



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA

Doctorado en Administración y Dirección de Empresas

TESIS DOCTORAL

El concepto de empresa ética o sostenible y su importancia en
el diseño de productos de inversión socialmente responsables

Autora:
María Dolores Espinós Vañó

Director:
Dr. Fernando García García

Valencia, 12 de junio de 2019

Memoria presentada por María Dolores Espinós Vañó para optar al grado de Doctor,
bajo la dirección del Dr. D. Fernando García García, Profesor Titular del Departamento
de Economía y Ciencias Sociales de la Universitat Politecnica de Valencia.

AGRADECIMIENTOS

Quiero expresar mi agradecimiento a mi familia por su apoyo, en especial a mi hija Gloria por motivarme a finalizar este trabajo.

Manifiesto mi agradecimiento a mi Director de Tesis el Dr. Fernando García García por el apoyo recibido en la realización de este trabajo en un marco de confianza y amistad.

A la Doctora Rima Tamošiūnienė, por haberme facilitado los medios para llevar a cabo mi estancia de investigación en el Departamento de Ingeniería Financiera de la Facultad de Administración de Empresas (*Vilnius Gedeminas Technical University*).

Finalmente quiero expresar mi agradecimiento al doctor Iván Arribas Fernández profesor de la Facultad de Economía de la Universidad de Valencia y al doctor Javier Oliver Muncharaz profesor de la Facultad de ADE de la UPV por su colaboración en la creación de artículos publicados que han sido de gran ayuda en la elaboración de esta tesis.

RESUMEN

Desde la creación de los mercados financieros modernos, siempre ha habido inversores que han tenido presentes sus valores éticos y religiosos a la hora de seleccionar las empresas en las que invertir. Esta sensibilidad se ha incrementado muy notoriamente en las últimas décadas, lo que ha propiciado la aparición de numerosos productos financieros, como fondos de inversión o índices bursátiles, que proclaman que, junto a los criterios tradicionales de rentabilidad y riesgo, también consideran el comportamiento ético de las empresas en sus decisiones de selección de activos. La aparición de estos productos financiero éticos, sostenibles o socialmente responsables a suscitado numerosos estudios, como por ejemplo los que comparan la rentabilidad de los productos financieros éticos y los convencionales, o como los que aportan metodologías para diseñar cartearas de inversión socialmente responsables. Uno de los resultados más llamativos es que la mayoría de estudios no encuentra diferencia significativa entre la performance de estos dos grupos de productos, los sostenibles y los convencionales. La tesis que defiende el presente trabajo es que la clave para comprender este hecho radica en cómo se discrimina entre las empresas socialmente responsables y las que no lo son, es decir cómo se define una empresa sostenible o ética. Las modernas metodologías de selección de empresas incorporan numerosa información de las empresas y son cada vez más complejas, pero al aplicar el screening positivo o best-in-class no pueden evitar que empresas claramente irresponsables sean incluidas en los portafolios supuestamente éticos.

Así, la tesis, tras comentar el auge reciente de la inversión socialmente responsable, se adentra en la problemática de definir qué es una empresa responsable, analizando las metodologías aplicadas por las principales agencias de rating social y proponiendo como alternativa el simple, sencillo y transparente método del screening negativo. Este screening negativo se aplica con diferentes criterios, como el cumplimiento de la normativa de competencia o los informes de ONGs de reconocido prestigio, sobre las empresas españolas cotizadas supuestamente éticas, con el resultado de que muy pocas pasan estos filtros.

Finalmente, se estudia si la situación es similar en el ámbito internacional, analizándose si es posible, y en qué medida, que empresas que realizan actividades irresponsables

puedan ser incluidas en el prestigioso índice bursátil sostenible DJSI World. El resultado muestra que, efectivamente esto es así, aunque el porcentaje de empresas involucradas en actividades censurables que forman parte del índice ha disminuido a lo largo del periodo analizado. Además, en número de controversias en las que se ven envueltas las compañías sí que influye negativamente en la probabilidad de que permanezcan en el DJSI World.

Palabras Clave:

Inversión socialmente responsable, responsabilidad social corporativa, empresas éticas; índices bursátiles sostenibles; agencias de rating social; gestión de carteras de inversión, actividad empresarial irresponsable.

RESUM

Des de la creació dels mercats financers moderns, sempre han estat inversors que han tingut en compte valors ètics i religiosos en el moment d'escollir les empreses on invertir. Aquesta sensibilitat s'ha incrementat notòriament durant les últimes dècades, la qual cosa ha afavorit l'aparició de nombrosos productes financers, com fons d'inversió i índexs bursàtils que proclamen, junt als criteris tradicionals de rentabilitat i risc, el comportament ètic de les empreses en les decisions de selecció d'actius. La irrupció d'aquests productes financers ètics, sostenibles o socialment responsables ha suscitat nombrosos estudis, com per exemple aquells que comparen la rentabilitat dels productes financers ètics i els convencionals, o els que aporten metodologies per al disseny de carteres d'inversió socialment responsables. Un dels resultats més cridaners és que la majoria d'estudis no troba diferències significatives entre la performance d'aquests dos grups de productes, els sostenibles i els convencionals. La tesi que defensa aquest estudi és que la clau per a comprendre aquest fet està arrelat en com es discrimina entre les empreses socialment responsables i les que no ho son, es a dir, com es defineix una empresa sostenible o ètica. Les metodologies modernes per a la selecció d'empreses incorporen nombrosa informació de les empreses i cada vegada son més complexes, però al tenir en compte el screening positiu o best-in-class no poden evitar que empreses clarament irresponsables s'inclouen en els portafolis suposadament ètics.

D'aquesta forma, la tesis, després de tenir en compte el recent augment de la inversió socialment responsable, s'endinsa en la problemàtica de definir què és una empresa responsable, analitzen les metodologies aplicades per les principals agències de ràting social i proposant com alternativa el simple, senzill i transparent mètode de screening negatiu. Aquest screening negatiu s'aplica amb diferents criteris, com el compliment de la normativa de competència o bé els informes d'ONGs de reconegut prestigi, sobre les empreses espanyoles cotitzades suposadament ètiques, amb el resultat de que molt poques acaben superant aquests filtres.

Finalment, s'estudia si la situació es semblant en l'àmbit internacional, analitzant-se si es possible, i en quina mesura, que empreses que realitzen activitats irresponsables

puguen estar incloses en el prestigiós índex bursàtil sostenible DJSI World. El resultat posa de manifest que, efectivament açò és així, encara que el percentatge d'empreses involucrades en activitats censurables que formen part de l'índex ha baixat al llarg del període analitzat. A més a més, el nombre de controvèrsies en les que es veuen involucrades les empreses si que influeix negativament en la probabilitat de permanència en el DJSI World.

