

¿SE PUEDE ESPECULAR CON CONCIENCIA? LA EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

VERÓNICA CAÑAL FERNÁNDEZ

vcanal@uniovi.es

*Universidad de Oviedo / Departamento de Economía
Facultad de Economía y Empresa, Avenida del Cristo, Oviedo, 33006.*

MARÍA GÓMEZ MARTÍN

gomezmmaria@uniovi.es

*Universidad de Oviedo / Departamento de Economía
Facultad de Economía y Empresa, Avenida del Cristo, Oviedo, 33006.*

Recibido (14/04/2020)

Revisado (18/06/2020)

Aceptado (07/07/2020)

RESUMEN: “No hacer daño”. Este es el *core* de la inversión tradicional basada en valores religiosos y, es también el punto de partida de la Inversión Socialmente Responsable (ISR): evitar industrias en conflicto con valores morales. A raíz de desequilibrios sociales, transgresiones éticas y daños medioambientales surgidos a lo largo de la historia, la Responsabilidad Financiera ha dado lugar a este tipo de inversión como un motor de cambio en la gestión de las empresas y de la sociedad. La conciencia social y financiera a nivel mundial y las diferentes legislaciones nacionales han llevado a diversas prácticas de ISR. Este trabajo tiene como objetivo reconstruir, desde una perspectiva histórica, el desarrollo de la ISR en Europa y en España y la evolución de los Fondos ISR.

Palabras claves: Inversión Socialmente Responsable y Sostenible, Responsabilidad Social de la Empresa, Evolución histórica, Fondos de Inversión Socialmente Responsables.

ABSTRACT: “Do no harm”. This is the core of traditional investment based on religion and, to some degree, the central concept of socially responsible investment (SRI): avoiding industries that conflict with moral values. As a result of social, ethical and environmental deficiencies arose throughout history; Financial Responsibility has led to this new type of investment as a driver of change in the management of companies and the society. Social and financial awareness worldwide and the different national legislations have led to various SRI practices. The aim of this work is building, from a historical perspective, the development of SRI in Europe and in Spain and of its main financial instrument, the Socially Responsible Investment Funds.

Keywords: Socially Responsible Investment and Sustainable, Corporate Social Responsibility, Historical perspective, Socially Responsible Mutual Funds.

1. Introducción

La literatura económica sobre el estudio de las decisiones financieras individuales muestra una mayor sensibilidad hacia motivaciones diferentes de las puramente no altruistas ([1], [2] y [3]) y, aunque los textos de economía nos dicen que el comportamiento humano es impulsado por la maximización del interés propio [4], muchas personas se “desvían” de este comportamiento egoísta. El altruismo forma parte de la biodiversidad observable de la especie humana y conviene tenerlo presente para no reducirlo todo a un solo factor [5]. El individuo racional u *homo economicus* existe, pero con el coste de ignorar las complejidades económicas del comportamiento y de la psicología humanas [6].

Los agentes económicos pueden rechazar o hacer simplificaciones (*edit*) de la información que tienen a su disposición debido a su capacidad limitada o bien pueden seleccionar aquella acorde con sus creencias personales, las cuales son subjetivas y varían de persona a persona y con el tiempo, dependiendo de sus características sociales, demográficas, económicas, cognitivas, sus propias experiencias, su tolerancia al riesgo, etc. A este nuevo enfoque se le conoce como Finanzas Conductuales o Psicología de las Finanzas (*Behavioral Finance*) [7], que trata de analizar cómo comportamientos de los agentes que difieren del modelo económico estándar —el comportamiento racional de los agentes les lleva a utilizar la información de manera que la toma de decisiones sea óptima— afectan a diferentes situaciones en finanzas. Esta teoría desafía la hipótesis de los mercados eficientes y considera el carácter psicológico de los agentes económicos como una variable esencial para el análisis de los modelos financieros; es decir, estudia la intersección entre la psicología y las finanzas, centrándose en aquellos comportamientos que pueden afectar las decisiones de inversión y, en consecuencia, a la valoración de los activos financieros.

Algunos autores también señalan que nuestras decisiones financieras son menos racionales y se rigen más por el subconsciente, las emociones, los sentimientos, los estados de ánimo. Es más, hay inversores que prefieren sacrificar ganancias materiales para castigar inversiones que consideran abusivas, revelando que no solo las emociones sino también la moral desempeña un papel importante en la toma de decisiones de inversión ([8] y [9]). Esta nueva disciplina, denominada Neuroeconomía, es la combinación de la Neurociencia, la Economía y la Psicología y estudia el proceso de elección y la conducta de los agentes económicos [10]. De este modo, empiezan a confluír dos escuelas, la Economía Conductual y la Neuroeconomía: las hipótesis de trabajo conductuales comienzan a tener sus fundamentos en las neurociencias y estas últimas utilizan los modelos psicológicos para probar el funcionamiento del cerebro ([5] y [11]).

Estas perspectivas proporcionan el marco para justificar y definir un nuevo concepto de inversión denominado Inversión Socialmente Responsable (ISR). El crecimiento de este tipo de inversión indica que las decisiones de inversión contemplan otros factores adicionales como los valores personales, además de los criterios clásicos de rentabilidad y riesgo. La visión tradicional del individuo racional es insuficiente para entender el comportamiento del inversor socialmente responsable que se aleja del objetivo de maximización de la riqueza final esperada [12]. En este sentido, Zsolnai [13] define a los agentes económicos como: “personas cuyo comportamiento está determinado por su psicología moral y por el coste que puede implicar el comportarse de una manera socialmente responsable”.

En sus orígenes la ISR aplicaba criterios negativos de preselección de los valores de la cartera de inversión, es decir, criterios de exclusión basados en valores morales —por ejemplo, la exclusión de la industria del alcohol, de la pornografía o del juego—. La evolución de este tipo de inversión condujo a la idea de descartar no solo determinadas actividades, sino, por el contrario, incluir empresas “modélicas”, es decir, aquellas que adoptan una serie de buenas prácticas, tanto en su gestión financiera como en temas sociales y/o medioambientales (Responsabilidad Social Corporativa).

El inversor socialmente responsable “desviará” sus inversiones hacia, o desde, las actividades realizadas por la empresa que pueden ser favorables —educación o salud— o desfavorables —armas, trabajo infantil o tabaco— para el bienestar social. Una explicación de este hecho es que no toda la

información que es importante para tomar una decisión en el ámbito de las inversiones se puede expresar en términos de rentabilidad y riesgo explícitos [14].

A esta demanda de valores en los que los inversores pueden ejercer su responsabilidad moral, responde la oferta —los intermediarios financieros— creando fondos especializados denominados Fondos de Inversión Socialmente Responsables (FISR) los cuales son uno de los principales instrumentos de la ISR. En España, este tipo de productos muestra un considerable retraso respecto a la mayoría de los países europeos, que afecta tanto a la demanda como a la oferta, es decir, la ISR es un sector marginal en el mercado financiero español en cuanto al volumen de capital invertido en fondos gestionados con criterios de responsabilidad social.

El objetivo de este trabajo, por tanto, es aportar información histórica del mercado español de la ISR, comparándola con los principales países europeos. Para ello se utiliza la metodología y las referencias cuantitativas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) y Fondos de Pensiones (INVERCO), así como los informes del European Social Investment Forum (EUROSIF) y de la Global Sustainable Investment Allianz (GSIA).

Este trabajo está estructurado como sigue. En el apartado 2 se introduce el concepto de ISR y su evolución histórica. En el apartado 3 se realiza una revisión del estado de la ISR en el mercado financiero español para analizar en la sección 4 los FISR, los diferentes tipos que existen, el modo de actuación de los mismos, su clasificación según su progreso y se realiza, además, un análisis cuantitativo de su evolución en Europa y en España. Finalmente, se presentan las conclusiones obtenidas.

2. La ISR: re–construyendo la historia

La ISR ha evolucionado a lo largo del tiempo desde un ámbito más restringido (religioso) a un público general [15]. Lo que caracteriza a este tipo de inversiones es que la selección de sus carteras es el resultado de una valoración de las empresas según criterios ASG aunando así los valores y preocupaciones sociales de los inversores con sus objetivos financieros.

Existen muchas formas de definir y describir lo que son las inversiones socialmente responsables ya que dependen de la manera en que estas se midan y evalúen [16]. La ISR es un concepto relativo, que no posee una definición única, sino que depende, entre otros, de la perspectiva de los actores implicados en la inversión, de su contexto social y de sus objetivos e intereses ([17] y [18]). No obstante, una definición de ISR general y ampliamente aceptada en los principales foros de debate es aquella que la considera como una filosofía de inversión que integra, en sus decisiones y en las prácticas de los empresarios, factores “extra-financieros” de tipo social, ético, medioambiental y de gobierno corporativo con las clásicas consideraciones sobre rentabilidad y riesgo [19]. Son inversiones que, como el resto, buscan obtener rentabilidad, pero no a cualquier precio; se trata de obtener valor con valores [20]. Tal y como se recoge en el *Libro Verde de la Comisión de las Comunidades Europeas* [21], “ser socialmente responsable no significa solamente cumplir plenamente las obligaciones jurídicas, sino también ir más allá de su cumplimiento invirtiendo más en el capital humano, el entorno y las relaciones con los interlocutores”. Esta actitud puede repercutir positivamente en un aumento de la productividad y la competitividad de las empresas y, en última instancia, algunos autores consideran que debería traducirse en un aumento de la rentabilidad financiera a largo plazo y un menor riesgo [22].

La ISR presenta características específicas vinculadas a las particularidades de los distintos mercados financieros y al marco jurídico y cultural de cada país. Esta diversidad hace difícil la comparación de la inversión en productos éticos por países ([23], [24] y [25]). Sin embargo, parece existir una tendencia general a sustituir el término ‘Inversión Ética’ por la denominación más global de ‘ISR’. El término ‘Inversión Ética’ utilizado en Reino Unido estaba asociado a la aplicación de criterios negativos que excluyen determinadas inversiones, mientras que la expresión ISR se centraba en aplicar criterios valorativos con el fin de seleccionar aquellas empresas con mejor comportamiento. En la actualidad, la denominación de ‘Inversión Ética’ ha quedado relegada a ciertas IIC basadas en criterios éticos muy restrictivos, mientras que los inversores y gestores de fondos hablan de ‘ISR’, ‘Inversión Socialmente Responsable y Sostenible’ o ‘Inversión Sostenible’. El concepto de ‘sostenibilidad financiera’ está

adquiriendo dimensiones importantes entre los gestores de fondos que consideran la adopción de políticas de RSE una garantía de sostenibilidad a largo plazo [26].

Los valores sociales de cada país influyen en la caracterización de la ISR, así, por ejemplo, en el caso de Europa, en los países nórdicos y sajones, incluyendo Holanda, priman los valores medioambientales y la ecología. Además, es propio de estos países el desarrollo de la filosofía que pone a la persona en el centro de la actividad económica y que valora especialmente la educación, la medicina y las terapias alternativas.

