT)

A partir de este global realiza benchmark con criterios excluyentes:

- Dow Jones Sustainability World Index ex Alcohol
- Dow Jones Sustainability World Index ex Tobacco
- Dow Jones Sustainability World Index ex Gambling
- Dow Jones Sustainability World Index ex Armaments and Firearms
- Dow Jones Sustainability World Index ex Alcohol, Tobacco, Gambling, Armaments and Firearms (DJSI World ex All)

Empresas españolas	FTSE4 Good Ibox	FTSE4 Good	FTSE4Good Environmental Leaders Europe 40 Index	Dow Jones sustainability	KLD Global Climate 100 Index	S&P Global Clean Energy Index	ASPI	Ethibel sustainability index
ABENGOA	x							
ABERTIS SE.A				x			x	x
ANTENA 3 TV ACCIONA	x			x	x	x		
UCERINOX				x				
ACS								
BANCO BASTOR	x							
BANCO BADELL	x						x	
BANCO SANTANDER	x	x		x			x	x
BANESTO	x							
BANKINTER	x	x					x	
BVA	x			x			x	x
BME	x							
GRUPO AUTOMOT	x							
ENGINTRA							x	x
GRUPO DERMO	x							
CRITERIA				x				
ENAGAS	x	x						
ENDESA				x				
ENCREOS	x							
ENCC				x				x
ENFERMOVIAL	x	x		x			x	x
ENAMESA	x	x		x	x	x		x
ENAS NATURAL	x	x	x	x	x			
ENRENOVABLES	x			x		x		
ENREPROLOLA				x			x	x
ENBERIA	x			x				
ENBITEX	x	x		x			x	
ENBDR A				x			x	
ENMAPFRE	x							
ENMECALUX	x							
ENHIL	x							x
ENRISA	x							
ENROSEGUR	x							
ENR.E.C.	x			x				x
ENRESOL VPF	x	x		x			x	
ENR.MELIA	x							
ENR.S CUETARA	x							
ENFELE CINCO	x							
ENFELEFONICA	x	x		x			x	x
ENHIDRALA	x							
ENHCENTO	x							
ENUNION FENOSA				x				

3.3.-Agencias de rating en sostenibilidad

de forma similar a como realizan las entidades de *rating* crediticio o calificación crediticia, evalúan la responsabilidad social de las empresas, mediante metodologías de investigación propias y no accesibles al mercado.

Ofrecen a los inversores otros productos y servicios como bases de datos, *Benchmarks* y documentos sectoriales, servicios comparativos de fondos, análisis de riesgos no financieros, asesoría, gestoras en inversión socialmente responsable e incluso *rating* de sostenibilidad de países.





AGENCIAS DE ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD

PAÍSES	AGENCIAS DE RATING E INSTITUCIONES DE RSC
EE.UU.	Innovest Strategic Value Advisors Inc., KLD Research & Analytics Inc.
Alemania	oekom research AG
Francia	Vigeo
Italia	E. Capital Partners (ECP) S.p.A.
Europa	SAM
Suiza	SiRi Company ASSET4
Reino Unido	Accountability EIRIS



➔





➔









4. VALORACION Y LINEAS DE INVESTIGACION

22



4.1. - MARCO TEORICO

Santander

VNIVERSITAT
D VALÈNCIA

Modelo socioeconómico de teorías de carteras: Incorporación de la rentabilidad social a las teorías clásicas

problema: los parámetros de restricciones para aplicar la inversión óptima son exclusivamente individuales

Arnsperger (1998) : El inversor tiene una función de utilidad función de la maximización de su riqueza, mientras que la inversión de la cartera contribuye a la riqueza colectiva.

MAX: $U(W_i, g_i(Z))$, donde W_i es la riqueza del individuo y $g_i(Z)$ es la contribución individual a la riqueza colectiva Z .



Santander

VNIVERSITAT
D VALÈNCIA

Graafland (2002): La forma de incorporar la rentabilidad social dentro de la función de objetivo a maximizar condiciona la solución de la optimización del programa.

- (i) Inversor totalmente concienciado socialmente
- (ii) Inversor que exige un nivel mínimo de rentabilidad social
- (iii) Inversor ético que exige un nivel mínimo de rentabilidad financiera
- (iv) Inversor socialmente concienciado



Santander

VNIVERSITAT
D VALÈNCIA

Inversor totalmente concienciado socialmente

$$\begin{aligned} & \text{Max } U[(RF);(RS)] \text{ con } \partial U / \partial RF > 0, (y/o) \partial U / \partial RS > 0 \\ & \text{s.a. } RF = f(RS), \text{ con } \partial RF / \partial RS > 0 \end{aligned}$$

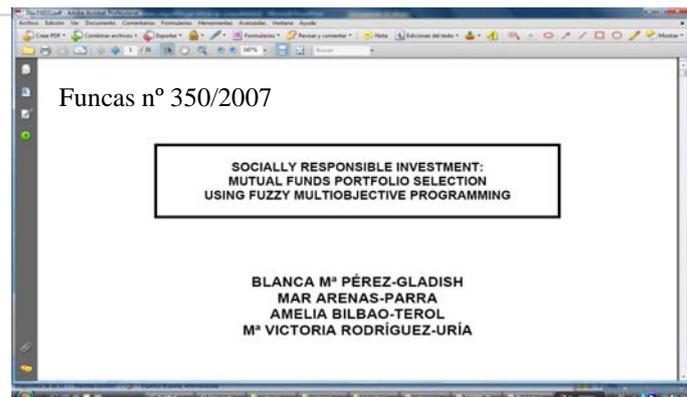
la rentabilidad social tiene un impacto positivo en la rentabilidad financiera, por lo que la maximización de los beneficios financieros implica maximizar la rentabilidad social y viceversa.