Paraules Clau:

Inversió socialment responsable, responsabilitat social corporativa, empreses ètiques; índex bursàtils sostenibles; agències de ràting social; gestió de carteres de inversió, activitat empresarial irresponsable.

ABSTRACT

Practitioners of socially responsible investing (SRI) have from the creation of the financial markets been applying religious and ethical values to their investments. In the last decades, we have seen a notable increase in ethical products such as investment funds and stock indices. These products apparently invest in ethical companies with environmental, social and governance(ESG) values.

There are numerous studies based on the profitability of responsible portfolios and the methodologies applied for defining sustainable companies to be included in sustainable portfolios. Many of these studies concluded that there is no significant difference between the performance of sustainable products in comparison with their conventional counterparts.

Social rating agencies apply the best-in-class screening, this methodology allows companies with bad behaviour to be included in ethical portfolios. The paper proposes to apply a very simple negative screening, such as: excluding those companies that do not comply with the Law or excluding companies with bad reports elaborated by the prestigious ONGs.

Concluding, the paper highlights there are companies with bad behaviour included in the prestigious ethical index “The DJSI World”. Although the trend is decreasing many of them do not pass either screening, including the Spanish listed companies, when selecting responsible portfolios.

Key Words:

Socially responsible investment, social corporate responsibility, ethical companies, sustainable stock indices, social rating agencies, sustainable portfolio management, irresponsible business.

ÍNDICE GENERAL

ÍNDICE GENERAL.....	XIII
ÍNDICE DE TABLAS	XVI
ÍNDICE DE FIGURAS	XVII
PUBLICACIONES.....	XVIII
1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. Antecedentes	1
1.2. Motivación de la tesis.....	3
1.3. Objetivo General	4
1.4. Los objetivos específicos del estudio son:	4
1.5. Estructura de la Tesis	5
2. LA INVERSIÓN ÉTICA O SOCIALMENTE RESPONSABLE.....	9
2.1. Definición, origen e importancia.....	11
2.2. Importancia de la inversión socialmente responsable.....	14
2.2.1. Importancia de ISR en la Literatura.....	15
2.3. Marco regulatorio de la ISR en Europa y en España	17
2.3.1 Las memorias de sostenibilidad	19
2.4. Productos financieros éticos, sostenibles o socialmente responsables	21
2.4.1. Fondos Inversión en España. Marco Legal	22
2.4.2. Planes de Pensiones Colectivos y la ISR	23
2.4.3. Estrategias de selección de los activos a incluir en las carteras de inversiones éticas, sostenibles o socialmente responsables.....	23
2.5. Conclusiones.....	24
3. DEFINICIÓN DE EMPRESA ÉTICA.....	27
3.1. Introducción	29
3.2. Organismos Internacionales y Pactos	30
3.3. Marco legal en España para las empresas éticas	34
3.4. Agencias de Calificación	35
3.4.1. Instituto Ethisphere y “The World’s Most Ethical Companies”	36
3.4.2. La metodología RobecoSam y el Yearbook	37
3.4.3. VigeoEiris y la metodología Equitics.....	38
3.5. Críticas a las Metodologías utilizadas por las Agencias de Rating Social	39

3.6. Conclusiones.....	40
4. LOS ÍNDICES BURSÁTILES ÉTICOS, SOSTENIBLES Y SOCIALMENTE RESPONSABLES.....	43
4.1. Introducción	45
4.2. Los principales índices éticos, sostenibles o socialmente responsables.....	47
4.2.1. Dow Jones Sustainability Index (DJSI)	48
4.2.2. Financial Times Stock Exchange (FTSE)	54
4.2.3. STOXX ESG	57
4.2.4. MSCI Index.....	60
4.2.5. Otros índices sostenibles.....	61
4.2.6. Métodos de selección de empresas aplicados por los principales índices bursátiles de sostenibilidad	63
4.2.7. La presencia de empresas españolas en los índices éticos o sostenibles	65
4.3. Conclusiones.....	68
5. ÍNDICES SOSTENIBLES VS. ÍNDICES CONVENCIONALES.....	69
5.1. Introducción	71
5.2. Descripción de los índices bursátiles españoles IBEX-35 y FTSE4Good Ibex	75
5.3. Comparación de la rentabilidad obtenida por los índices bursátiles españoles IBEX-35 y FTSE4Good Ibex.....	78
5.4. Conclusiones.....	80
6. CONSECUENCIAS DE LA APLICACIÓN DEL SCREENING NEGATIVO PARA DEFINIR LAS EMPRESAS SOCIALMENTE RESPONSABLES. EL CASO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS.....	83
6.1. Introducción	85
6.2. Las empresas españolas socialmente responsables según las agencias de rating social	88
6.3. Screening negativo basado en el cumplimiento de la normativa de competencia	92
6.3.1. La normativa sobre competencia en la UE.....	93
6.3.2. Empresas españolas sancionadas que han sido calificadas como socialmente responsables	98
6.4. Screening negativo basado en adhesión a pactos y directrices internacionales o en informes de ONG.....	102
6.4.1. Organismos internacionales y definición de empresa ética o sostenible	103
6.4.2. Las empresas éticas españolas y su adhesión a los pactos y directrices internacionales.....	106
6.4.3. Screening negativo basado en los informes de ONG de reconocido prestigio	110
6.5. Conclusiones.....	119