En cambio, los países anglosajones, principalmente Reino Unido, promueven el desarrollo comunitario, en particular de las zonas marginales y deprimidas, así como la creación de empleo. Por otro lado, apoyan a las organizaciones sociales para que alcancen la mayor presencia, influencia y activismo posibles en el continente europeo.

En los países del área mediterránea valores como la solidaridad, la acción y la inclusión social de los colectivos marginales son los más representativos. También hay que resaltar el papel y poder de la Iglesia Católica y los valores que representa como elemento aglutinador en esta zona.

Por último, países como Francia, Bélgica y Austria, que se encuentran entre las zonas mediterránea y nórdica, conjugan los valores de ambas zonas y, además, cuentan con características propias como son la concienciación en derechos laborales y la fuerte presencia de los sindicatos.

En claro, la ISR está considerada uno de los tipos de inversión más dinámicos e innovadores de la industria de los fondos de inversión, aunque en España todavía es joven y no ha alcanzado los niveles de desarrollo de otros países europeos.

Las consideraciones sociales y éticas en los mercados financieros tienen una larga tradición que sitúa su origen en raíces religiosas. En la época medieval, el cristianismo impuso restricciones financieras basadas en el Antiguo Testamento. La Iglesia Católica prohibió la usura ya en el siglo XII. La ley judía recogía numerosos principios sobre la manera de invertir de acuerdo con la ética. A mediados del siglo XVII, la iglesia metodista ponía énfasis en que el empleo del dinero era una de las cuestiones más importantes en el Nuevo Testamento. Se animaba a los metodistas a evitar el comercio “pecaminoso” y la maximización de los beneficios. Así, la Sociedad de Amigos de los Cuáqueros se abstuvo de participar en el comercio militar y de esclavos. La Iglesia Metodista de Reino Unido abogó por una conducta ética corporativa.

En sus inicios, la ISR era considerada un alegato social y utilizada como una herramienta para influir en el comportamiento de las empresas. Los inversores ejercían sus derechos para rechazar la financiación de actividades que consideraban moralmente reprochables. No parecía tener sentido que los ahorros de una persona activamente pacifista o decididamente convencida de los dañinos efectos del tabaco, pudieran encontrarse invertidos en acciones de empresas relacionadas con el ejército o con empresas tabaqueras.

Los antecedentes históricos de la moderna ISR se remontan a principios del siglo XX en EE.UU. y surge asociada a entidades religiosas [27]. Las comunidades religiosas fueron las primeras en preocuparse de la coherencia entre sus principios y su comportamiento financiero. Así los anabaptistas y los cuáqueros evitaban invertir en las industrias del alcohol y el tabaco. Creían que no era ético lucrarse con actividades que dañaban el tejido moral de la sociedad, las llamadas “acciones de pecado”. En 1928, destacó en la comunidad financiera el Pioneer Fund de Boston que basaba sus decisiones de inversión en la exclusión de determinadas empresas (alcohol, juego, tabaco y pornografía) de acuerdo con sus principios morales y éticos. Se imponen así los primeros criterios sociales negativos o excluyentes en las decisiones de inversión (*screening*).

Hasta finales de los años 60, la ISR no alcanza su pleno desarrollo, ligada a preocupaciones de responsabilidad social frente a las carencias sociales, ambientales y políticas y las crisis humanitarias [28]. En la etapa posterior a la Segunda Guerra Mundial, las primeras consideraciones sociales desde el punto de vista financiero surgieron a raíz de las políticas gubernamentales que fomentaron la responsabilidad social en los consejos de administración de las empresas [22].

Era la época de la guerra del Vietnam [29] y de una carrera armamentística descontrolada, de grandes daños medioambientales sin que existiera legislación protectora (el río Cuyahoga, en Cleveland, estaba

tan contaminado que se incendió); de la aparición de los movimientos pioneros contra la desigualdad racial con marchas de protesta sobre Washington [30]. Numerosas universidades estadounidenses se manifiestan en contra de la guerra y promueven las desinversiones en las empresas que producen armas, electrónica militar, etc. La gran sensibilización de la opinión pública estadounidense desencadenada por la participación en la guerra de Vietnam (1959-1975) propicia cambios en la actitud de los inversores y un ejemplo es la creación, por iniciativa de los metodistas, del Pax World Fund (1971) y del Dreyfus Third Century Fund (1972).

En los años 80 (Resolución de la Asamblea General de la ONU A/RES/35/28 de 11 de noviembre de 1980), debido en gran parte a las protestas contra la política de Apartheid practicada por el gobierno de Sudáfrica ([29] y [31]), el concepto de ISR comienza a atraer a un grupo más numeroso de inversores americanos.

En Europa, por otra parte, el primer fondo de inversión ético es el Ansvar Aktiefond Sverige creado por la iglesia sueca en 1965. En Reino Unido, inicialmente, el énfasis recae en las preocupaciones sociales propias de la sociedad victoriana sobre condiciones laborales justas y, en consecuencia, en el desarrollo local y del empleo, adquiriendo, posteriormente, mayor importancia los criterios medioambientales. En 1984 una compañía de seguros (Friends Provident), fundada por dos cuáqueros en 1832, lanza el Stewardship Fund, un fondo con criterios de responsabilidad social. Los desastres ecológicos de Bhopal (India, 1984), Chernobyl (Ucrania, 1986) y Exxon Valdez (Alaska, 1989), así como la cantidad de nueva información sobre el calentamiento global y la destrucción de la capa de ozono hacen que los temas medioambientales se conviertan en prioritarios para los inversores de Reino Unido con preocupaciones sociales [32]. En 1988 es lanzado el Jupiter Merlin Ecology Fund, fondo pionero entre los denominados verdes que se crean a finales de los años 80 basados en principios de sostenibilidad medioambiental.

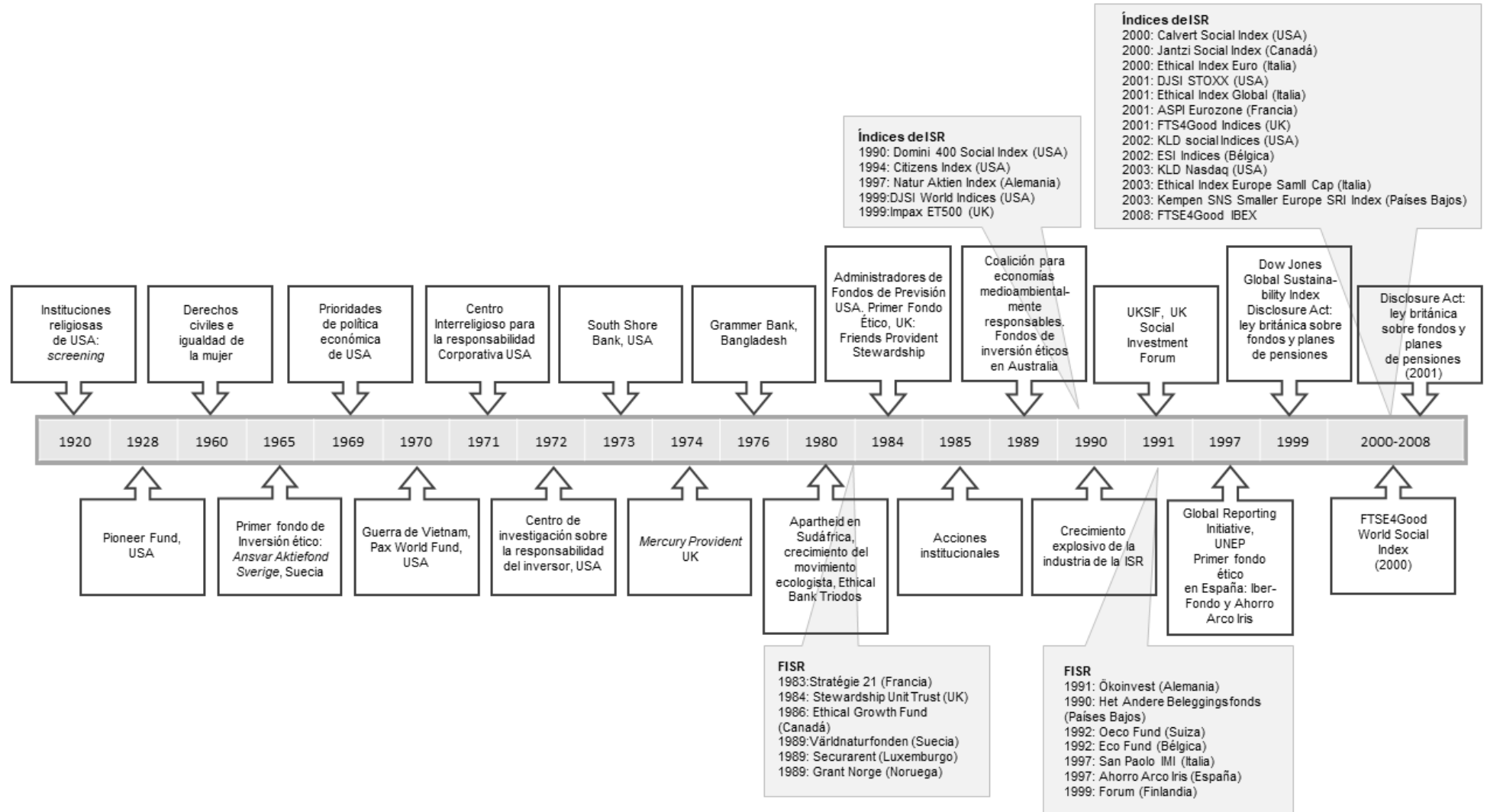
Los precedentes en Holanda se remontan a los años sesenta y se materializan en la fundación de entidades bancarias: el ASN Bank en 1960 y el Triodos Bank en 1980, ambos orientados hacia los productos de ahorro socialmente responsable. En los Países Bajos, en 1990, ABF (Andere Beleggingsfonds) crea, a iniciativa de grupos religiosos y de organizaciones ecologistas, el primer FISR, el Het Andere Beleggingsfonds.

En Suiza, la alta concienciación medioambiental y asociativa de los ciudadanos lleva a que surjan dos bancos éticos: Freie Geminshafsbank BCL y ABS (Alternative Bank Schweiz). El primero se constituye en 1984 como banco cooperativo, su objetivo es la promoción responsable de proyectos no lucrativos sostenibles, ya sean ecológicos, sociales o pedagógicos. El segundo, creado en 1990, concibe su actividad como una alternativa a la lógica económica dominante y su política está basada en la innovación y la responsabilidad. En su ideario ético aparecen criterios que son regularmente objeto de un examen crítico y de adaptación; conceden créditos a proyectos ecológicos, sociales y culturales.

En 1974 se funda en Alemania el GLS Gemeinschaftsbank AG, considerado el primer banco ético-ecológico en Alemania, que se fusiona en 2003 con el Ökobank, y financia actualmente 3.300 proyectos sociales, ecológicos o culturales. La mayor parte de los créditos concedidos se destinan a vivienda (18,7%), a proyectos sociales y educativos (13,6%), a energías renovables (12,4%) y a educación libre y alternativa (11,8%). A finales de la década de los ochenta se crea en este país el primer Fondo Ético o FISR: BfG Ökorent (1989) de orientación claramente medioambiental. En el ámbito germano, es de destacar también el importante papel desempeñado por las instituciones religiosas como principales demandantes institucionales de ISR.