Santander

VNIVERSITAT
D VALÈNCIA

Aplicación: Modelos Multicriterio para la selección de carteras socialmente



Cañal, V.; Antomil, J. y Rodríguez, M.V. (2009): La selección de carteras socialmente responsables: revisión crítica de la literatura. Asepuma. UV
Capon et al. (1994, 1996); Basso y Funari (2005), Barracchini (2007), Haigh (2008), Hallerbach *et al.* (2004).



Santander

VNIVERSITAT
D VALÈNCIA

4.2.-Análisis de la percepción de la ISR

4.2.1.Factores que influyen en los managers

ANO/AUTOR	Nº PARTICIPES / MUESTRA	CONCLUSIONES
1985 Chonko & Hunt	1076 / Gestores	Las grandes empresas técnicas tienden a ser más éticas que las no técnicas. Los hombres reconocen menos problemas éticos que las mujeres. Los hombres son más probables a ocultar sus errores.
1987 Kidwell, Stevens & Bethke	100 / Gestores	
1987 Becker & Fritzsche	72 / Gestores Franceses 70 / Gestores Alemanes 124 / Gestores E.E.U.U.	Los gestores franceses tienen fuertes convicciones respecto a códigos éticos.
1988 Izraeli	97 / Gestores	No hay diferencias significativas respecto a la edad en cuestiones éticas.
1989 Bellizi & Hite	452 / Gestores	El género influye en la conducta ética.
1989 Barnett & Karson	513 / Empleados de compañías de seguros	Las mujeres son más sensibles a cuestiones éticas que los hombres.
1990 Weber	37 / Gestores	El nivel de moral existente en un contexto empresarial es menor que en un contexto no empresarial.
1992 Fraedrich & Ferrell	184 / Gestores de marketing	Los gestores modifican su "filosofía" moral en función de la situación en la que se hallan
1992 Henthorne, Robin & Reidenbach.	311 / Gestores 329 / Gestores de pequeños inversores	Hay una discrepancia sustancial entre las respuestas de los los gestores de pequeños inversores y el resto de gestores
1993 Morgan	385 / Gestores	Los individuos consideran su propio comportamiento más ético que el de los otros.
1993 Elm y Nichols	243 / Gestores	La edad y el nivel de educación están negativamente correlacionados con el desarrollo moral.



Santander

VNIVERSITAT
D VALÈNCIA

continuación

1993 Roberston & Schlegelmilch	813 / Gestores	Los gestores de E.E.U.U. valoran la mayoría de las cuestiones éticas para ser más valorados y tener mejor reputación que los gestores del Reino Unido; no obstante, entre los gestores de E.E.U.U. se aprecian diferencias en su percepción de la importancia de las cuestiones éticas.
1993 Elm & Nichols	243 / Gestores	La edad y el nivel de educación están negativamente relacionados con el desarrollo moral.
1993 Hunt & Vasquez-Parraga	747 / Gestores	La conducta poco ética, que produce consecuencias negativas, es castigada con severidad y por el contrario, es recompensada cuando las consecuencias son positivas.
1993 Zabid & Alsogoff	81 / Gestores de Malasia	Los Gestores de Malasia tienen grandes valores éticos.
1993 Robertson & Schlegelmilch	813 / Gestores de E.E.U.U. 860 / Gestores del Reino Unido.	Los gestores de E.E.U.U. consideran las cuestiones éticas mas importantes que los gestores del Reino Unido
1993 Morgan	385 / Gestores	El comportamiento ético está influenciado según la talla moral de los gestores a efectos de sus subordinados.
1994 Bruce	522 / Gestores	Los códigos son necesarios, pero no tan efectivos como por ejemplo, el apoyo moral y la educación.
1996 Brady & Wheeler	141 / Empleados de instituciones financieras	La edad es un determinante fundamental en lo que respecta a la predisposición ética. El género no es un indicador significativo del comportamiento moral. La filosofía ética es más que una manera de comportarse o actuar.
1996 Wimalasiri, Pavri & Jalil	157 / Gestores y estudiantes (Singapur)	Género y origen étnico no están significativamente relacionados con la sensibilidad ética; los gestores y los estudiantes demostraron la misma sensibilidad ética.



Loe et al. (2000): Encuentra diferencia entre la toma de decisiones socialmente responsables a escala individual y, en el ámbito del grupo

Pueyo et al. (2003): Encuentra cuatro actitudes:

- “*indiferentes*”: no han puesto en el mercado productos ISR
- “*tímidos*”, si han puesto en el mercado productos de ISR
- “*avanzados*”: RSC son un buen indicador de la calidad en la gestión y gobierno de una empresa.
- “*pioneros*” RSC constituyen un buen indicador acerca de la calidad en la gestión y gobierno de una determinada empresa y que además declaran efectuar análisis de las prácticas en materia de RSC



4.2.2.-Motivaciones de los inversores y asesores

AUTORES	OBJETIVO	METODOLOGÍA	CONCLUSIONES
Lewis y Mackenzie (2000b)	Actitud inversora ética en el Reino Unido y E.E.U.U.	Encuesta a inversores	Diferencia las preferencias de los inversores éticos en E.E.U.U. y el R.Unido.
Lewis y Mackenzie (2000a)	Comportamiento y preferencias del inversor “ético”.	Encuesta a inversores	El inversor ético actúa según a una psicología económica, que determina su comportamiento ético.
Drexaghe (1.998)	Perfil del inversor ético en el Reino Unido.	Encuesta a asesores financieros	El inversor ético en R.Unido actúa según su conciencia. Potenciar la cuestión ética.
Lewis y Webley (1.994)	Actitud del inversor ético en el Reino Unido	Cuestionario	Los inversores muestran actitud positiva hacia invers.social y medioamb.
Hollingworth (1.998)	Analizar el perfil del inversor ético australiano.	Cuestionario	Los inversores que invierten ética mente lo hacen atraídos por el perfil ético del fondo.