7. LA INCLUSIÓN DE EMPRESAS IRRESPONSABLES EN EL ÍNDICE BURSÁTIL SOSTENIBLE DJSI WORLD	121
7.1. Introducción	123
7.2. El screening negativo basado en las controversias de la base de datos Eikon de Thomson Reuters	124
7.2.1. La base de datos de controversias en el Thomson Reuters ESG scores.....	126
7.2.2. Análisis del comportamiento irresponsable de las grandes empresas cotizadas...	130
7.3. La inclusión de empresas socialmente irresponsables en el índice sostenible DJSI World	142
7.3.1. El Dow Jones Sustainability Index World	144
7.3.2. Análisis descriptivo de las controversias reportadas por la base de datos Eikon relativas a empresas incluidas en el DJSI World	148
7.4. Conclusiones.....	159
8. DETERMINANTES DE LA INCLUSIÓN EN EL ÍNDICE SOSTENIBLE DJSI WORLD	161
8.1. Introducción	163
8.2. Identificación de las variables del modelo	164
8.3. Hipótesis del modelo.....	172
8.4. Metodología: El modelo de datos de panel	173
8.5. Estimación de los modelos.....	176
8.5.1. Efectos fijos versus efectos aleatorios	176
8.5.2. Análisis de resultados.....	177
8.6. Conclusiones.....	187
9. CONCLUSIONES	189
9.1. Conclusiones extraídas de la revisión de la literatura.....	191
9.2. Agencias de rating social e índices sostenibles	193
9.3. Conclusiones de la investigación.....	195
9.3.1. Conclusiones de aplicar como criterio excluyente el incumplimiento normativa de competencia y los informes negativos de ONGs.....	195
9.3.2. Criterios de inclusión y exclusión del índice DJSI World por comportamientos irresponsables	197
9.4. Futuras Líneas de Investigación	199
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	201

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Características de los índices sostenibles.....	64
Tabla 2. Empresas españolas incluidas en los principales índices éticos.....	66
Tabla 3. Componentes del IBEX-35 y del FTSE4Good Ibex.....	77
Tabla 4. Empresas españolas cotizadas sancionadas por la Comisión Nacional de Mercados y Competencia	100
Tabla 5. Empresas cotizadas españolas que pertenecen al índice FTSE4Good Ibex con la relación de Pactos a las que están adscritas.	107
Tabla 6. Empresas cotizadas españolas que pertenecen al “Sustainable Year Book” 2017 con la relación de Pactos a las que están adscritas.	109
Tabla 7. Relación empresas con malas prácticas según ONGs.....	118
Tabla 8. Número total de controversias por país.....	136
Tabla 9. Número de empresas con controversias en los países con más controversias	137
Tabla 10. Número total de controversias por actividad económica	138
Tabla 11. Las 60 empresas con más controversias en el periodo 2011-2016.....	139
Tabla 12. Número de empresas controvertidas en los sectores con más controversias.....	140
Tabla 13. Distribución de las empresas por sectores industriales	165
Tabla 14. Distribución de las empresas por área geográfica	166
Tabla 15. Capitalización bursátil de las empresas de la muestra.....	168
Tabla 16. ROA de las empresas de la muestra	168
Tabla 17. Ratio de apalancamiento de las empresas de la muestra	169
Tabla 18. Controversias de las empresas de la muestra	169
Tabla 19. Controversias de las empresas de la muestra, por dimensión.....	170
Tabla 20. Coeficientes de correlación de Pearson (n = 17,232).....	171
Tabla 21. Modelo básico de efectos fijos más variables económico financieras.....	180
Tabla 22. Modelo de efectos fijos con variables moderadoras	186

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Comparación de las rentabilidades de los índices Global Dow Jones y DJSI World.....	74
Figura 2. Comparación de las rentabilidades de los índices S&P 500 y S&P Global 1200 Fossil Fuel Free	74
Figura 3. Evolución de la rentabilidad de los índices IBEX-35 y FTSE4Good IBEX en el periodo 10/04/2008 a 29/03/2018.....	78
Figura 4. Controversias totales	131
Figura 5. Importancia relativa de cada dimensión en el periodo 2011-2016	132
Figura 6. Evolución del número de controversias por ámbito ESG. Medioambiente.....	133
Figura 7. Evolución del número de controversias por ámbito ESG. Social	134
Figura 8. Evolución del número de controversias por ámbito ESG. Gobernanza	135
Figura 9. Porcentaje de empresas controvertidas que están incluidas en el DJSI World	149
Figura 10. Porcentaje de empresas manufactureras controvertidas que están incluidas en el DJSI World	150
Figura 11. Porcentaje de empresas de servicios controvertidas que están incluidas en el DJSI World.....	150
Figura 12. Porcentaje de empresas controvertidas que están incluidas en el DJSI World.	152
Figura 13. Porcentaje de empresas controvertidas que están incluidas en el DJSI World,	153
Figura 14. Porcentaje de empresas controvertidas que están incluidas en el DJSI World, según país	156
Figura 15. Porcentaje de empresas controvertidas que están incluidas en el DJSI, según región. Año 2016	158

PUBLICACIONES

Del presente trabajo se han extraído las siguientes publicaciones en revistas y actas de congresos internacionales de reconocido prestigio:

— Espinós-Vañó, M.D. Análisis de la inversión socialmente responsable en España: Ético y transparencia. Publicado en la revista *Finance, Markets and Valuation* vol 2, nº 2 (2016), 73 – 89.

— Espinós-Vañó, M.D., García, F., (2018). El incumplimiento de la normativa sobre competencia por las empresas españolas socialmente responsables. Trabajo presentado en las XXVIII Jornadas Hispano- Lusas de Gestión Científica.

— Espinós-Vañó, M.D., García, F., (2018). La presencia de las empresas españolas en los índices éticos internacionales. Trabajo presentado en las XXVIII Jornadas Hispano-Lusas de Gestión Científica.

— Espinós-Vañó, M.D., García, F., (2018). Irresponsible behavior of Spanish FTSE4Good Ibex companies based on NGO reports. Trabajo presentado en el 10th International Scientific Conference Business and Management 2018.

— Espinós-Vañó, M.D., García, F., Oliver, J. El índice ético FTSE4Good Ibex como alternativa para la gestión pasiva de carteras de inversión en España. Publicado en la revista *Finance, Markets and Valuation* vol 4, nº 1 (2018), 117 – 129.

— Arribas, I., Espinós-Vañó, M.D., García, F. Análisis de la dificultad de crear carteras de inversión éticas aplicando criterios de exclusión no sectoriales. Publicado en la revista *Finance, Markets and Valuation* vol 4, nº 2 (2018), 41 – 64.

— Espinós-Vañó, M.D., García, F., (2019). La inclusión de empresas socialmente irresponsables en índices sostenibles. Trabajo presentado en las XXIX Jornadas Hispano-Lusas de Gestión Científica.

— Arribas, I., Espinós-Vañó, M.D., García, F., Tamosiuniene, R. Negative screening and sustainable portfolio diversification. Publicado en la revista *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, nº 7 (2019).

— Arribas, I., Espinós-Vañó, M.D., García, F., Morales-Bañuelos, P. The inclusión of socially irresponsible companies in sustainable stock indices. Publicado en la revista *Sustainability*, nº 11 (2019).