En 1991 surge la primera agencia de gestión de activos en Austria, TOKOS, junto con la primera revista dirigida al inversor socialmente responsable y principalmente ecológico: *Öko-Invest*.

Figura 1. Evolución histórica de la ISR



En Francia, puede considerarse el Comité Catholique contre la Faim et pour le Développement (CCFD) como el precursor más claro de la ISR. Nacido a principios de los ochenta con el apoyo del Crédit Coopératif, su vocación es la de financiar con parte de sus fondos proyectos empresariales en países en desarrollo. En esta misma época surge el primer Fondo Ético destinado inicialmente a revalorizar las pensiones de los religiosos de las congregaciones, el Nouvelle Strategie Fund, creado en 1983 por la religiosa católica Nicole Reille, donde los sindicatos desempeñan un papel muy activo. El fondo tiene como principales fines el fomento del empleo y la lucha contra la exclusión social.

En España, el primer Fondo Ético, Iberfondo 2000, se constituye en diciembre de 1994, y en octubre de 1997 el Iberfondo 2020 Internacional, dirigidos tanto a inversores individuales como institucionales. Dichos fondos exigían que sus inversiones fuesen respetuosas con los principios de la moral católica. En 1997 también se crea el Ahorro Arco Iris, FIM, que orienta su política de inversión hacia empresas y tecnología que respetan el medio ambiente. Sin embargo, no es hasta mediados de 1999, cuando se crean en España un mayor número de este tipo de fondos, quizás porque hasta entonces, la demanda de los inversores había sido limitada, pero también porque su regulación no se introdujo hasta dicho año (Circular de la Comisión Ética de INVERCO del 15 de noviembre de 1999, aprobada por la CNMV en diciembre de 1999).

La Figura 1 representa esquemáticamente las raíces históricas y los acontecimientos más importantes que marcaron la evolución histórica de la ISR en EE.UU. y en Europa. Si bien la ISR es una tendencia mundial que afecta sobre todo a los países con mercados de capitales más activos, su nivel de desarrollo difiere sustancialmente en cada uno de ellos. Además, se ha de tener en cuenta que los incentivos y los obstáculos a los que se enfrenta la ISR varían en cada país en función de factores históricos, culturales, socioeconómicos y normativos [33].

3. El mercado de la ISR

En el año 2018, GSIA [34] realiza un análisis de la evolución internacional y estima que el mercado global para la ISR representaba para ese año alrededor de 27,05 miles de millones de euros, presentando Europa (46%) el mayor porcentaje de este tipo de inversiones a nivel mundial, seguida por EE.UU. (39%). Sin embargo, este porcentaje ha descendido desde 2016 en un 15%. Japón ha experimentado el crecimiento acumulado más rápido desde 2014 (233%) debido a la información proporcionada sobre nuevos propietarios de este tipo de activos. EUROSIIF [35] muestra que la gestión de fondos europeos ISR ha aumentado desde 2017 debido a la mejora en las estrategias de inversión, sobre todo aquellas relacionadas con los objetivos de desarrollo sostenible. Otra tendencia que se resalta en el informe es el crecimiento del mercado *retail* que pasa del 3,4% en 2014 al 30% en 2018.

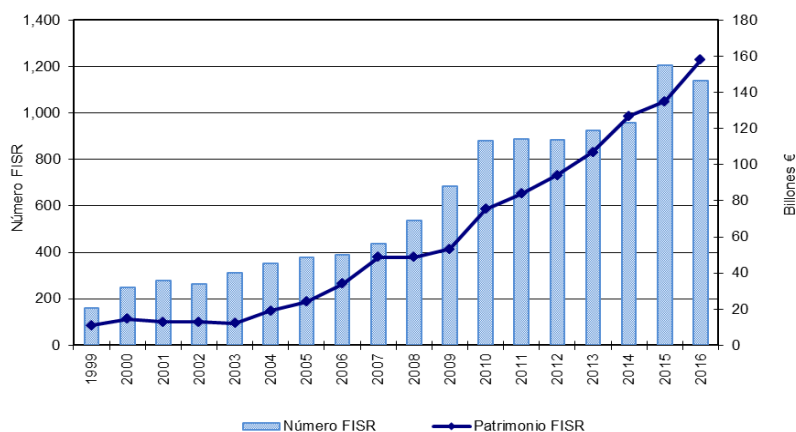
La ISR está, por tanto, muy presente en Europa, pero de forma desigual. Hay países con gran tradición en este tipo de inversiones como Reino Unido, Holanda, Bélgica, Noruega o Italia. Destaca el crecimiento del mercado ISR francés que muestra ser bastante resistente a la crisis financiera. Según el informe *European SRI Study 2016* [36], este aumento es debido, principalmente, a la contribución de las compañías de seguros, que ofrecen al cliente productos de ahorro atractivos, competitivos que se benefician de incentivos fiscales.

En España, la ISR presenta dos aspectos diferenciales con respecto a la mayor parte de países europeos. El primero es que mientras en casi toda Europa existe una clara relación entre el surgimiento y desarrollo de las inversiones socialmente responsables y las principales preocupaciones sociales —Alemania y el medio ambiente, Francia y los aspectos sociales o Italia y la influencia de la Iglesia Católica—, en España es difícil encontrar una línea de inquietud o conciencia social común que pueda explicar el surgimiento de la ISR. El segundo, es el retraso en la aparición de este tipo de inversiones.

En el caso de Europa, según el informe *Green, social and ethical funds in Europe. 2016 Release* [37], el número de FISR domiciliados en junio de 2016 fue de 1.138, un 5% menos respecto al año 2015. A pesar de esta reducción, el volumen del patrimonio invertido en FISR ha aumentado un 16% pasando a ser de 158 billones de euros, lo que no muestra el momento histórico que está viviendo el mundo financiero (véase figura 2). Este resultado concuerda con el hecho de que la ISR es un concepto dinámico

cuya evolución a lo largo del tiempo no es meramente semántica sino que es un reflejo del cambio de mentalidad asociado a las noticias sobre el medioambiente y la situación social a las que se enfrenta nuestra sociedad, a los escándalos empresariales recientes y al cada vez mayor convencimiento de que esta concienciación tiene un impacto en los resultados de las inversiones.

Figura 2. Evolución del número y el patrimonio invertido en FISR en Europa



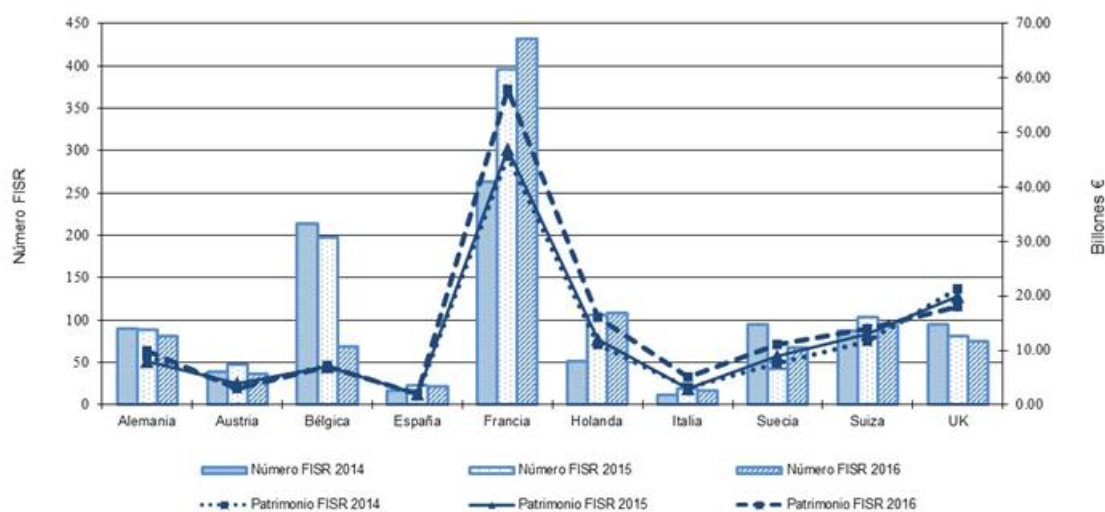
Fuente: elaboración propia a partir del informe *Green, social and ethical funds in Europe. 2016 Release* [37].

La figura 3 representa la evolución del número de FISR en Europa así como el capital invertido en este tipo de productos. Se observa que solo cuatro países (Francia, Reino Unido, Suiza y Holanda) acumulan más del 65% del total de patrimonio invertido en Europa. Por países, en el año 2016, disminuye por segundo año consecutivo el número de fondos domiciliados en Reino Unido. Bélgica merece una atención especial porque a pesar de la gran disminución del número de fondos, el patrimonio total gestionado se mantuvo estable. Este hecho puede deberse a las ventajas fiscales que ofrecen y a la variedad de productos existentes. Italia ha sufrido una disminución en el patrimonio debido, entre otras causas, al tratamiento fiscal que ofrece pocas ventajas, a la competencia de otros productos y a la escasa educación financiera de los inversores italianos [36]. Cabe destacar el significativo aumento de Francia, que pasa a ocupar el primer puesto del *ranking* con 58 billones de euros frente a los 18 de Reino Unido. En este último país, aunque se produce un fuerte crecimiento cualitativo de la ISR, los datos cuantitativos indican una disminución en el capital invertido debido al cambio en las definiciones o criterios que reclasifican algunos fondos como no socialmente responsables.

A continuación, se presentan varios factores críticos que inciden en el desarrollo de la ISR en nuestro país desde una perspectiva individual y que ponen de manifiesto la existencia de un círculo vicioso que obstaculiza el desarrollo de esta: la falta de conocimiento limita la demanda y la falta de demanda limita la oferta [38].

Por el lado de la demanda, el primer factor es la falta de cultura financiera del inversor, es decir, está poco acostumbrado a exigir información sobre el uso que se da a su dinero o a solicitar productos financieros innovadores. Son, por tanto, los gestores de fondos los que marcan la oferta; el segundo es la confusión sobre el concepto de la ISR. EUROSIF [39] advierte que, en nuestro país, no se distingue claramente entre “responsabilidad” y “solidaridad”. Muchos fondos que se llaman a sí mismos “socialmente responsables” son en realidad “solidarios”, ya que únicamente donan dinero a ONGs y fundaciones y no realizan ningún filtrado de las empresas en las que invierten; el tercero es la falta de conocimiento sobre la oferta de ISR y las percepciones erróneas sobre la menor rentabilidad de la inversión si se aplican criterios de inversión socialmente responsables. Numerosos estudios empíricos realizados en EE.UU. y en Europa concluyen que no hay diferencias significativas entre el rendimiento de la ISR y las inversiones convencionales [15].