4.2.3.- perfil del inversor socialmente responsable

Década	Autores	Resultados
1990-1999	Noventa Anand y Cowton (1991), Beal y Goyen (1998), Rosen <i>et al.</i> (1991).	los inversores socialmente responsables son mayoritariamente mujeres jóvenes, con nivel educativo alto y que poseen carteras de inversión de menor tamaño y menos diversificadas.
2000-2009	Haigh (2008), McLachlan y Gardner (2004), Schueth (2003), Tippet (2001), Tippet y Leung (2001), Williams (2007).	El inversor socialmente responsables suelen ser más jóvenes y con niveles de educación más elevados.



Literatura española



Autor	Objetivo	Metodología	Resultados
ESF (2008)	opinión y demanda en ISR ciudadanos e instituciones sociales y financieras	Encuesta	
Balaguer, Fernandez, Muñoz (2006)	gestores (IIC) ante ISR	regresión logística	priman las variables financieras, consideran "muy importante" ISR
Observatorio de RSC (2004)	Opinión consumidores	Encuesta ciudadano	aboga mayor transparencia informativa
Foretica (2004)	Opinión consumidores y empresa	Encuesta	El mercado dispuesto a asumir prima 2,89%
Cabrera y Deniz (2003)	Opinión empresas familiares	Encuesta y Análisis factorial	Visión reducida
IPES (2.002)	Analizar el perfil del inversor ético	Entrevistas a partícipes y a gestoras.	No son conscientes de obtener la misma rentabilidad
CSR europa(2001)	Opinión consumidores y empresa	Encuesta	poco conocida
Gismera y Vaquero (2.000)	Analizar criterios sostenibilidad	Entrevistas	9 /10 pagar más social, 7/10 producto ecológico



4.3.-Relación LP performance financiera y social



Griffin y Mahon (1997): Diferentes medidas

Cuadro 8: Medidas de RSC más utilizadas por los trabajos empíricos

<i>Medidas</i>	<i>Dimensiones</i>	<i>Jueces</i>
Encuesta reputación Fortune	8 atributos de reputación	Analistas financieros, ejecutivos, y gestores externos
KLD	5 atributos de RSC y 3 tópicos con presión externa	Audiencias externas
Inventario sobre emisión de tóxicos: TRI	Medidas cuantitativas	Información dada por la empresa
Directorio de las 500 empresas Filantrópicas	Medidas cuantitativas	Información dada por la empresa
100 mejores empresas ciudadanas	Media de los tres años de la rentabilidad de los accionistas y seis medidas sociales	Empresa de investigación sobre inversiones sociales



Margolis y Walsh (2001) analizan 122 estudios examinaron empíricamente la relación existente entre la responsabilidad social corporativa y la *performance* financiera.

la existencia de una relación positiva o neutra entre la *performance* social y la financiera

una relación “negativa” entre *performance* social y financiera se debe al impacto que determinadas acciones “negativas” (prácticas corporativas ilegales, droga, tabaco,...) ejercen sobre el mercado.

Década	RELACION POSITIVA	RELACION NEUTRAL	RELACION NEGATIVA
70	12 Moskowitz (1972);Bragdon y Marlin (1972);Bowman y Haire (1975),Parket y Eilbert (1975) Moskowitz (1975);Belkaoui (1976) Fry y Hock (1976);Heinze (1976) Sturdivant y Ginter (1977); Ingram (1978);Bowman (1978) Spicer (1978)	3 Fogler y Nutt (1975) Alexander y Buchholz (1978);Abbot y Monsen (1979)	1 Vance (1975)
80	18 Anderson y Frankle (1980), Burke (1.980), Chen y Metcalf (1980), Kedia y Kurtz (1981), Fry, Keim, y Meiners (1982), Freedman y Jaggi (1982), Cochran y Wood (1984), Newgren et al. (1985), Marcus y Goodman (1986), Rockness, Schalancheter y Rockness (1986), Cowen, Ferreri, Parker (1987), Spencer y Taylor (1987), Wokutch y Spencer (1987), Clarkson (1.988), Lerner y Fryxell (1988), McGuire, Sundgren y Schneeweis (1988)	3 Ingram y Frazier (1983);Aupperle, Carroll, Hatfield(1985) Freedman y Jaggi (1986)	13 Chen y Metcalf (1980); Kedia y Kuntz (1981) Eckbo (1983), Strachan, Smith, Beedles (1983) Shane y Spincer (1983), Wier (1983), Cochran y Wood (1984), Jarrell y Peltzman (1985),Marcus y Goodman (1986), Pruitt y Peterson (1986) Davidson, Chandy Cross (1987), Davidson y Worrell (1988), Bromiley y Marcus (1989)
90 y 00	19 Holman, New, y Singer (1.990) Morris et al. (1990),Coffey y Fryxell (1991),Worrell, Davidson, Sharma (1991),Riahi-Belkaoui (1992),Hart y Ahuja (1994),Johnson y Greening (1994),Waddock y Graves (1994,1997),Brooks (1.997),Foiman (1997),Preston y O'Bannon (1997) Roman, Hayibor, y Agle (1999) Vergin y Goronfleh (1999) Orlitzky (2001),Ruf (2001),Murphy (2002),Mahoney y Roberts (2002),Simpson y Kohers (2002)	4 Griffin y Mahon (1997),McWilliams y Siegel (2000, 2001) Moore (2001)	2 Hill, Kelley, y Agle (1991),Wright y Ferris (1997)