1.INTRODUCCIÓN

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Antecedentes

La inversión socialmente responsable como estrategia de inversión es un tema recurrente en la literatura financiera contemporánea y, por ende, los fondos de inversión sostenibles y los índices éticos. Esto se debe en gran medida al inusitado crecimiento que durante las últimas décadas han experimentado los fondos de inversión (Utz y Wimmer,2014; Fritz y Schnurbein,2015) como vehículo financiero para captar el ahorro de los inversores particulares. Esta evolución ha tenido como consecuencia que los intereses de los ahorradores han influido en las políticas de inversión de los fondos (Climent y Soriano, 2011). Es en este contexto cuando surgen y ganan importancia los fondos de inversión éticos o socialmente responsables. Efectivamente, estos fondos siguen, en principio, estrategias de inversión que tienen en consideración criterios sociales, medioambientales y de gobierno que la sociedad actual demanda, con la finalidad de satisfacer y atraer a aquellos ahorradores minoristas con sensibilidad hacia estos temas.

Las estrategias de la inversión ética son muy diversas y han ido evolucionando conforme la sociedad ha ido tomando conciencia sobre estos temas, pasando desde la estrategia de exclusión hasta las más sofisticadas de impacto y temáticas que combinan varias estrategias a la vez. En términos generales se puede decir que las estrategias de inversión de los fondos socialmente responsables van encaminadas a invertir exclusivamente en aquellas empresas que muestren de manera formal un especial respeto y fomento en áreas como el comportamiento ético y el gobierno corporativo, la política medioambiental y la defensa de los derechos humanos.

El objetivo más importante desde el punto de vista del inversor minorista, del ciudadano que confía sus ahorros al fondo socialmente responsable, es que su dinero no se emplee

en actividades que sean dañinas para la sociedad. Por el contrario, se pretende que se invierta en “hacer un mundo mejor”, al tiempo que pretende obtener una rentabilidad al dinero depositado en el fondo. Así pues, junto al objetivo de la rentabilidad aparece el objetivo de la inversión en empresas que demuestren un comportamiento ético y socialmente responsable (Barreda-Tarazona *et al.* 2011; Berry y Yeung, 2013; Di Giuli, y Kostovestky, 2014; Gired-Potin *et al.* 2014).

El análisis de la rentabilidad de los fondos éticos muestra resultados opuestos en ocasiones (Bauer *et al.* (2005); Bello (2005); Cortez *et al.* 2009; Nainggolan *et al.* 2016).

No parece existir necesariamente un peor comportamiento de los fondos éticos y socialmente responsables frente a los fondos convencionales. Esta situación también se ha contrastado para el mercado español de fondos de inversión. Los inversores éticos en España no muestran interés por el comportamiento ético de las empresas. La respuesta puede estar en la forma en la que se realiza el screening, en cómo se seleccionan las empresas en las que se puede invertir. Si esta selección da como resultado una cartera que incluye empresas que son catalogadas por los inversores minoristas como “no éticas” (Hellsten y Mallin, 2006; Jones *et al.* 2009), entonces éste podría perder el interés por la inversión en fondos éticos o socialmente responsables, pues no representan sus intereses (Windsor, 2013).

Por otro lado, una selección laxa, poco rigurosa en términos de comportamiento ético puede dar lugar a que las principales empresas cotizadas puedan ser incluidas en los fondos éticos o socialmente responsables, lo que explicaría la poca diferencia entre éstos y los fondos convencionales en términos de rentabilidad y riesgo, pues, al fin y al cabo, pueden incluir en sus portafolios las mismas empresas (Benson y Humphrey, 2008). Finalmente, la existencia de normativas que obligan a determinados fondos de inversión o de pensiones a invertir en empresas identificadas como “socialmente responsables” por las agencias de rating social promueve el interés de las empresas cotizadas por obtener dicho calificativo, con los problemas que se suscitan sobre los procesos de selección en las agencias.

1.2. Motivación de la tesis

La proliferación de los fondos especializados en inversión ética o responsable en los últimos años, junto con la creación e incremento de los diversos índices éticos, confiere protagonismo a las agencias de rating social, que son empresas que definen e identifican a las empresas éticas desde la perspectiva de la responsabilidad social corporativa, para lo cual emplean diferentes criterios en su proceso de selección, si bien todos se basan en el screening positivo o el screening negativo. La actuación de las agencias de rating social, en ciertos aspectos similares a las agencias de rating, genera numerosas dudas.

Efectivamente, los constantes escándalos empresariales de diversa índole relacionados con actividades a todas luces irresponsables y delictivas realizadas por empresas supuestamente socialmente responsables o éticas, hacen que hoy en día sea cada vez más necesario que el mercado disponga de herramientas objetivas e imparciales, que identifiquen correctamente a las empresas sostenibles y penalicen a las que presentan conductas irresponsables.

Todo esto sin duda contribuiría en gran medida a impulsar un mayor crecimiento de la inversión socialmente responsable, que actualmente evidencia la falta de homogenización de criterios en los procesos de selección y de estándares mínimos regulados a nivel gubernamental. Todo ello va en detrimento del inversor particular, ya que, si no se realiza un control exhaustivo, puede que algunas de las empresas calificadas como responsables, no merezcan esta calificación y por tanto deberían estar excluidas de los índices éticos.

La principal motivación del estudio es analizar exhaustivamente estos procesos para detectar si, como consecuencia de éstos, es posible que productos financieros con el calificativo de éticos, sostenibles o socialmente responsables, incluyan en la actualidad activos de empresas que incumplen la normativa vigente.

1.3. Objetivo General

El objetivo general de la tesis doctoral es analizar cómo el proceso de definición de lo que se entiende por empresas socialmente responsables influye decisivamente en el proceso de selección de dichas empresas en numerosos productos financieros denominados sostenibles, éticos o socialmente responsables. Así, se pretende estudiar el impacto que tendría sobre los productos financieros socialmente responsables o sostenibles la aplicación de definiciones más sencillas y transparentes, más fáciles de implementar, basadas en el screening negativo.