Figura 3. Evolución del número y patrimonio invertido en FISR por países



Fuente: elaboración propia a partir del informe *Green, social and ethical funds in Europe. 2016 Release* [36]

Por el lado de la oferta, las instituciones gestoras de fondos deben favorecer la mejora en la gestión de los productos de ISR exigiendo estándares de calidad y transparencia en su gestión e incrementar el esfuerzo de comunicación para aumentar la notoriedad acerca de este tipo de productos.

Otros factores pueden ser, por un lado, la ausencia de un marco regulador que impulse la ISR. La falta de información y de incentivos se ha visto acrecentada por la ausencia de un marco normativo y de políticas públicas de fomento que clarifiquen el concepto e incentiven la ISR, a diferencia de lo sucedido en otros países como Reino Unido, Alemania o Australia y, por otro, la ausencia de iniciativas colectivas (entorno facilitador) en la que participen todos los actores implicados: inversores, gestores, entidades financieras, administraciones, similar a los Foros que han impulsado la ISR en otros países (*Social Investment Forum*, EURO-SIF, etc.). En este sentido, el 22 de mayo de 2008 se constituye el foro SpainSIF con el objetivo de ser plataforma de la ISR en España.

En resumen, es preciso abordar las debilidades mencionadas (oferta, demanda, regulación y formación e información) a través de un esfuerzo concertado que deberá surgir de la iniciativa privada (gestores, inversores, organizaciones sociales y académicas, entre otros), pero que requiere del apoyo del sector público a través de una política de incentivos y de información pública.

En la siguiente sección abordaremos una revisión de los distintos tipos de FISR vinculados a las distintas definiciones de ISR.

4. Los Fondos de Inversión Socialmente Responsables

En las últimas décadas, la Responsabilidad Social Empresarial (RSE) se ha convertido en un tema prioritario a nivel mundial, dada la concienciación de la sociedad sobre el gran impacto ya no solo económico, sino también social y medioambiental, que tienen las actividades empresariales.

Para las empresas, incorporar la RSE a su gestión no es solo una cuestión de oportunidad social, sino también de oportunidad económica [40]. Mediante la realización de prácticas de RSE las empresas pueden conseguir credibilidad y acumular otros activos intangibles que permiten crear valor financiero y/o social ([41], [42] y [43]). En este sentido, los ahorradores juegan un papel clave. Son ellos, con sus decisiones de inversión, los que deben premiar o castigar a las empresas por sus comportamientos en determinados aspectos económicos, legales, sociales y medioambientales [44]. Prueba de esto es el

desarrollo que ha experimentado en los últimos años esta filosofía de inversión que se ha materializado en una variedad de productos financieros entre los que destacan los FISR.

A partir de la definición de ISR, es posible definir distintos tipos de ISR que dependen del grado de compromiso del inversor [45]: en función del intermediario financiero (productos éticos comercializados por la banca convencional, por la banca ética y las ONGs); en función del beneficiario —proyectos de cooperación en el tercer mundo, de reinserción social en el primer mundo, y aquellos que invierten en empresas y organizaciones socialmente responsables aplicando un filtro de selección que va más allá de los criterios estrictamente financieros— y, por último, en función del producto. En este caso es posible invertir en una gran variedad de productos que se pueden agrupar en dos categorías, la Inversión Social Directa y la Inversión Social Delegada.

La Inversión Social Directa, también conocida como Inversión en la Comunidad (*community investing*) o “inversión basada en las causas” (*cause-related investment*) que consiste en apoyar una determinada causa o actividad a través de las inversiones buscando una rentabilidad financiera, pero sobre todo una rentabilidad social. La preocupación por la ayuda al desarrollo y a aquellos individuos, comunidades y empresas que no tienen acceso a capital, crédito y productos financieros en el mercado tradicional [46], ha llevado a la financiación de pequeños proyectos y microempresas (microcrédito) que, bien por las escasas garantías que ofrecían o por el coste de gestión que supone trabajar con ellas, no han interesado a las entidades financieras convencionales.

La Inversión Social Delegada o FISR, se trata de un conjunto de instrumentos que canalizan los flujos financieros a través de los mercados convencionales participando en el capital social de aquellas empresas que han optado por tener un comportamiento que contribuye al desarrollo sostenible de la sociedad y del entorno. Este tipo de inversión está representada en su mayor parte por fondos que incluyen o excluyen valores de las carteras de inversión basándose en criterios éticos, sociales y/o medioambientales (*ethical screening*). Esta metodología se denomina “estrategia pasiva” y distingue dos tipos de criterios: los criterios negativos, excluyentes o de evitación (*screening* negativo, enfoque “nunca si...”) y los criterios positivos, valorativos o de apoyo (*screening* positivo, enfoque “si y solo si...”). Los primeros son aquellos mediante los cuales se evitan inversiones en ciertas empresas, sectores económicos o incluso países, por cuestiones sociales, medioambientales, éticas (*triple bottom line*) o de gobierno corporativo. El *screening* normativo (*norms-based approach*) es un tipo de *screening* negativo que controla si la empresa respeta los principios de las Convenciones a las que se adhiere, tales como, el Programa de las Naciones Unidas, los Objetivos del Milenio, Convenciones de la OIT y/o directrices de la OCDE para empresas multinacionales; y los segundos, los criterios positivos, consisten en seleccionar un conjunto de empresas que destacan por su mejor funcionamiento, dados unos criterios sociales, éticos, medioambientales o de gobierno corporativo. Las inversiones en empresas con este comportamiento son consideradas como opciones de inversión más atractivas.

La más popular de las formas de *screening* positivo es la llamada *best-in-class* (el mejor en su sector) que consiste en analizar, teniendo en cuenta criterios de responsabilidad social, las principales empresas por sector seleccionando para la inversión las mejores de cada grupo. Otro enfoque de selección es el *screening* pionero que examina las empresas de cada sector en busca de aquellas que mejor comportamiento han tenido en relación a criterios específicos como la gestión de recursos naturales, la disminución de la utilización de petróleo. Normalmente los criterios positivos son ponderativos, ya que sirven para evaluar puntos fuertes o debilidades de actuación de las empresas, pero que no tienen por sí mismos peso suficiente para excluir o incluir una empresa del universo de valores aptos para la inversión, por lo que se denominan también criterios valorativos [47]. En las cuestiones de gobierno corporativo se utiliza la “estrategia activa o colaborativa” que consiste en el diálogo con el equipo directivo de las empresas con el fin de impulsar o adoptar políticas de responsabilidad social (*engagement*) que modifiquen el comportamiento de las mismas; en informar públicamente a los accionistas sobre la venta de acciones de algunos inversores que no están de acuerdo con las políticas de la empresa (*divestment*) y en las técnicas de voto accionarial que incluyen el activismo de los accionistas^a (*shareholder advocacy*) o

^a USSIF [48] describe el activismo accionarial, como las actuaciones que se ejercen a través del diálogo con las empresas, con sus equipos directivos, ejerciendo el derecho al voto fiduciario y la participación en las asambleas de accionistas [49].

activism). Se proponen políticas o resoluciones empresariales de acuerdo a los principios de responsabilidad social para que sean votadas por los accionistas en las asambleas (*proxy voting* o *shareholder resolutions*).

Por tanto, la Inversión Social Directa, también llamada inversión en la comunidad, requiere un mayor compromiso del inversor que la Inversión Social Delegada (FISR), y permite canalizar ahorro hacia proyectos o empresas que contribuyen al desarrollo en países pobres, así como organizaciones o sectores excluidos del crédito y la financiación dentro de los países desarrollados.

Es importante destacar que los FISR pueden aplicar varios tipos de filtrado simultáneamente. Tanto para los criterios excluyentes como para los valorativos, existe la posibilidad de establecer graduaciones, es decir, delimitar niveles a partir de los cuales se satisfagan o incumplan los criterios de selección [48].

Los Fondos de Inversión son IIC que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos [50].

En teoría, debería ser posible definir un FISR de forma objetiva tanto desde la perspectiva de los criterios financieros como de las consideraciones de responsabilidad social que utiliza en el filtrado de sus inversiones. En la práctica esto es bastante difícil porque no existen unos criterios mínimos a nivel mundial para que un fondo pueda ser catalogado como ético o socialmente responsable. Esto es una consecuencia del problema de delimitación del concepto de ISR. De este modo, los FISR se auto-identifican o se describen así mismos como tales [51].

En la literatura especializada, un fondo con responsabilidad social es una IIC que introduce, explícitamente, criterios de preselección en las actuaciones empresariales a partir de valores de responsabilidad social, para contribuir a mejorar las condiciones de vida de la sociedad y el desarrollo sostenible. Basan la preselección de la estructura de su cartera tanto en información pública como en el seguimiento y análisis de las empresas por parte de una comisión ética constituida por expertos independientes [52].

Lo único que diferencia a los FISR de los fondos convencionales es que las empresas u organizaciones en las que invierten cumplen una serie de criterios que les permiten ser catalogadas como socialmente responsables, es decir, que ofrecen al inversor la opción de evitar o apoyar ciertas actividades económicas. Este tipo de fondos garantiza el “uso justo y moral del dinero del inversor” [53].

En función de su evolución histórica, del área geográfica y de las características de los mismos, se distinguen cuatro tipos de FISR [54] y cada uno se caracteriza por utilizar una combinación distinta de *screenings*:

- Fondos de primera generación (*ethical funds*): solo tienen en cuenta criterios negativos o excluyentes a la hora de seleccionar las inversiones. Tradicionalmente estos criterios fueron utilizados por grupos religiosos. Por ejemplo, la industria tabaquera, el alcohol, el armamento o la pornografía,
- Fondos de segunda generación (*sustainable fund*): incorporan, además de los criterios negativos, criterios positivos. Premian las buenas prácticas de las empresas modélicas en temas medioambientales y sociales y valoran la buena gestión de las mismas empresas en conexión con la RSE,
- Fondos de tercera generación: los criterios de selección positivos han sido más exigentes y se han centrado en la selección de las empresas que han reaccionado frente a las demandas sociales y que han adoptado políticas de RSE. La diferencia entre la segunda y la tercera generación es solo de grado,
- Fondos de cuarta generación: a los de tercera generación se les añade una nueva dimensión que incluye la evaluación, transparencia y procesos de rendición de cuentas (*accountability*) por parte de las empresas donde invierten. Persiguen la mayor confianza de los inversores ofreciéndoles la máxima garantía mediante el establecimiento de controles externos o independientes que validen la información suministrada por las empresas y entidades gestoras (activismo accionario).

En los últimos años la presencia de los FISR en los mercados se ha ido incrementando a medida que ha aumentado el número de personas que buscan inversiones que ofrezcan un buen rendimiento financiero, así como un buen comportamiento para la sociedad.

En España la ISR todavía no ha logrado el mismo nivel de aceptación y desarrollo que en otros países como Reino Unido, Francia, EE.UU., Canadá o Australia. Como se ha mencionado previamente, la razón para explicar el poco éxito de los productos de ISR en España es la escasa información sobre este tipo de inversiones. Es necesario que los inversores españoles conozcan las características de los FISR domiciliados y gestionados en España y sean conscientes de que es posible construir carteras de inversión económicamente rentables coherentes con sus principios éticos.