Fuente: Griffin y Mahon (1997). Itkonen (2003) y elaboración propia

UNEP FI (2007) Desmitificando el *rendimiento de la inversión responsable*. Análisis de 20 trabajos que incorporan criterios ESG en la ISR:

- * 10 positiva /7 efecto neutral /3 una asociación negativa.
- * depende de la metodología utilizada, de la región y del periodo de estudio considerado.

MERCER (2009): “Luz sobre la inversión responsable: enfoque, retorno e impacto”, 16 estudios diez muestran una relación positiva entre los factores medioambientales, sociales y de buen gobierno corporativo y los resultados financieros de las empresas,



Por el momento no existe consenso sobre cuáles son los principios y las normas que debe adoptar una empresa para que pueda ser considerada socialmente responsable.

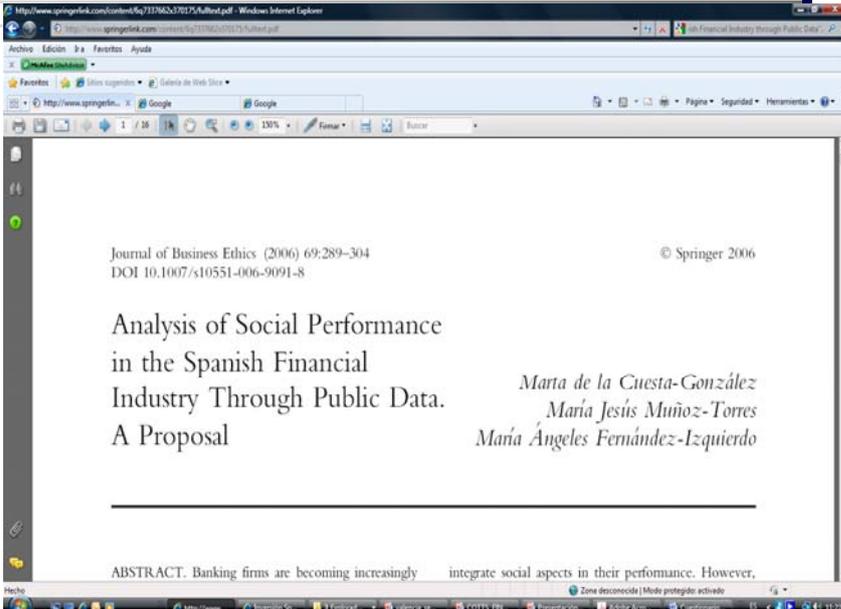
A nivel de resultados empresariales, la mayoría de las investigaciones dejan entrever la existencia de una relación positiva o neutra entre la *performance* social y la financiera.

No parece existir una penalización en los resultados de las carteras de inversión que incorporan aspectos ESG

37



Aplicación: Analisis de la performance social



Journal of Business Ethics (2006) 69:289-304
DOI 10.1007/s10551-006-9091-8

© Springer 2006

Analysis of Social Performance
in the Spanish Financial
Industry Through Public Data.
A Proposal

Marta de la Cuesta-González
María Jesús Muñoz-Torres
Mañá Ángeles Fernández-Izquierdo

ABSTRACT. Banking firms are becoming increasingly integrate social aspects in their performance. However,

TABLE III
Position of Spanish banking institutions in EIRIS ranking (Using own criteria for a specific selected policy)

Position	Company name	Total score	Positive score	Negative score	Country
1	HSBC Holdings	13	15	-2	UK
2	Barclays	13	15	-2	UK
3	Northern Rock	12	12	0	UK
4	The Royal Bank of Scotland Group	12	12	0	UK
5	Lloyds TSB Group	12	12	0	UK
...					
39	Bankinter	2	2	0	Spain
...					
55	Banco Popular Español	0	0	0	Spain
...					
127	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	-2	0	-2	Spain
128	San Paolo-IMI	-2	0	-2	Italy
129	Banco Santander Central Hispano	-2	0	-2	Spain
130	Alliance & Leicester	-3	0	-3	UK

Source: EIRIS.

4.4.-Impacto de las noticias de RSC en el mercado

analizan la reacción a corto plazo de los mercados financieros ante las actuaciones socialmente responsables (o irresponsables) de las empresas, al objeto de determinar en qué medida dichas noticias sirven para explicar la existencia de rendimientos anormales alrededor de la fecha en que se hacen públicas determinadas actuaciones.