1.4. Los objetivos específicos del estudio son:

1. Analizar el origen y la evolución de la inversión socialmente responsable.
2. Describir el marco regulatorio de la inversión socialmente responsable en Europa y España.
3. Estudiar la evolución de la inversión responsable en España, así como las diferentes figuras legales y su regulación.
4. Analizar cómo se definen e identifican las empresas éticas en términos legales y por los organismos y pactos internacionales
5. Comprobar el papel de las agencias de rating social en el proceso de identificación de empresas socialmente responsables
6. Identificar los principales índices bursátiles éticos, sostenibles o socialmente responsables a nivel mundial, así como la presencia de empresas españolas en estos índices.
7. Estudiar los métodos de selección de los componentes de los mencionados índices sostenibles.
8. Comparar la composición de los índices socialmente responsables y sus análogos convencionales.
9. Analizar las consecuencias de aplicar diferentes métodos de screening negativo para la selección de empresas en productos financieros socialmente responsables: incumplimiento de la normativa de competencia; no adhesión a pactos y directrices

internacionales en materia de responsabilidad social corporativa; y el comportamiento irresponsable de las empresas según ONG de reconocido prestigio internacional.

10. Analizar si las empresas descartadas al aplicar el criterio de exclusión mencionado sí que forman parte de las carteras de inversión de los fondos / índices éticos o sostenibles.

11. Analizar qué factores influyen en la probabilidad de que las empresas sean incluidas en los índices éticos, concretamente del prestigioso DJSI World.

12. Analizar las consecuencias sobre el universo de empresas potenciales a incluir en un índice bursátil sostenible el emplear como criterio objetivo de exclusión haber cometido acciones controvertidas según la base de datos Thomson Reuters Eikon.

13. Analizar si, en el caso concreto del DJSI World, la realización de acciones controvertidas influye en la probabilidad de pertenecer a dicho índice sostenible.

1.5. Estructura de la Tesis

El trabajo se divide en nueve capítulos.

El primer capítulo de la tesis, que es el que termina con esta presentación de la estructura de la misma, se ha dedicado a la introducción de la problemática a tratar, la motivación general y la enumeración de los objetivos que se persiguen, tanto generales como específicos.

El segundo capítulo enmarca la inversión ética o socialmente responsable. En primer lugar, se define este tipo de inversión y se contextualiza su importancia actual. Seguidamente se comenta brevemente su marco regulatorio y, finalmente, se presentan los productos financieros éticos, sostenibles y socialmente responsables que se comercializan en España.

El capítulo tercero trata uno de los temas más importantes en el contexto de esta Tesis Doctoral, cual es la definición de empresa ética. Tras contrastar la escasa regulación por parte de las Administraciones Públicas, se presentan los principales pactos y directrices

propuestas por organismos internacionales, así como las diferentes definiciones que se aplican por las principales agencias de calificación social. Para terminar, se comentan las críticas de que han recibido estas definiciones o procedimientos para identificar a las empresas con un comportamiento ético.

En el capítulo cuatro el estudio se centra en los índices bursátiles éticos, sostenibles o socialmente responsables. Se describen los índices más prestigiosos a nivel mundial y sus métodos de selección de empresas. Además, se comenta la presencia de empresas españolas en estos índices sostenibles internacionales. Este capítulo es el que sirve de introducción a los restantes capítulos, que están relacionados directamente con los índices bursátiles sostenibles y la problemática de cómo seleccionar a las empresas que los componen.

El siguiente capítulo compara la rentabilidad obtenida por algunos índices bursátiles sostenibles y sus índices análogos o benchmark en los últimos años. Se centra especial atención a la evolución del IBEX-35 y el FTSE4Good Ibex.

El capítulo sexto muestra, para el caso español, las consecuencias que tendría aplicar métodos de selección de empresas socialmente responsables basados en el screening negativo. Es decir, qué ocurriría si se aplicaran filtros que impidieran que empresas con determinadas conductas pudieran formar parte del FTSE4Good Ibex. Así, en lugar del habitual screening negativo basado en el tipo de actividad, se propone aplicar filtros basados en el comportamiento de las empresas. Dado que la selección de los filtros es necesariamente subjetiva, se han analizado tres filtros: el cumplimiento de la normativa de competencia, la adhesión a pactos y directrices internacionales y la opinión de ONGs de prestigio reconocido.

Tras analizar el caso español, los dos últimos capítulos pasan a estudiar la inclusión de empresas irresponsables en uno de los índices sostenibles de referencia mundial, el DJSI World. El capítulo siete se dedica a describir detenidamente cómo se identifican en nuestro análisis a las empresas socialmente irresponsables. Para ello se emplea la base de datos Eikon, de Thomson Reuters, que incluye las controversias o acciones

socialmente irresponsables en las que se ven involucradas las empresas. Tras describir detenidamente esta base de datos, se describe igualmente el proceso de selección de empresas del DJSI World. Para terminar, se analizan las controversias reportadas por la base de datos Eikon relativas a las empresas incluidas en el DJSI World.

El capítulo ocho tiene como finalidad presentar un modelo cuantitativo que nos permita conocer cuáles son los determinantes que influyen en que una empresa sea seleccionada como componente del índice DJSI World. Especialmente, interesa conocer si los comportamientos irresponsables de las empresas, tal y como se definen y recopilan en la base de datos Eikon, influyen en la probabilidad de estar en el índice bursátil.

Finalmente, el capítulo nueve muestra las principales conclusiones que se han ido extrayendo a lo largo del estudio presentado en la Tesis Doctoral.

2. LA INVERSIÓN ÉTICA O SOCIALMENTE RESPONSABLE

2. LA INVERSIÓN ÉTICA O SOCIALMENTE RESPONSABLE

2.1. Definición, origen e importancia

Si bien no existe una definición uniforme a nivel global para identificar lo que se entiende por inversión ética o responsable, la principal característica de este fenómeno, que con el paso del tiempo se ha convertido en una importante estrategia inversora, consiste en incorporar criterios no financieros (sociales, medioambientales y de buen gobierno, entre otros) a los criterios financieros clásicos (rentabilidad, riesgo y liquidez) en el análisis y toma de decisión de una inversión. Cowton (1994) la define como " la aplicación de criterios éticos y sociales en la selección y gestión de inversiones de carteras, generalmente constituidas por acciones de empresas". Además, podríamos decir que la inversión ética o socialmente responsable se centra en analizar cuánto dinero gana una empresa y cómo obtiene esos beneficios (Cowton, 1999; Mackenzie y Lewis, 1999).

El nacimiento de este tipo de inversiones se remonta muy atrás en el tiempo, manifestando un sentido marcadamente religioso de los inversores. Ya en la Biblia los judíos encontraban directrices de cómo debían invertir su dinero. En el siglo XVIII grupos religiosos como los cuáqueros y metodistas recibían indicaciones de sus respectivas congregaciones en relación a cómo debían invertir su dinero, con la prohibición de realizar inversiones contrarias a sus creencias. Es este sentido religioso y de prohibición el que dio origen a la estrategia más antigua que se conoce en este tipo de inversiones, la de exclusión.