El análisis de la evolución histórica de los FISR domiciliados y gestionados en España se realiza en dos partes. En la primera, se ha construido una base de datos que recoge solamente los Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM) catalogados como socialmente responsables de acuerdo con la Circular de INVERCO y cuya tipología figura en los folletos de los mismos publicados por la CNMV. En la segunda, se recopila la historia de estos FISR reconstruida a partir de los hechos relevantes publicados en la CNMV y de las estadísticas sobre fondos de inversión de INVERCO (véanse tablas 1 y 2).

En cuanto al volumen de patrimonio del conjunto de IIC socialmente responsables, se detecta un importante incremento en el año 2003, que se debe a la aportación del fondo BBVA Extra 5 II Garantizado, FIM. Esta IIC cuenta con un patrimonio muy superior al del resto de las IIC socialmente responsables, quizás debido a que es una IIC garantizada, es decir, es un fondo de inversión que asegura que, como mínimo, en una determinada fecha futura, se conservará el total o un porcentaje de la inversión inicial. No tiene una política explícita de ISR, sino que utiliza la preselección de los valores a partir de uno de los índices financieros socialmente responsables, el FTSE4Good. Este fondo preselecciona las veinticinco empresas de mayor peso del índice. En 2010 se produce la desaparición de este fondo como FISR. Como consecuencia del vencimiento de la garantía, el fondo BBVA Extra 5 II Garantizado cambia la vocación inversora con la consiguiente adaptación de su política de inversión. En la actualidad, este fondo denominado BBVA Solidez V FI, es un fondo garantizado de renta fija que no verifica criterios de responsabilidad social.

A partir de 2007 la situación es diferente. Se registra un significativo descenso del volumen de patrimonio de las IIC socialmente responsables domiciliadas y gestionadas en España: se ha pasado de 1.068.551 miles de euros en 2007 a 190.624 miles de euros en 2011, una reducción del patrimonio invertido del 82%. Este descenso se debe, en parte, a la desaparición del ya mencionado BBVA Extra 5 II Garantizado FI, que había sido incluido en los datos agregados del patrimonio del mercado *retail* ISR. Otra de las razones que explican esta disminución del volumen de patrimonio es el impacto de la crisis financiera iniciada en 2007 en EE.UU. y que continúa afectando de forma negativa a la industria de los fondos de inversión (véase tabla 2).

En 2009 se registran veinticuatro FIM calificados como socialmente responsables y/o éticos. Se crea el fondo ES Ético y Solidario FI, cuya política de inversión se basa en seleccionar empresas que contribuyen a la promoción del desarrollo local o comunitario en países en vías de desarrollo, que incorporen prácticas de buen gobierno o que destaquen en la integración laboral y social de los discapacitados, etc. A mediados de 2010 se actualiza el folleto explicativo de este fondo al objeto de modificar su política de inversión denominándose ES Global Solidario FI. A mediados de 2009, el fondo Caja Ingenieros Mundial ISR FI se fusiona con el Fonengin FI, dando lugar al Fonengin ISR FI, caracterizado porque sus valores de inversión deben estar integrados en el índice de referencia FTSE4Good Global 100 Index. En este año, los fondos CAM Fondo Solidaridad FI y Privado Inversión Socialmente Responsable FI dejan de ser comercializados como FISR. Además, el fondo Foncaixa Cooperación Socialmente Responsable FI cambia su denominación y pasa a denominarse Foncaixa Cooperación Socialmente Responsable Europa FI. En octubre de 2010 es absorbido por Foncaixa Privado Fondo Activo Ético FI que, en febrero de 2011 cambia su denominación a Microbank Fondo Ético FI. De la misma manera, el fondo Santander Dividendo Solidario FI también cambia su denominación a Santander Solidario Dividendo Europa FI.

A finales de 2010, el patrimonio total de las IIC mobiliaria domiciliadas y gestionadas en España ascendía a 138.079.779 miles de euros, lo que supone un descenso aproximado de un 15% respecto a la misma fecha de 2009. El descenso porcentual del patrimonio invertido en FISR en 2010 respecto de 2009 es del 72,5%, el dato más negativo desde el inicio de la comercialización y gestión de estos fondos en

España. La cantidad de recursos gestionados a través de la ISR en España es anecdótica en comparación con el total de patrimonio invertido en los mercados financieros. El sector de la ISR en España no deja de ser un sector marginal, ya que el patrimonio de los FISR domiciliados y gestionados en España supone, a 31 de diciembre de 2010, el 0,2% del total del patrimonio de los FIM en España.

Se contabilizan dieciséis FISR a 31 de diciembre de 2016, lo que supone aproximadamente, un 0,7% del total del patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria (FIM). A pesar de la reducción en el número de FISR domiciliados y gestionados en España entre 2010 y 2016 (aproximadamente un 20%), el patrimonio invertido aumenta en 2014 en más de un 700% respecto de 2013, debido al aumento de capital invertido en fondos gestionados por el Grupo Financiero Santander: el Santander Responsabilidad Conservador, FIM, actualmente Santander Responsabilidad Solidario, FIM y el Inveractivo Confianza, FIM. Estos fondos gestionan aproximadamente el 91% del patrimonio invertido en FISR. Este resultado es esperado dado que el perfil del inversor español es conservador [54], con aversión al riesgo, lo que significa que invertirá en fondos conservadores y garantizados.

El patrimonio total de las IIC mobiliaria domiciliadas y gestionadas en España a 31 de diciembre de 2016 ascendía a 235.340.536 euros, lo que supone un aumento aproximado de un 7% respecto a la misma fecha de 2015. Sin embargo, la cantidad de recursos gestionados a través de la ISR en España para estas mismas fechas se ha reducido un 23%.

En la figura 4 se detecta un importante incremento del volumen de patrimonio del conjunto de IIC socialmente responsables en el año 2013, que se debe a la aportación del fondo Santander Responsabilidad Solidario, FI. Esta IIC cuenta con un patrimonio muy superior al del resto de las IIC socialmente responsables, quizás debido a que es una IIC que invierte como mínimo un 70% del patrimonio en renta fija tanto pública como privada de la zona euro, y como máximo un 30% en renta variable europea, es decir, es un fondo de inversión con un nivel de riesgo medio-bajo. Su política de ISR cumple con el Ideario Ético fijado por la Fundación Pablo VI. Este fondo capta tanto patrimonio en comparación con el resto de FISR que vemos en la tabla 2 debido en buena parte al gran volumen de clientes con el que cuenta, y además, es un banco internacional presente en muchos países que lidera el mercado financiero en España, siendo su volumen de beneficios (neto acumulado) casi el doble que el segundo banco español, el BBVA. Esto contribuye a que los gestores del banco Santander puedan ofrecer un mayor número de productos, incluidos fondos, en función de los objetivos que les vayan marcando los directivos. Por ejemplo, en un trimestre se puede exigir a cada gestor como objetivo comercial, que trate de captar una cantidad de capital X para invertir en uno o varios fondos de inversión. Estos gestores analizan los fondos y si encuentran un fondo que dé buena rentabilidad, que tenga un riesgo medio bajo y que además sea un fondo solidario como el Santander Solidario, lo pueden vender mejor y conseguir así el patrimonio deseado para dicho fondo, cosa que no pasaría de una forma tan sencilla en cualquier otra entidad que ofreciera otro fondo parecido pero que, por el contrario, tuviera más riesgo y el capital no estuviera garantizado ni la rentabilidad fuese tan elevada, como es el caso del fondo del Banco Sabadell, cuya rentabilidad acumulada (0,91) es menos de la mitad de la del fondo del Santander (2,30).

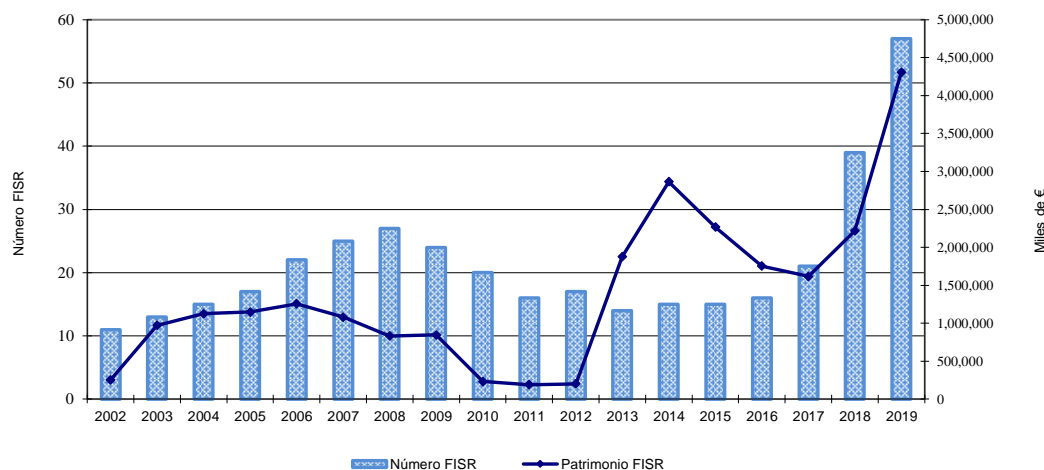
Los sectores en los que invierten los FISR que captan más patrimonio en España son el Santander Responsabilidad Solidario y el Inveractivo Confianza (gestionados por el Banco Santander), BBVA Bolsa desarrollo Sostenible, Sabadell Inversión Ética y Solidaria y Bankinter sostenibilidad.

En resumen, el patrimonio de cada fondo de inversión depende del volumen de clientes que tenga cada entidad gestora del fondo, además de los criterios básicos de rentabilidad, riesgo y liquidez y en nuestro caso, de responsabilidad. Las IIC estrictamente solidarias no se consideran ISR dado que, como se ha visto, no realizan preselección de la cartera a partir de criterios sociales, éticos y/o medioambientales.

Cabe destacar que tanto la oferta como el volumen de patrimonio invertido en FISR registrados en la CNMV han aumentado desde 2017. Este resultado concuerda con el publicado por EUROSIF [35] que

señala el aumento del mercado *retail*^b que en España era un mercado residual, estancado y afectado por la crisis financiera [56].

Figura 4. Evolución del número y patrimonio invertido en FISR domiciliados y gestionados en España. Período 2002-2019



Fuente: elaboración propia a partir de las estadísticas sobre Fondos de Inversión de INVERCO y de la CNMV.

5. Conclusiones

La responsabilidad social que se atribuye a las empresas parte del reconocimiento de su propia función social: crear y distribuir riqueza, colaborar en la integración social de los ciudadanos mediante la creación de puestos de trabajo, suministrar productos o servicios, aportar conocimiento y tecnología y contribuir a los recursos económicos de la Administración a través del pago de impuestos y cotizaciones. Si las empresas realizaran este conjunto de actividades en un entorno cerrado, podríamos entender el planteamiento de Friedman [57], ya que la toma de decisiones no afectaría a nadie fuera de ese entorno. Sin embargo, las empresas operan en la sociedad y su razón de ser es precisamente interactuar con otros agentes sociales, de modo que estos van a estar afectados por las decisiones que se tomen y el modo en que estas se realicen.