Resultados heterogéneos dependiendo del tipo de noticia y de la metodología (McWilliams y Siegel, 1997)



Impacto noticias de ESG en mercado financiero



Autor	Noticias	Comportamiento	Relación
Blackwell (1990)	Cierre factorías	Rdto negativo. No significativo	neutra
Moughah et al (1990)	Demandas o juicios por tipo medioambiental	Negativo	positiva
Dowdell et al (1997)	Reputación social Empresas farmacia	Positiva/negativa	neutral
Wright y Ferris (1997)	Empresas que se retiran de sudafrica	Tienen rendimientos anormales negativos	negativa
Posnikoff (1997)	Apartheid Sud Africa y desinversión en empresas EEUU	Rendimientos anormales positivos	Positiva
McWilliams y Siegel (1997)		Critica teorica	neutral
Dasgupta et al (1998)	Noticias medioambiente	Buenas mayor rendimiento; malas peor rendimiento	positiva
Meznar, Nigh, Kwok (1998)	tres estudios contradictorios Apartheid	Los resultados anormales son menos negativos	positivo
Hong, Welch, Wazzan (1999)	Boicot sud - Africa	Los efectos del boicot son pequeños para el conjunto de la empresa	Neutro
Vergin y Qoronfleh (1999)	Relación causa-efecto. Rendimiento - reputación	Positiva	positiva
Toeh et al (1999)	Empresas que se retiran de sudafrica		negativa
McWilliams (1999)	Boicot Sudafrica	Dificultad metodológica	neutro
Gompers (2001)	Gobierno corporativo	Mejor performance; menos nivel	negativo
Pfau (2001)	Elabora índice RRHH	Relación positiva con valoración bursátil	positiva
Gupta y Goldar (2004)	Noticias medioambiente		Correlación positiva



4.5.-Resultados de los Fondos de ISR y de los índices bursátiles de sostenibilidad



- A) Investigaciones que comparan la *performance* financiera de fondos ISR con la *performance* financiera de otros fondos no considerados “socialmente responsables”
- B) Estudios que comparan la *performance* financiera de los fondos ISR con índices de mercado o estudios que comparan índices sostenibilidad con índices convencionales.

A) Investigaciones que comparan la *performance* financiera de fondos ISR con la *performance* financiera de otros fondos no considerados “socialmente responsables

Autores	Muestra fondos	Indice performance	Benchmark	Resultado
Hamilton et al (1993)	32 éticos / 170 no éticos americanos	Jensen		No hay diferencia
Mallin, Saadonmi, Briston (1995)	29 éticos/29 no éticos. Homogéneos: Duración y tamaño	Jensen Sharpe Treynor	FTSE	Indicios de mejores resultados en éticos
Gregory et. al (1997)	18 ético/ 18 no éticos U.K. Homogéneos: tamaño empresas	Jensen	FTSE	No hay diferencia
M'Zali y Turcotte (1997)	18 éticos/10 no éticos misma compañía	Sharpe Treynor	S&P 500 TSE 300	No hay diferencia
Reyes y Grieb (1998)	15 éticos/ 15 no éticos americanos	Sharpe		RSC no implica mayor precio
Statman (2000)	Igual tamaño	Jensen	DSI 400 S&P 500	Positivo pero no significativo
Kreander et al. (2001)	80 fondos europa	Jensen		No hay diferencia
Bauer et. al (2002)	103 éticos Alemania, U.K.; USA			No hay diferencia

43

Journal of Business Ethics (2008) 81:247–260
DOI 10.1007/s10551-007-9492-3

© Springer 2007

Performance of Ethical Mutual Funds in Spain: Sacrifice or Premium?
Angeles Fernandez-Izquierdo
Juan Carlos Matallin-Saez

ABSTRACT. There is currently much debate in the economic literature about whether ethical investment involves a financial sacrifice or premium. One of the most common methods of testing this compares the financial performance of ethical investment funds with that of other funds not considered “socially responsible” or ethical. The majority of these research studies evaluate the

KEY WORDS: ethical investment, mutual funds, financial performance, style analysis, bootstrap method



B) Estudios que comparan la *performance* financiera de los fondos ISR con índices de mercado o estudios que comparan índices éticos con índices convencionales.

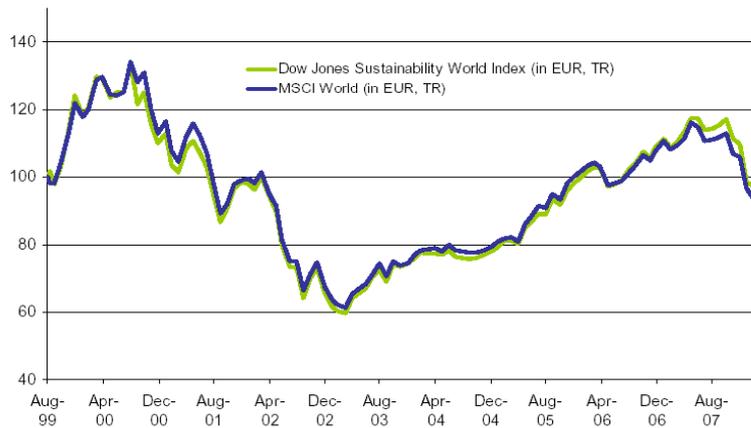
Cuadro 24: Análisis de los índices éticos y no éticos

	Rendimiento Anual	Volatilidad	Tracking Error	Diferencia
Indice ético: Ethibel register Marketcap weighted (Indice tradicional : MSCI Europe)	27.47% (18.07%)	22.84% (20.37%)	9.53%	No significativa
Indice ético: Dow Jones Sustainability Global Index (Indice tradicional: Dow Jones Global Index)	22.06% (22.37%)	19.75% (18.01%)	5.83%	No significativa

Fuente: Vermeir y Corten (2.001)



Desarrollado por el IRI de la Universidad de Valencia y financiado por el Gobierno de España.