Contrariamente a la creencia popular que sitúa el nacimiento de la inversión sostenible de la era moderna en Estados Unidos (Boxenbaum y Gond, 2006), son varios los estudios de autores (Bengtsston, 2008; Louche y Lydenberg, 2006) que sitúan su

nacimiento en Europa, en primer lugar, en Reino Unido, en el año 1948, con inversiones auspiciadas por la iglesia metodista y en segundo lugar en Suecia, con la creación del fondo ético Ansvar Aktiefond Sverig en la década de los sesenta. El fondo estaba constituido por inversiones basadas también en los principios cristianos realzando valores como el respeto a la dignidad humana.

En cuanto a EE.UU., fueron diversos acontecimientos durante los años sesenta y setenta los que favorecieron la creación y proliferación de la inversión responsable, así como la constitución de grupos de inversores comprometidos con mejorar la sociedad a través de sus inversiones. Así, un amplio sector de la sociedad manifestó un sentimiento de repulsa ante la guerra de Vietnam y, posteriormente, en los años ochenta, muchos se posicionaron contra la política del apartheid en Sudáfrica. Estos acontecimientos dieron origen en 1968 en Estados Unidos al que es considerado como uno de los primeros fondos éticos del mundo, el Pax World Fund, que excluía a las empresas armamentísticas y posteriormente a las relacionadas con el apartheid (Sparkes, 2002; Brown, 1998).

Independientemente del lugar del nacimiento de la inversión ética, es evidente que en sus comienzos los inversores pioneros estaban muy comprometidos en aplicar sus creencias religiosas o sus valores sociales en el proceso de selección de activos, con el propósito de que su dinero no se utilizase en actividades que consideraban dañinas para la sociedad tales como la producción de armamento, tabaco, bebidas alcohólicas y las actividades relacionadas con la industria del juego o la pornografía, para lo cual aplicaban criterios claramente excluyentes (Björklund y Persson, 2002).

El criterio de exclusión ha ido evolucionando con el tiempo, dando paso al deseo de los inversores por invertir con la expectativa de mejorar y transformar la sociedad a través de las inversiones responsables. Por este motivo el concepto de inversión ética parece que ha quedado obsoleto, por estar más relacionado con la vieja estrategia de exclusión. Actualmente, las estrategias han ido evolucionado y el término que actualmente se utiliza más habitualmente es el de Inversión Socialmente Responsable (ISR), definición que engloba las múltiples y variadas estrategias de inversión, destacando la actual

tendencia de inversión que engloba criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (Sparkes, R. y Cowton, 2004).

Llegados a este punto es importante destacar que existe cierta confusión terminológica. Así, no es inusual que se empleen los términos de empresa ética, empresa sostenible o empresa socialmente responsable como sinónimos, tal y como se hace en la presente tesis doctoral. No obstante, también es posible encontrar trabajos en los que se diferencia entre estas tres acepciones. En este sentido, como hemos comentado, algunos autores definen a las empresas éticas como aquellas que no desarrollan su actividad en determinados sectores. Por otro lado, el concepto de empresa sostenible se emplea por algunos autores en referencia a la gestión medioambiental de las empresas y su nivel de contaminación.

En los últimos años, la mayor parte del crecimiento de la ISR se lleva a cabo a través de inversores institucionales. Así, los fondos de inversión sostenibles continúan creciendo y se van consolidando como vehículo inversor con una tasa anual media de crecimiento del 15% y representado un 7% del total de la inversión colectiva ESG (SPAINSIF, 2018). Esta evolución se da en la mayoría de los países con mercados financieros más desarrollados con tasas de crecimiento muy similares (Jansson y Biel 2011). Por esta razón, muchos inversores activistas opinan que una defensa más directa de los factores sociales, medioambientales y de gobernanza (ESG) por parte de los inversores institucionales significaría un verdadero impulso al movimiento, en pos de una verdadera actuación socialmente responsable de las empresas (Sandberg 2011), pues podrían obligar a las empresas a adoptar este ideario, pudiendo presionar desde las juntas de accionistas y los consejos de administración.

2.2. Importancia de la inversión socialmente responsable

La importancia de la inversión basada en criterios de sostenibilidad y responsabilidad social es algo que está fuera de toda discusión (Capelle-Blancard y Monjon, 2014).

Por un lado, podemos observar el aumento de fondos de inversión éticos o sostenibles, ya que tan solo en EE.UU. en el año 2015 se identificaron 354 fondos de inversión sostenibles que aplicaron criterios medioambientales en la elección de activos, lo que demuestra la importancia que la gestión medioambiental y la preocupación que el cambio climático genera en numerosos inversores

Por otro lado, observamos la consolidación de las cifras totales de inversión mundial sostenible, la cual alcanzó a comienzos de 2016 los 22,89 billones de dólares. Este importe, comparado con los 18,28 billones del año 2014, representa un crecimiento del 25 % en el periodo. En términos geográficos, en 2016 Europa gestionaba en inversión socialmente responsable un importe total de 12, 04 billones de dólares frente a los 8,72 billones de dólares de EE.UU. (Global Sustainable Investment Alliance, 2016). Así, se observa cómo la inversión basada en principios éticos se consolida como consecuencia de la creciente preocupación global por el comportamiento de las empresas.

Otro dato a destacar es el rápido desarrollo de la gestión pasiva, basada en replicar los índices bursátiles sostenibles, que en 2017 llegó a alcanzar un patrimonio en Europa de 1,3 billones de euros. Este desarrollo afecta a la inversión sostenible y responsable, de forma que la cuota de gestión pasiva en el mercado de la ISR pasa del 6% en 2013 al 12% a finales de 2017 a escala mundial, alcanzando los 102.000 millones de euros (Spainsif, 2018).

En cuanto a la inversión socialmente responsable en España, si bien los volúmenes gestionados en nuestro país se encuentran muy por debajo de países de nuestro entorno como Francia y Reino Unido, países que encabezan el ranking de gestión SRI, los activos gestionados bajo estrategias socialmente responsables en España están experimentando un crecimiento continuado en las últimas dos décadas.

Los datos de la inversión sostenible y responsable en España nos hacen vislumbrar que estamos ante una tendencia que va camino de consolidarse, fundamentalmente por las iniciativas internacionales, el fomento por parte de los legisladores y la demanda de los propios inversores (Spainsif, 2018).