Así, igual que las personas físicas, una empresa adquiere responsabilidad sobre sus actos porque ha elegido estos y no otros posibles y es la sociedad quien legitima o desaprueba tal comportamiento. Nos estamos refiriendo a lo que se denominan externalidades, los efectos, en unos casos positivos y en otros negativos, que genera la actividad empresarial.

En este marco han aparecido los FISR en los mercados de valores. Esto supone un elemento diferenciador, un valor estratégico y un escaparate del comportamiento responsable de las empresas^c. Esta situación ha motivado el interés por el estudio de las inversiones que aplican criterios no financieros con el objeto de analizar si existe un cambio de la racionalidad en el inversor.

El principal problema que surge a la hora de analizar la ISR y, en concreto, los FISR, es la falta de consenso en la definición, ya que existe una gran variedad de criterios utilizados para delimitarlos que, en última instancia, dependen de la perspectiva del inversor.

^b La normativa europea lo define por exclusión como el que no puede ser considerado inversor profesional, por la menor magnitud de sus inversiones o por su menor experiencia y conocimientos de los mercados de valores.

^c Frente a los FISR existen otros radicalmente opuestos como el *Vice Fund* domiciliado en EE.UU. en el que los inversores invierten su capital en valores de empresas e industrias que operan en lo que se podría denominar el “sector del vicio” y que incluye empresas tabaqueras, casinos, servicios de entretenimiento para adultos, etc.

Tabla 1. Hechos históricos relevantes de los FISR domiciliados y gestionados en España a 31/12/2019 (miles euros)

FONDO	ISIN	Tipología del fondo (Circular INVERCO)	Vocación Inversora	Fecha constitución
AC RESPONSABLE 30, FI	ES0107387039	Socialmente Responsable	Renta Fija Mixta Internacional	01/07/1999. Anteriormente denominado Ahorro Corporación Bienestar, en 2005 modifica la política de inversión incorporando criterios de responsabilidad social. En 2008 absorbe El Monte Fondo Solidario FI
AHORRO CORPORACIÓN ARCO IRIS, FI	ES0107431035	Ecológico	Fondo Global	11/11/1997
ALCALÁ GESTIÓN FLEXIBLE SOSTENIBLE, FI	ES0158577009	Socialmente Responsable	Retorno Absoluto	06/04/2015. Anteriormente Alcalá Gestión Flexible, FI. El 08/07/2019 se modifica la política de inversión.
ALISIO CARTERA SOSTENIBLE ISR, FI	ES0180709000	Socialmente Responsable	Renta Variable Mixta Internacional	13/12/2017
BANKIA FUTURO SOSTENIBLE, FI	ES0113385001	Socialmente Responsable	Renta Variable Internacional Otros	27/04/2017. A partir de 2018 se divide en clase Interna y Cartera.
BANKIA MIXTO FUTURO SOSTENIBLE, FI	ES0114769005	Socialmente Responsable	Renta Fija Mixta Internacional	05/07/2019
BANKINTER GESTIÓN AMBIENTAL, FI	ES0125622037	Ecológico	Renta Variable Internacional Otros	24/02/2004. El 14/03/2007 se modifica la política de inversión del fondo BK Bonos Convertibles, FI. Baja el 25/05/2012.
BANKINTER SOSTENIBILIDAD	ES0115157036	Fondo Ético	Renta Variable Internacional Otros	06/11/2003. Bankinter Solidaridad hasta el 8/06/2012. El 29/06/2018 se divide en clase R y clase C.
BBK SOLIDARIA, FI	ES0114186036	Socialmente Responsable	Renta Fija Mixta Euro	03/06/2005. A partir de 2013 Kutxa Bank fondo solidario.
BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI	ES0125459034	Socialmente Responsable	Renta Variable Internacional Resto	02/09/1997. Anteriormente denominado BBVA Mid Cap internacional, FI. A partir de 2004 incorpora criterios de responsabilidad social. El 28/11/2016 pasa a ser BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible ISR, FI.
BBVA EXTRA 5 II GARANTIZADO, FI	ES0145928034	Socialmente Responsable	Garantizado Renta Variable	02/10/2003. El 22/01/2010 cambia la denominación y la política de inversión del fondo: BBVA SOLIDEZ V, FI y pasa a ser Garantizado de Rendimiento Fijo.
BBVA SOLIDARIDAD, FI	ES0114279039	Fondo Ético	Renta Fija Mixta Euro	21/07/1999. En 2018 se denomina BBVA Futuro Sostenible ISR. El 30/07/2019 se divide en Cartera y A.
BNP PARIBAS FONDO SOLIDARIDAD, FI	ES0145874030	Socialmente Responsable y Solidario	Renta Fija Mixta	01/12/1999. Baja el 6/07/2012.
CAIXA CATALUNYA EUROPA VALOR, FI	ES0115367031	Socialmente Responsable	Renta Variable Internacional Europa	15/11/1999. Anterior Caixa Catalunya Solidari, FI que durante 2004 cambia de denominación y tipología de inversión, para convertirse en una IIC socialmente responsable bajo Caixa Catalunya Europa Valor, FI. El 14/11/2008 es absorbido por Caixa Catalunya Borsa Europea, FI.

Continuación

FONDO	ISIN	Tipología del fondo (Circular INVERCO)	Vocación Inversora	Fecha constitución
CAJA INGENIEROS MUNDIAL ISR, FI	ES0115475032	Socialmente Responsable	Renta Variable Mixta Internacional	17/06/1997. El 19/09/2006 se modifica la política de inversión del fondo, incorporando criterios de responsabilidad social. En abril de 2009 se produce la fusión por absorción de este fondo por Fonengin, FI que en agosto de 2009 cambia su denominación por Fonengin ISR, FI cuya vocación inversora es ahora Renta Fija Mixta Internacional. El 22/12/2017 se divide en Fonengin ISR I, y A.
CAJA INGENIEROS ENVIRONMENT ISR, FI	ES0137435006	Fondo Ético	Renta Variable Mixta Internacional	23/01/2017. El 22/12/2017 se divide en Caja Ingenieros Environment ISR, I y A.
CAM FONDO ENERGÍAS RENOVABLES, FI	ES0115515035	Ecológico	Renta Variable Internacional Otros	27/02/2007. El 19/02/2009 es absorbido por el CAM Global, FI.
CAM FONDO SOLIDARIDAD, FI	ES0116015035	Socialmente Responsable y Solidario	Fondo Global	20/06/2005. Fusión por absorción el 27/11/2009 por CAM Mixto Renta Fija, FI.
COMPROMISO FONDO ETICO, FI	ES0121091039	Socialmente Responsable	Fondo Global	05/12/2005
CORPORATE GOVERNANCE SPAIN FUND, FI	ES0124234032	Socialmente Responsable	Renta Variable Nacional	30/09/2005. El 12/12/2008, fusión por absorción de Corporate Governance Spain fund, FI por Gaesco Patrimonialista, FI.
CREACIÓN DE CULTURA EN ESPAÑOL, FI	ES0124512031	Socialmente Responsable	Fondo Global	06/10/2003. Baja 08/08/2013
ES ETICO Y SOLIDARIO FI	ES0131422000	Socialmente Responsable, Solidario y Ecológico	Fondo Global	04/09/2009. El 15/07/2010 cambia su denominación a ESAF global solidario y en 2014 cambia a NB Global Solidario
FONCAIXA COOPERACIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE, FI	ES0138074036	Socialmente Responsable	Renta Variable Internacional Europa	06/09/2005. El 28/07/2008 se actualiza el folleto del fondo Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI, al objeto de recoger su nueva denominación, Foncaixa Cooperación Socialmente Responsable, FI y modificar su política de inversión). En noviembre de 2010 fusión de este fondo por el Fondo Foncaixa Privada Fondo Ético FI.
FONCAIXA COOPERACIÓN, FI	ES0138476033	Socialmente Responsable y Solidario	Renta Variable Mixta Internacional	19/03/1999. El 08/12/2007 se anuncia la fusión entre el fondo Foncaixa 133 Socialmente Responsable, FI (fondo absorbente) y el fondo de inversión Foncaixa Cooperación, FI (fondo absorbido).
FONCAIXA PRIVADA FONDO ACTIVO ÉTICO, FI	ES0138516036	Socialmente Responsable y Solidario	Renta Variable Mixta Internacional	25/03/1999. A finales de 2007 cambia la denominación de Morgan Stanley Fondo Activo Ético, FI o Fondo Ético. El 19 de noviembre de 2010 cambia su denominación a Microbank fondo ético. El 05/2019 se divide en Extra, Cartera y Estándar.
FON FINECO INVERSIÓN RESPONSABLE, FI	ES0165134000	Fondo Ético	Renta Fija Mixta Euro	20/02/2017
FONPENEDES ETIC I SOLIDARI, FI	ES0138631009	Socialmente Responsable y Solidario	Renta Variable Mixta Euro	28/11/2008. Absorbido por Sabadell Ético y Solidario 2.

Continuación

FONDO	ISIN	Tipología del fondo (Circular INVERCO)	Vocación Inversora	Fecha constitución
FTSE4GOOD IBEX ETF, FI	ES0139761003	Socialmente Responsable	Fondo Global según INVERCO (Renta Variable Nacional según CNMV)	31/07/2008. Baja el 26/07/2012.
GVC GAESCO SOSTENIBLE ISR FI/PT A	ES0164837009	Fondo Ético	Renta Variable Mixta Internacional	14/11/2014
GVC GAESCO SOSTENIBLE ISR FI/PT R	ES0164837017	Fondo Ético	Renta Variable Mixta Internacional	14/11/2014
I2 DESARROLLO SOSTENIBLE ISR FI/PT	ES0162864005	Fondo Ético	Renta Fija Mixta Internacional	09/09/2016
IBERCAJA SOSTENIBLE Y SOLIDARIO, FI	ES0102564038	Socialmente Responsable	Renta Fija Mixta Internacional	03/12/1999. Anteriormente Ibercaja Renta Internacional, FI. El 08/11/2018 cambia su política de inversión.
IBER FONDO 2000, FI	ES0147131033	Socialmente Responsable	Renta Fija Mixta	02/11/1994. El 15/12/2003 se solicita la autorización de la fusión de los fondos de inversión IberFondo 2000, FIM (fondo absorbente) e IberFondo 2020 Internacional, FIM (fondo absorbido).
IBER FONDO 2020 INTERNACIONAL, FI	ES0102561034	Socialmente Responsable	Renta Variable Mixta Internacional	17/09/0997
INVERACTIVO CONFIANZA, FI	ES0147131033	Socialmente Responsable	Fondo Global	02/11/1994. El 15/03/2004 el fondo absorbente IberFondo 2000, FIM cambia su denominación por la de Inveractivo. Confianza, FI)
MICROBANK FONDO ÉTICO GARANTIZADO, FI	ES0171732003	Fondo Ético	Garantizado Renta Variable	16/01/2012. El 21/10/2016 fusión de los Fondos, Microbank Fondo Ético Garantizado, FI con el Fondo CaixaBank Intereses 3, FI. Causó baja con fecha 21/10/2016.
NAO EUROPA SOSTENIBLE, FI	ES0165283005	Socialmente Responsable	Renta Variable Internacional Europa	25/07/2018
PRIVADO INVERSION SOCIALMENTE RESPONSABLE, FI	ES0170793006	Socialmente Responsable	Fondo Global	23/06/2008. El 2 de febrero de 2010 se encuentra en Baja/disolución o Liquidación.
RENTA 4 ECOFONDO, FI	ES0173318033	Socialmente Responsable y Solidario	Renta Variable Internacional Otros	14/04/1999. En 2004 Renta 4 Siglo XXI, FI para disolverse posteriormente.
RURAL GESTIÓN SOSTENIBLE I, FI	ES0174215006	Fondo Ético	Renta Fija Mixta Internacional	28/02/2018
RURAL GESTIÓN SOSTENIBLE II, FI	ES0156836001	Socialmente Responsable	Renta Variable Mixta Internacional	28/02/2018
SABADELL INVERSIÓN ETICO Y SOLIDARIO PLUS, FI	ES0182543035	Fondo Ético	Renta Fija Mixta Euro	09/12/2003. A partir del 15/09/2017 se divide en Base, Pyme, Premier, Empresa y Cartera.