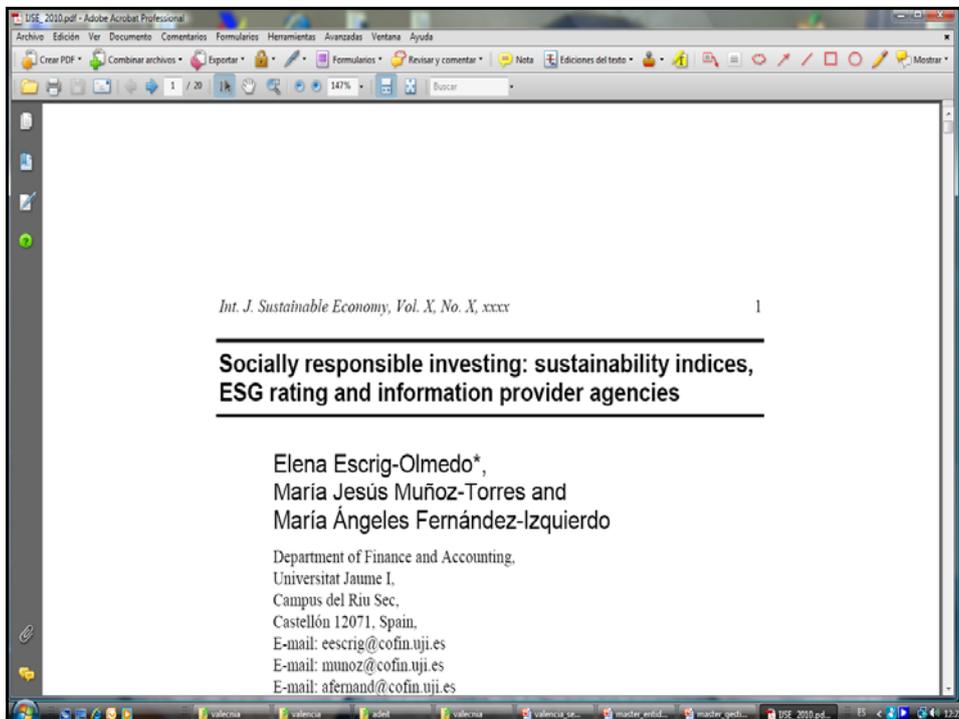




4.6.- Criterios de evaluación de la sostenibilidad

Agencias de rating en sostenibilidad: Han desarrollado las técnicas de valoración y calificación de las empresas sobre RSC de las principales empresas cotizadas.

Estas agencias a parte de realizar una función como consultoras ofrecen a los inversores otros productos y servicios como bases de datos, *Benchmarks* y documentos sectoriales, servicios comparativos de fondos, análisis integral de los riesgos, asesoría, gestoras en inversión socialmente responsable e incluso *rating* de sostenibilidad de países, (EIRIS).



Int. J. Sustainable Economy, Vol. X, No. X, xxxx 1

Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies

Elena Escrig-Olmedo*,
María Jesús Muñoz-Torres and
María Ángeles Fernández-Izquierdo

Department of Finance and Accounting,
Universitat Jaume I,
Campus del Riu Sec,
Castellón 12071, Spain.
E-mail: eescrig@cofin.uji.es
E-mail: mmunoz@cofin.uji.es
E-mail: afermand@cofin.uji.es

	Accountability	ASSET 4	ECP	EIRIS	Innovest Strategic Value Advisors	KLD research & Analytics Inc	oekom research	SAM	SRI	Vigeo
SIGMA (The SIGMA Project)										
EFQM Excellence Model										✓
OECD (Guidelines for Multinational Enterprises)				✓	✓		✓	✓		✓
UN Global Compact	✓	✓		✓	✓		✓		✓	
UN's Principles for Responsible Investment		✓			✓	✓		✓		
UN Declaration on Human Rights		✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓
Accountability 1000 Standard	✓						✓			
Accountability 8000					✓		✓			
ISO 14000				✓	✓	✓	✓	✓		✓
ISO 9000				✓			✓		✓	
EMAS							✓	✓		
GRI (Global Reporting Initiative)	✓	✓		✓	✓		✓		✓	
Triple Bottom Line			✓				✓			
ILO Core Labour Standards			✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
OSHAS						✓			✓	
Protocolo Kioto				✓			✓			
Millennium Development Goals										✓
Agenda 21										✓
The Rio Declaration				✓						
United Nations Charter and Treaties										✓
International Financial Reporting Standards (IFRS)		✓								
International codes of Corporate Governances		✓								
Non-governmental international and national organisations	✓			✓			✓	✓	✓	✓

Sistemas de puntuación según agencias de ratings

AGENCIAS DE RATINGS	PUNTUACIÓN
Accountability	Cada criterio es valorado y se les da a las compañías una puntuación por cada una de sus seis áreas. La gestión de los stakeholders es la principal y se puede llegar a conseguir hasta 25. En las otras cinco áreas el máximo se sitúa en 15. La puntuación máxima que puede obtener una empresa es 100.
ASSET4	Cada pilar (social, medioambiental, gobierno y económico) tiene un peso del 25% de la calificación final que se valora sobre un 100%.
CoreRatings	Escala de 10 rangos desde A+ (más alto que 90%) a D (1% a 10%).
ECP	EEE, EE, E – Eligible Names: compañías que han superado el test de criterios negativos y muestran firmes resultados de adherencia a los criterios positivos. F – Ethically Weak Names: Compañías que sólo supera el test de criterios negativos. Operan en sectores éticos pero muestran pobre adherencia a los criterios positivos. NE – Non Eligible Names: Compañías que no superan los criterios negativos excluyentes.
EIRIS	Escala de puntuación de 0 a 10.
Innovest Strategic Value Advisors, Inc.	Modelo EcoValue21 → cada criterio es evaluado en una escala del 1 al 10. Intangible Value Assessment –IVA →Se evalúa cada criterio siguiendo la siguiente escala: AAA = best/industry leader, AA, A, BBB = average, BB, B, C = worst
oekom research AG	El análisis completo está graduado en una escala de 12 puntos que va desde A+ hasta -D . : A+ : La compañía que actúa de manera progresiva. D- : Actividades poco o nada medioambiental, social y culturalmente responsables.
Vigeo	Pioneer → ++ Advanced →+ Average →= Below average → – Unconcerned → --