Al igual que en la mayoría de países, la inversión institucional es el principal motor de la ISR en España, representando un 96,61% de las inversiones socialmente responsables a finales de 2015. Los planes de pensiones de empleo son pioneros en la inversión con criterios ambientales, sociales y de gobierno en España. Además, actualmente la legislación española exige a los fondos de pensiones públicas que inviertan un 10% en inversión socialmente responsable, hecho que ha contribuido al crecimiento de los activos bajo gestión ESG. Entre los años 2015 y 2017 alcanzaron los 185.614 millones de euros, experimentando un crecimiento en el periodo del 10% (Spainsif, 2018)

2.2.1. Importancia de ISR en la Literatura

El aumento de los trabajos académicos relacionados con la problemática del comportamiento ético y sostenible de las empresas afecta a disciplinas muy diversas, como la economía, las finanzas, la contabilidad, el marketing, la gestión de empresas, la investigación operativa, la sociología etc. (Charlo *et al.* 2015; Kutay y Tektüfekçi, 2016; Tebini *et al.* 2016; Escrig-Olmedo *et al.* 2017).

El rendimiento de los fondos de inversión éticos en comparación con los fondos de inversión convencionales es sin duda el tema más recurrente en la literatura, desde los inicios de la ISR, debido a la importancia que los fondos de inversión representan en el ahorro del inversor particular. Y es que la rentabilidad, es considerada un factor crucial tanto por los inversores socialmente responsables como por los inversores convencionales (Domini, 2001).

Efectuando una revisión de la literatura en referencia a la performance de estos fondos en comparación con los fondos convencionales, encontramos posturas muy diversas, ya que algunos autores opinan que al aplicar el criterio ético la rentabilidad obtenida siempre será menor frente a los fondos convencionales por la reducción de la base de empresas elegibles (Bird *et al.* 2007). Por otra parte, un número amplio de autores considera que a largo plazo se puede batir al mercado mediante una correcta selección de empresas socialmente responsables (Windolph, 2011).

En la literatura reciente, el debate sigue abierto entre quienes opinan que la ISR tiene un rendimiento predominantemente igual (Climent i Soriano 2011; Bello 2005; Kreander *et al.* 2005), a veces incluso mejor (Cummings 2000; Mallin *et al.* 1995) o al menos no peor (Bauer *et al.* 2005; Van Liedekerke *et al.* 2007) que sus referentes convencionales.

Climent i Soriano (2011) utilizan una metodología basada en el Capital Asset Pricing Model (CAPM) y muestran que los fondos medioambientales de EE. UU. obtienen un rendimiento menor entre 1987 y 2009, pero retornos ajustados por riesgo similares entre 2001 y 2009 a los alcanzados por los fondos de inversión convencionales. Parece ser que los fondos socialmente responsables pasan por una fase de recuperación antes de la entrega de retornos competitivos (Bauer *et al.* 2005).

En Alemania, Reino Unido y los EE. UU. las investigaciones no pueden encontrar indicios de un rendimiento generalmente peor. Además, estos hallazgos son coincidentes con los de España (Matallin-Saez y Fernández-Izquierdo, 2003).

En el caso de los fondos de inversión sostenibles del mercado español, algunos autores llegan a la conclusión de que su rentabilidad puede incluso ser superior (Albareda y Balaguer, 2007).

En los Países Bajos, Suecia (Kreander *et al.* 2005) y Bélgica (Van Liedekerke *et al.* 2007) la ISR ha sido objeto de una exhaustiva investigación. Se observa, además, un aumento de la temática ISR en la literatura en los últimos años. De todas esas publicaciones, las que tratan el desempeño financiero representan el grupo más numeroso, con más de cien artículos. Casi dos tercios de los cerca de cien artículos

publicados en 2009 se basan en el rendimiento financiero de las inversiones ISR (Capelle-Blancard y Monjon, 2012).

En estudios más recientes con muestras más grandes, utilizando metodologías más sofisticadas para evaluar el rendimiento, la principal conclusión sigue siendo la misma: el rendimiento de los fondos de inversión socialmente responsables no es estadísticamente mejor ni peor que el de los fondos convencionales. Muy pocos trabajos académicos encuentran diferenciación en los resultados obtenidos, incluyendo a Statman (2000) o Bauer *et al.* (2005), que a menudo se citan como referentes.

Según lo declarado por Capelle-Blancard y Monjon (2012), ciertamente "se ha prestado demasiada atención a este problema". El tema a tratar debiera ser el rendimiento extrafinanciero real de la ISR en relación con su nivel de ética. Esta pregunta está directamente vinculada a la "integración" de la ISR (Cowton 1999; Arjaliès 2010).

Otro desafío actual es determinar si la ISR puede modificar los comportamientos de las empresas con la finalidad de conseguir una mayor ética y responsabilidad social por su parte.

2.3. Marco regulatorio de la ISR en Europa y en España

Una de las características de la inversión socialmente responsable es su falta de regularización, si bien existen determinadas organizaciones a nivel global y nacional encargadas de fomentar la responsabilidad social corporativa y la ISR. En cualquier caso, hay que destacar que la implementación de sus recomendaciones es voluntaria, salvo que se hayan recogido en la normativa nacional correspondiente.

A nivel global, existen diversas iniciativas llevadas a cabo por organizaciones internacionales con el fin de fomentar la responsabilidad social corporativa y, de forma indirecta, la inversión socialmente responsable. Entre ellas destacan el Pacto Mundial de la ONU (2000), la Declaración Tripartita de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) de Principios sobre las Empresas Multinacionales y la Política Social (OIT,2001)

o las Líneas Directrices de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) para Empresas Multinacionales (2011).

Actualmente, el principal documento que inspira la ISR es la Agenda 2030, publicada por la ONU en 2015, con sus 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible, y que ha sido aprobada por 195 naciones. A esta Agenda hay que sumar el posterior Acuerdo de París, elaborado en el ámbito de Naciones Unidas con la finalidad de ayudar a cumplir los Objetivos del Desarrollo Sostenible. (ONU, 2015).

En el marco europeo, destacamos por su contribución a la ISR el primer Libro Verde de la Unión Europea (UE) (Unión Europea, 2001), cuya finalidad es la de fomentar la responsabilidad social corporativa en las empresas. El enfoque europeo de la responsabilidad social de las empresas se integra en un marco más amplio, en el que se inscriben las iniciativas llevadas a cabo por las organizaciones internacionales citadas anteriormente. Aunque estas iniciativas no sean jurídicamente vinculantes, la Comisión Europea se ha comprometido con estas organizaciones internacionales a apoyar estas líneas directrices. Al Libro Verde le han seguido diversos Libros Blancos (Unión Europea, 2001,2014) publicados con la misma finalidad.