Continuación

FONDO	ISIN	Tipología del fondo (Circular INVERCO)	Vocación Inversora	Fecha constitución
SANTANDER DIVIDENDO SOLIDARIO, FI	ES0114350038	Socialmente Responsable y Solidario	Renta Variable Internacional Europa	01/02/1999. En 2002 se fusionan las IIC BCH Solidaridad, IFM y Santander Solidario, FIM con la creación de Santander Central Hispano Solidaridad. Ahora Santander Solidario Dividendo Europa. Causó baja con fecha 20/09/2019.
SANTANDER RESPONSABILIDAD BOLSA, FI	ES0175182007	Socialmente Responsable y Solidario	Renta Variable Internacional Europa	22/05/2007. En marzo de 2009 absorbido por Santander Euroacciones, FI y en mayo de 2009 cambia su denominación por Santander Acciones Euro, FI.
SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI	ES0145821031	Socialmente Responsable y Solidario	Renta Fija Mixta Euro	03/06/2003. En mayo de 2007 el Santander Responsabilidad cambia de nombre a Santander Responsabilidad Conservador. En 2016 Santander Responsabilidad Solidario, FI. El 6/04/20018 se divide en Cartera y M.
SANTANDER SOSTENIBLE ACCIONES, FI	ES0113607008	Socialmente Responsable	Renta Variable Internacional Europa	15/05/2018. El 22/02/2019 se divide en I y C.
SANTANDER SOSTENIBLE BONOS, FI	ES0113608006	Socialmente Responsable	Renta Fija Euro largo plazo	12/06/2019
SANTANDER SOSTENIBLE 1, FI	ES0107782007	Socialmente Responsable	Renta Fija Mixta Internacional	20/12/2017. El 18/02/2019 se divide en I y C.
SANTANDER SOSTENIBLE 2, FI	ES0113606000	Socialmente Responsable	Renta Variable Mixta Internacional	20/12/2017. El 18/02/2019 se divide en I y C.
SOLIDARIO PRO UNICEF, FI	ES0138518032	Socialmente Responsable y Solidario	Renta Fija Mixta Internacional	07/05/1999. Baja en 17/03/2013.
TRESSIS CARTERA SOSTENIBLE ISR, FI	ES0180709026	Socialmente Responsable	Renta Variable Mixta Internacional	13/12/2017. Se divide en clase R, C e I. el 27/04/2018 pasa a ser Alisio Cartera Sostenible ISR, FI.
URQUIJO INVERSIÓN ÉTICA Y SOLIDARIA, FI	ES0182543035	Socialmente Responsable, Solidario y Ecológico	Fondo Global	09/12/2003. En 2012 pasa a ser Sabadell Inversión Ética y Solidaria.

Fuente: elaboración propia a partir de las estadísticas sobre Fondos de Inversión de INVERCO y de la CNMV.

Continuación

FONDO	ISIN	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
GVC GAESCO SOSTENIBLE ISR FI/PT A	ES0164837009													5,345	5,891	6,650	7,548	10,032	16,086
GVC GAESCO SOSTENIBLE ISR FI/PT R	ES0164837017													6,343	6,391	6,759	7,511	7,062	8,419
I2 DESARROLLO SOSTENIBLE ISR FI/PT	ES0162864005															1,738	2,866	2,046	3,315
IBERCAJA SOSTENIBLE Y SOLIDARIO, FI	ES0102564038																	18,328	133,529
IBER FONDO 2000, FI	ES0147131033	144,554	98,812																
IBER FONDO 2020 INTERNACIONAL, FI	ES0102561034	44,329	33,696																
INVERACTIVO CONFIANZA, FI	ES0147131033			106,981	102,530	94,656	82,106	59,225	56,308	53,189	49,937	38,902	52,391	150,091	158,530	125,845	106,726	86,561	77,431
MICROBANK FONDO ÉTICO, FI PT ESTAND	ES0138516036	9,359	8,761	10,078	14,978	15,925	16,095	8,879	5,868	3,590	4,296	4,716	9,720	23,474	45,165	39,229	59,059	63,833	65,794
MICROBANK FONDO ÉTICO, FI PT CART	ES0138516010																		3,278
MICROBANK FONDO ÉTICO, FI PT EXTRA	ES0138516002																		22,128
MICROBANK FONDO ÉTICO GARANTIZADO, FI	ES0171732003											27,583	29,505	27,886	27,534	8,386			
NAO EUROPA SOSTENIBLE, FI PT D	ES0165283005																	444	2,593
NAO EUROPA SOSTENIBLE, FI PT F	ES0165283013																	4,879	5,575
NAO EUROPA SOSTENIBLE, FI PT M	ES0165283021																		159
PRIVADO INVERSION SOCIALMENTE RESPONSABLE, FI	ES0170793006							286	315										
RENTA 4 ECOFONDO, FI	ES0173318033	1,260	3,249	1,010															
RURAL GESTIÓN SOSTENIBLE I, FI	ES0174215006																	7,282	230,115
RURAL GESTIÓN SOSTENIBLE II, FI PT ESTAN	ES0156836001																	4,075	21,783
RURAL GESTIÓN SOSTENIBLE II, FI PT CARTE	ES0156836019																		3,109
SABADELL INVERSIÓN ETICO Y SOLIDARIO PLUS, FI	ES0182543035											3,819	25,840	37,255	48,169	62,579	83,499	71,946	70,592
SABADELL INVERSIÓN ETICO Y SOLIDARIO BASE, FI	ES0182543001																8,262	9,033	15,013
SABADELL INVERSIÓN ETICO Y SOLIDARIO PYME, FI	ES0182543019																181	672	1,479
SABADELL INVERSIÓN ETICO Y SOLIDARIO CARTERA, FI	ES0182543050																4,230	1,553	2,426
SABADELL INVERSIÓN ETICO Y SOLIDARIO EMPRESA, FI	ES0182543043																993	4,956	5,623
SABADELL INVERSIÓN ETICO Y SOLIDARIO PREMIER, FI	ES0182543027																10,776	29,522	26,266
SANTANDER DIVIDENDO SOLIDARIO, FI	ES0114350038	8,681	7,499	5,995	21,555	63,182	54,297	15,047	12,714	11,289	9,149	8,999	14,763	22,517	34,951	27,262	25,675	21,347	
SANTANDER RESPONSABILIDAD BOLSA, FI	ES0175182007						3,120	579	422										
SANTANDER RESPONSABILIDAD SOLIDARIO, FI PT A	ES0145821031		23,224	28,039	42,708	42,016	35,893	15,721	30,343	25,873	17,476	16,965	105,547	2,447,031	1,654,805	1,188,270	947,932	726,281	621,698
SANTANDER RESPONSABILIDAD SOLIDARIO, FI PT M	ES0145821007																	2,806	12,670
SANTANDER RESPONSABILIDAD SOLIDARIO, FI PT CARTERA	ES0145821015																	3,605	4,261
SANTANDER SOSTENIBLE ACCIONES, FI PT A	ES0113607008																	121,194	151,390
SANTANDER SOSTENIBLE ACCIONES, FI PT C	ES0113607016																		55,510
SANTANDER SOSTENIBLE ACCIONES, FI PT	ES0113607024																		2,894
SANTANDER SOSTENIBLE 1 FI, PT A	ES0107782007																	424,843	678,875
SANTANDER SOSTENIBLE 1 FI, PT C	ES0107782015																		227,729
SANTANDER SOSTENIBLE 1 FI, PT I	ES0107782023																		19,787
SANTANDER SOSTENIBLE 2 FI, PT A	ES0113606000																	192,872	297,589

Continuación

FONDO	ISIN	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
SANTANDER SOSTENIBLE 2 FI, PT C	ES0113606018																		71,184
SANTANDER SOSTENIBLE 2 FI, PT I	ES0113606026																		3,775
SANTANDER SOSTENIBLE BONOS, FI PT A	ES0113608006																		26,775
SANTANDER SOSTENIBLE BONOS, FI PT CART	ES0113608014																		260
SOLIDARIO PRO UNICEF, FI	ES0138518032	8,034	6,116	4,915	4,098	3,947	4,468	2,611	2,427	2,244	1,697	816							
URQUIJO INVERSIÓN ÉTICA Y SOLIDARIA, FI	ES0182543035		467	10,184	15,235	83,665	25,238	4,311	8,171	5,072	5,119								
PATRIMONIO TOTAL FISR DOMICIL. ESP		250,192	971,339	1,119,830	1,136,875	1,227,240	1,054,909	803,400	818,234	204,374	168,100	177,302	326,863	2,864,421	2,266,104	1,753,367	1,617,322	2,216,105	4,306,763
PATRIMONIO TOTAL FIM NACIONALES		117,493,053	139,994,301	163,032,342	191,436,350	254,201,058	238,698,641	167,654,923	162,566,623	138,079,779	127,771,909	122,328,093	153,833,551	194,843,686	219,866,214	235,340,536	262,847,031	257,551,180	276,556,529
NÚMERO DE FISR DOMICIL. ESP		10	13	14	15	20	23	25	23	19	15	16	14	15	15	16	21	39	57
NÚMERO FIM DOMICIL. ESP		2,466	2,471	2,559	2,654	2,779	2,907	2,936	2,586	2,481	2,471	2,398	2,307	2,273	2,255	2,329	2,352	2,612	2,673
TASA CRECI. FISR			288.2	15.3	1.5	7.9	-14.0	-23.8	1.8	-75.0	-17.7	5.5	84.4	776.3	-20.9	-22.6	-7.8	37.0	94.3
TASA CRECI. FIM			19.2	16.5	17.4	32.8	-6.1	-29.8	-3.0	-15.1	-7.5	-4.3	25.8	26.7	12.8	7.0	11.7	-2.0	7.4

Fuente: elaboración propia a partir de las estadísticas sobre Fondos de Inversión de INVERCO y de la CNMV.