RESULTADOS: Criterios de valoración negativos

	ÍNDICES DE SOSTENIBILIDAD							AGENCIAS DE ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD									
	ASPI	Calvert Social Index	Dow Jones Sustainability	Ethibel Sustainability Index	FTSE4 Good	KLD's Domini 400 Social Index	Accountability	ASSET4	ECP	ERIS	Innovest	KLD Research & Analytics Inc	oekom research	SAM	SIRI	Vigeo	
Aborto																	
Alcohol		✓	✓	x		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓		
Anticonceptivos																	
Armas de fuego		✓	✓	✓		✓									✓		
Armamento militar		✓			✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓		
Energía Nuclear					✓	✓									✓		
Experimentos con animales				x						✓	✓				✓		
Extracción de Uranio					✓												
Ingeniería genética				x						✓							
Investigación embrionaria												✓					
Juego		✓	✓	✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓		
Minas antipersona										✓							
Organismos modificados genéticamente									✓	✓	✓	✓	✓		✓		
Pieles										✓							
Pornografía		✓		x					✓	✓	✓	✓	✓		✓		
Industria Química				x													
Tabaco		✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓		

RESULTADOS: Criterios de valoración positivos

	Criterios de Valoración Positivos	ÍNDICES DE SOSTENIBILIDAD							AGENCIAS DE ANÁLISIS DE SOSTENIBILIDAD									
		ASPI	Calvert	Dow Jones Sustainability	Ethibel Index	FTSE4Good	KLD's Domini 400 Social Index	Accountability	ASSET4	ECP	ERIS	Innovest	KLD Research	oekom	SAM	SIRI	Vigeo	
GOBIERNO CORPORATIVO	Gobierno Corporativo	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	Estructura de Gobierno			✓			✓		✓			✓						
	Riesgos y gestión de crisis			✓											✓			
	Cumplimiento de Códigos de Conducta			✓			✓								✓			
MEDIO AMBIENTE	Rechazo ante Corrupción y soborno			✓			✓				✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	Gestión medioambiental	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	Desempeño Ambiental (Eco-eficiencia)			✓											✓			
SOCIAL	Cambio Climático		✓				✓					✓						
	Capital Humano	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	Adecuadas practicas laborales		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	Estándares en cadena de abastecimiento						✓		✓									
	Comportamiento empresarial	✓							✓					✓	✓	✓		
	Compañía ciudadana y Filantropía			✓											✓	✓		
	Relaciones con la comunidad	✓	✓							✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	Social Reporting			✓	✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
	Derechos Humanos	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
	Derechos de los pueblos indígenas		✓				✓											
	Seguridad de los productos y servicios		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Diversidad							✓					✓						

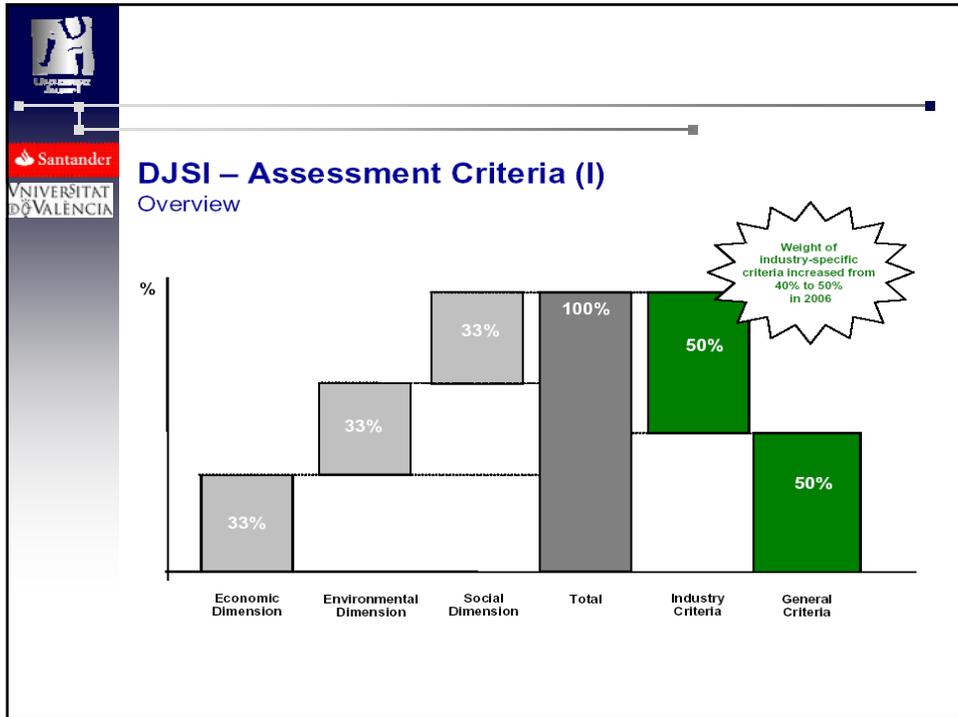
RESULTADOS: Estándares Globales

	ÍNDICES DE SOSTENIBILIDAD										AGENCIAS DE SOSTENIBILIDAD						
	ASPI	Calvert Social Index	Dow Jones Sustainability	Ethibel	FTSE4Good	KLD Domini 400 Social Index	Accountability	ASSET4	ECP	ERIS	Innovest	KLD Research & Analytics Inc	orkon	SAM	SIRI	Vigeo	
EFQM																	
Directrices de la OCDE	✓		✓	✓	✓					✓	✓		✓	✓	✓	✓	
Pacto Mundial					✓		✓			✓	✓		✓	✓	✓	✓	
UN's PRI			✓			✓					✓		✓	✓	✓	✓	
Declaración Derechos Humanos de la ONU	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
SA8000					✓							✓	✓	✓	✓	✓	
ISO 14000			✓			✓				✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
ISO 9000										✓			✓	✓	✓	✓	
EMAS			✓		✓							✓	✓	✓	✓	✓	
GRI					✓		✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Triple Bottom Line	✓								✓				✓	✓	✓	✓	
Estándares de la OIT	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
OSHAS						✓						✓	✓	✓	✓	✓	
Protocolo Kioto	✓		✓	✓					✓				✓	✓	✓	✓	
Objetivos de desarrollo del Milenio de la ONU	✓			✓												✓	
Agenda 21	✓		✓	✓												✓	
Declaración de Rio	✓		✓	✓						✓						✓	
United Nations Charter and Treaties	✓			✓												✓	
Estándares financieros Internacionales								✓								✓	
Códigos de GC Internacionales								✓								✓	
ONGs	✓		✓	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	

3.6.2.- Medidas de agrupamiento de los criterios de evaluación de las agencias de rating de sostenibilidad

CRITERIOS	ASPECTOS POSITIVOS	ASPECTOS NEGATIVOS
	Planificación Estratégica	Solidez financiera
Dimensión Económica	<i>Instrumentos:</i> - Gobierno Corporativo - Códigos de Conducta	<i>Instrumentos:</i> - Valoración de riesgo y crisis
Dimensión Medioambiental	Informes Medioambientales <i>Instrumentos:</i> - Ecodiseño de productos	Emisión de gases efecto invernadero <i>Instrumentos:</i> - Sistemas de Gestión Medioambiental - Actuaciones Medioambientales
Dimensión Social	Remuneración <i>Instrumentos:</i> - Desarrollo Profesional - Relaciones con partes interesadas.	Derechos Humanos <i>Instrumentos:</i> - Antidiscriminación - Rotación de empleados

Criterios de SAM (2005)



DJSI – Assessment Criteria (II)
Criteria & Weightings

Criteria	Weighting (in%)
Economic	
Corporate Governance	6.0
Risk & Crisis Management	6.0
Codes of Conduct/Compliance/Anti-Corruption & Bribery	5.5
Industry Specific Criteria	Depends on Industry
Environmental	
Environmental Performance (Eco-Efficiency)	7.0
Environmental Reporting	3.0
Industry Specific Criteria	Depends on Industry
Social	
Human Capital Development	5.5
Talent Attraction & Retention	5.5
Labor Practice Indicators	5.0
Corporate Citizenship / Philanthropy	3.5
Social Reporting	3.0
Industry Specific Criteria	Depends on Industry

A complete survey for the entire general part of SAM's assessment is available at www.sustainability-indexes.com (-> Assessment -> Information Sources).

FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

INTEGRATING SUSTAINABILITY THROUGH FUZZY LOGIC: FORTUNE GLOBAL 100 SUSTAINABILITY RATING

ELENA ESCRIG-OLMEDO
 JUANA MARÍA RIVERA-LIRIO
 MARÍA JESÚS MUÑOZ-TORRES
 MARÍA ÁNGELES FERNÁNDEZ-IZQUIERDO

Department of Finance and Accounting, Universitat Jaume I,
 Campus del Riu Sec, 12071 Castellón, Spain

AMSE 2010 - BARCELONA
 "International Conference on Modelling and Simulation in Engineering, Economics
 and Management"

El objetivo de este trabajo ha sido la elaboración de un rating integral de sostenibilidad aplicando metodologías basadas en la lógica difusa. Con ello, se corrige una de las principales debilidades que presentan metodologías de agencias de rating basadas en la agregación de puntuaciones, es decir, la posible compensación de valoraciones negativas con buenas valoraciones

AR	Firms	SI	GM	E	OP	Overall score	FSR restricted Overall Score (0-1)	FSR restricted	FSR AR
1	Vodafone	21.30	19.50	22.10	14.80	77.70	0.7906	1	0
2	General Elec.	20.60	19.60	17.60	12.30	70.10	0.7540	5	-3
3	HSBC	20.60	18.30	17.30	11.60	67.80	0.6951	15	-12
4	France Tel.	19.00	16.90	17.30	14.10	67.30	0.7685	2	2
5	HBOS	18.50	17.80	15.80	14.10	66.20	0.7615	3	2
6	Nokia	20.10	17.80	14.00	11.90	63.80	0.6997	14	-8
7	EDF	18.80	16.40	15.40	11.60	62.20	0.6789	19	-12
8	GDF Suez	14.70	16.20	13.20	17.70	61.80	0.7554	4	4
9	BP	18.00	18.30	16.20	9.10	61.60	0.5578	64	-55
10	Royal D./Shell	18.00	17.10	14.70	11.30	61.10	0.6582	25	-15



Santander

UNIVERSITAT
D'VALENCIA

María Ángeles Fernández Izquierdo
Catedrática de Universidad
Departamento de Finanzas y Contabilidad
Universitat Jaume I
afernand@cofin.uji.es