El objetivo de este trabajo ha sido aportar evidencia sobre la evolución histórica del mercado de la ISR. El análisis y el seguimiento de la evolución a largo plazo de los FISR ha sido complejo por la dificultad de identificación de este tipo de fondos en España desapareciendo unos, fusionándose o siendo absorbidos por otros y/o apareciendo nuevos fondos en el mercado; por los cambios en su política inversora que dificultan el acceso a determinados datos, o porque son pocos los fondos que perduran en el tiempo. En general, se observa un interés del mercado por los temas sociales y medioambientales. Esto plantea a las empresas importantes retos y oportunidades, tanto en el diseño de sus productos como en su organización, si quieren responder adecuadamente a un perfil “nuevo” de inversor, que quiere conciliar su motivación financiera y sus intenciones altruistas.

Los datos sobre la evolución del número y el capital invertido en IIC socialmente responsable indican que la ISR está consolidada a nivel de EE.UU. y Europa y que, además, está muy polarizada en determinados países. Hay algunos con gran tradición como Reino Unido. En otros, como Francia o Bélgica, la ISR ha despertado un enorme interés en los últimos años, lo que ha provocado la aparición de productos financieros con criterios de responsabilidad social. Por el contrario, en países como España, Portugal o Grecia, la ISR está todavía en fase de desarrollo.

Como conclusión final se puede decir que, de acuerdo con el informe publicado por EUROSIF en 2018, la ISR es una de las áreas de mayor crecimiento dentro de las Finanzas de los últimos años en Europa, que sigue evolucionando a medida que los intermediarios financieros desarrollan nuevos métodos y enfoques para valorar e incorporar los criterios de responsabilidad social en los productos financieros. En cambio, en España, el aumento de la comercialización de los FISR extranjeros se contrapone a la evolución de este tipo de fondos gestionados en nuestro país, que sigue siendo un mercado reducido.

Referencias bibliográficas

1. D. Hirshleifer, Investor Psychology and Asset Pricing, *Journal of Finance* **56**(4) (2001) 1533-1597.
2. E. Fehr and S. Gächter, Cooperation and Punishment in Public Goods Experiments, *American Economic Review* **90**(4) (2000) 980-994.
3. K. Daniel, D. Hirshleifer S. H. Teoh, Investor Psychology in Capital Markets: Evidence and Policy Implications, *Journal of Monetary Economics* **49**(1) (2002) 139-209.
4. A. Smith, *The Theory of Moral Sentiments* (Clarendon Press, Oxford, 1975).
5. H. Gintis, A framework for the unification of the behavioral sciences, *Behavioral and Brain Sciences* **30**(1) (2007) 1-16.
6. G. A. Akerlof and W. Dickens, The Economic Consequences of Cognitive Dissonance, *American Economic Review* **72**(3) (1982) 307-319.
7. D. Kahneman and A. Tversky, Prospect Theory: an Analysis of Decision under Risk” *Econometrica* **47**(2) (1979) 263-292.
8. G. Loewenstein, Emotions in Economic Theory and Economic Behavior, *American Economic Review* **90**(2) (2000) 426-432.
9. C. Camerer, G. Loewenstein and D. Prelec, Neuroeconomics: How Neuroscience can inform to Economics, *Journal of Economic Literature* **XLIII**(1) (2005) 9-64.
10. B. Shiv, G. Loewenstein, A. Bechara, H. Damasio, and A. R: Damasio, Investment behavior and the negative side of emotion, *Psychological Science* **16**(6) (2005) 435-439.
11. C. Trepel, C. R. Fox, and R. A. Poldrack, Prospect Theory on the Brain? Toward a Cognitive Neuroscience of Decision under Risk, *Brain Research: Cognitive Brain Research* **23**(1) (2005) 34-50.
12. A. Lewis and C. Mackenzie, Morals, Money, Ethical Investing and Economic Psychology, *Human Relations* **53**(2) (2000) 179-191.
13. L. Zsolnai, *Ethics in the Economy* (Handbook of Business Ethics, Peter Lang Academic Publisher, Oxford & Bern, 2002).
14. W. Hallerbach, H. Ning, A. Soppe, and J. Spronk, A framework for managing a portfolio of socially responsible investments, *European Journal of Operational Research* **153**(2) (2004) 517-529.
15. V. Cañal-Fernández, B. Pérez, A. Bilbao, M. Arenas, y M.V. Rodríguez, “La Inversión Socialmente Responsable” *Revista de Economía Financiera* **19** (2009) 8-53.
16. A. O’rourke, The Message and Methods of Ethical Investment, *Journal of Cleaner Production* **11**(6) (2003) 683-693.
17. J. Sandberg, C. Juravle, T. M. Hedesström and I. Hamilton, The Heterogeneity of Socially Responsible Investment, *Journal of Business Ethics* **87**(4) (2009) 519-533.

18. W. R. Pasewark and M. E. Riley, It's a Matter of Principle: The role of Personal Values in Investment Decisions, *Journal of Business Ethics* **93**(2) (2010) 237-253.
19. OECD, Recent trends and regulatory implications in socially responsible investment for pension funds, 16th Session of the OECD Working Party on Private Pensions, 16-17 de diciembre de 2006, (Roundtable on Corporate Responsibility, 2007).
20. S. K. Hayes, Socially Responsible Mutual Funds: Issues to Consider when Investing with Your Conscience, *Journal of Financial Service Professionals* **59**(5) (2005) 59-63.
21. Comisión Europea, *Libro Verde: Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas* COM (2001) 366 final (Bruselas, 2001).
22. R. Sparkes, "Ethical Investment, Whose Ethics, Which Investment?", *Business Ethics, A European Review* **1**(3) (2001) 194-205.
23. J. G. Cullis, A. Lewis and A. Winnett, Paying to be Good? U.K. Ethical Investments, *Kyklos* **45**(1) (1992) 3-23.
24. C. J. Cowton, Accounting and Financial Ethics: from margin to mainstream?, *Business Ethics: a European Review* **8**(2) (1999) 99-107.
25. S. P. Sethi, Investing in Socially Responsible Companies is a Must for Public Pension Funds -Because There is no Better Alternative, *Journal of Business Ethics* **56**(2) (2005) 99-129.
26. J. B. Barney, Firm resources and sustained competitive advantage, *Journal of Management* **17**(1) (1991) 99-120.
27. G. Williams, Some Determinants of the Socially Responsible Investment Decision: a Cross-country Study, *Journal of Behavioral Finance* **8**(1) (2007) 43-57.
28. A. Domini, *Socially Responsible Investing: Make Money While you Make a Difference* (Dearborn Financial Publishing, Chicago, 2001).
29. A. T. Marlin, Social Investing: Potent Force for Political Change, *Business and Society Review* **57** (1986): 96-100.
30. B. Malkiel and R. E. Quandt, Moral Issues in Investment Policy, *Harvard Business Review* **48**(2) (1971) 37-47.
31. H. R. Bloch and T. Lareau, Should we invest in socially irresponsible firms?, *Journal of Portfolio Management* **11**(4) (1985) 27-31. DOI: <https://doi.org/10.3905/jpm.1985.27>.
32. L. Renneboog, J. T. Horst and C. Zhang, Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance and Investor Behaviour, *Journal of Banking and Finance* **32**(9) (2008) 1723-1742.
33. E. Ramos, La inversión socialmente responsable: beneficios y principios en los mercados financieros, *The Global Compact Profesiones marzo-abril* (2005) 36-37.
34. GSIA, *Global Sustainable Investment Review 2018* (Global Sustainable Investment Alliance, GSIA, 2018).
35. EUROSIF, *European SRI Study 2018* (European Sustainable and Responsible Investment Forum, Paris, 2018).
36. EUROSIF, *European SRI Study 2016* (European Sustainable and Responsible Investment Forum, Paris, 2016).
37. VIGEO-EIRIS, *Green, Social and Ethical funds in Europe. 2016 Release*, 2016, disponible en http://www.spainsif.es/sites/default/files/upload/ficheros/3_vigeo_davide.pdf.
38. A. Argandoña y D. Sarsa, Los fondos éticos y la promoción de la ética inversora, *Papeles de Ética, Economía y Dirección* **5** (2000) 1-18.
39. EUROSIF, *Socially Responsible Investment among European Institutional Investors* (European Sustainable and Responsible Investment Forum, París, 2003).
40. R. B. Hutton, L. D'Antonio and T. Johnsen, Tommi, Socially Responsible Investing. Growing issues and new opportunities, *Business and Society Review* **37**(3) (1998) 281-305.
41. S.C. Vance, Are Socially Responsible Corporations Good Investment Risks?, *Academy of Management Review* **64**(8) (1975) 18-24.
42. J. S. Harrison and E. R. Freeman, Stakeholders, Social Responsibility, and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspectives, *Academy of Management Journal* **42**(5) (1999) 479-485.
43. S. Brammer and S. Pavelin, Building a Good Reputation, *European Management Journal* **22**(6) (2004) 704-713.
44. G. Williams, y J. Zinkin, The Effect of Culture on Consumers. Willingness to Punish Irresponsible Behaviour: Applying Hofstede's Typology to the Punishment Aspect of Corporate Social Responsibility, *Business Ethics: A European Review* **17**(2) (2006) 210-226.
45. M. Haigh and J. Hazelton, Financial Markets: A Tool for Social Responsibility?, *Journal of Business Ethics* **52**(1) (2004) 59-71.
46. B. Gutiérrez, *La financiación socialmente responsable. El microcrédito en España*, (Thomson Company, Madrid, 2005).

47. M. I. Lara y A. Roig, Panorama actual de los Fondos de Inversión Éticos y Solidarios en España, *Análisis Financiero* **92** (2003) 32-43.
48. USSIF, *2010 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States* (Social Investment Forum Foundation, Washington, D.C., 2010, disponible en <http://www.socialinvest.org/>).
49. M. Statman, Socially Responsible Mutual Funds, *Financial Analysts Journal* **56**(3) (2000) 30-39.
50. BOE, Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectivo, (2003).
51. J. Hoggett and M. Nahan, Ethical Investment -Deconstructing the Myth, *IPA Review* **54**(3) (2002) 3-6.
52. L. Albareda, *Observatorio de los fondos de inversión éticos, ecológicos y solidarios en España* (ESADE-IPES, Barcelona, 2001).
53. M. Cuesta, Marta y A. Galindo, *Inversiones Socialmente Responsables* (Publicaciones Universidad Pontificia de Salamanca, Salamanca, 2005).
54. Ethibel, *The Ethibel Label. European Quality Label for Sustainable Investing* (Ethibel, Bélgica, 2004).
55. V. Cañal-Fernández y C. Caso-Pardo, Caracterización de los inversores españoles: la influencia de la inversión socialmente responsable, *Revista española de financiación y contabilidad* **161** (2014) 69-90.
56. C. Valor, M. Cuesta, and B. Fernández, Understanding demand for retail socially responsible investments: a survey of individual investors and financial consultants, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* **16**(1) (2009) 1-14.
57. M. A. Friedman, The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits” *The New York Times Magazine*, 13 de septiembre 1970.