A nivel español, destacamos por su contribución al desarrollo de la inversión sostenible la siguiente normativa:

— La Ley 2/2011 de Economía Sostenible, capítulos III y IV y la disposición final trigésimo primera. En esta Ley se establecen una serie de reformas orientadas a fomentar la sostenibilidad medioambiental y la reducción de emisiones de gases contaminantes, además de medidas de reforma del mercado financiero para incrementar la transparencia y para la mejora del gobierno corporativo de las empresas.

— El Real Decreto 681/2014, que con la reforma del artículo 69 del Real Decreto 304/2004 de Planes de Pensiones y Fondos de Pensión, estableció que el informe anual de gestión de los fondos de pensiones de empleo debe informar acerca de los criterios aplicados en la inversión socialmente responsable, así como del procedimiento seguido para su implantación, gestión y seguimiento e indicar el porcentaje de la cartera del fondo dedicados a la inversión socialmente responsable.

— El Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, aprobado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que obliga a las sociedades cotizadas a elaborar informes, en un documento separado (memorias de sostenibilidad) o en el informe de gestión, sobre los asuntos relacionados con la responsabilidad social corporativa. Este informe se debe cumplimentar mediante modelos de reporting aceptados internacionalmente, en base a ofrecer una información homogénea. (Código Buen Gobierno, 2013)

2.3.1 Las memorias de sostenibilidad

Con la finalidad de informar a sus stakeholders, las empresas cotizadas elaboran memorias sostenibles según diferentes modelos de reporting generalmente aceptados. Estas memorias informan sobre la gestión financiera y no financiera de la compañía y sirven para demostrar a los stakeholders cómo la empresa influye y se ve influida por las perspectivas sobre el desarrollo sostenible. Así, si las cuentas anuales de una empresa nos revelan la información económica y patrimonial de la institución, las memorias sostenibles proporcionan a los grupos de interés, entre los que destacan ONG e inversores, información que va más allá de las obligaciones legales y contractuales (Brammer y Pavelin, 2008, Bénabou y Tirole, 2009).

En la actualidad, a nivel internacional, el Global Reporting Initiative (GRI) creado en 1997, es el que goza de mayor prestigio para confeccionar las memorias de sostenibilidad. Representa el primer marco estándar a nivel mundial de sostenibilidad para las empresas que desean evaluar su desempeño económico, ambiental y social. Su método se basa en la aplicación de unos indicadores universales que evalúan y miden la responsabilidad social de las empresas, resaltando sus puntos fuertes para destacar lo que la empresa ha hecho bien y sus debilidades, para que pueda mejorar. España es uno de los países líderes en la emisión de dichos informes (GRI, 2011).

Otro organismo internacional destacado que favorece el desarrollo de la ISR por su contribución a la elaboración de informes de memorias de sostenibilidad es AccountAbility, mediante la creación de la serie de normas AA1000. Estas normas se basan en tres principios: el de inclusividad, que determina el compromiso de la organización con sus grupos de interés, el de relevancia, que determina los temas que son más relevantes para la organización y sus grupos de interés y finalmente el de capacidad de respuesta a sus grupos de interés sobre asuntos que les afecten. (AccountAbility, 2008).

La norma SA 8000 es otra prestigiosa norma internacional, creada en Estados Unidos en 1997, mediante la cual las empresas pueden implantar la responsabilidad social corporativa y obtener la certificación que lo acredite. Esta norma, a su vez, se basa en otras normas de derechos humanos internacionales ya existentes, entre otros la Declaración Universal de los Derechos Humanos de la ONU (Standard SA 8000).

Por su parte, la norma ISO 26000 es una guía que indica directrices en materia de Responsabilidad Social establecidas por la Organización Internacional para la Estandarización (ISO por sus siglas en inglés). Esta guía ha sido elaborada por expertos internacionales y representantes de los principales grupos de interés. Está diseñada para animar y fomentar la implantación de las mejores prácticas de responsabilidad social a nivel internacional (Standard ISO 26000).

Como vemos, a nivel global existen numerosos de modelos de reporting que posibilitan a las empresas facilitar información sobre sostenibilidad de manera flexible. En un futuro, debería lograrse una mayor estandarización de la información no financiera para facilitar a nivel global la toma de decisiones de inversión. La Unión Europea, consciente de la importancia de los reportings, pretende adecuar su legislación con la finalidad de controlar y evaluar si la información no financiera facilitada por las sociedades cotizadas y no cotizadas es adecuada en materia de sostenibilidad (UE Directiva 2014/95). Cabe destacar que España, para converger con la Directiva 2014/95 de la UE en materia de información no financiera, aprobó el 29 de diciembre del año 2018 la Ley 11/2018 que ha entrado en vigor en enero de 2019.

2.4. Productos financieros éticos, sostenibles o socialmente responsables

Como norma general, la inversión socialmente responsable se materializa a través de la participación en activos financieros emitidos por empresas, que se comportan de una forma determinada, acorde con unas expectativas por parte de los inversores.

Como hemos mostrado anteriormente, el auge actual de los productos financieros con vertiente socialmente responsable es innegable. Estos productos financieros éticos se caracterizan por unir la responsabilidad social a los criterios económicos de los productos financieros convencionales. Por tanto, en esencia son los mismos productos financieros, que tienen el objetivo de lograr un beneficio económico y un beneficio social. Surgen para cubrir las necesidades de los inversores que confieren importancia a ciertos valores sociales y no solo al rendimiento económico.

Según lo expuesto, para el inversor responsable resulta fundamental identificar los activos financieros con los que poder invertir de manera socialmente responsable. La misma Comisión Europea reconoce que si bien todos los productos financieros son susceptibles de formar parte de carteras de inversión socialmente responsables, destacan por su importancia los fondos de inversión y los planes de pensiones individuales y colectivos. Para poder ostentar la denominación de inversión ética y socialmente responsable y diferenciarse de los productos convencionales, deben cumplir criterios sociales, ambientales y de buen gobierno en la inversión, circunstancia que obligatoriamente debe quedar reflejada en los folletos informativos de los productos, con la finalidad de informar de forma transparente a los inversores, de los procesos de selección, seguimiento y evaluación.

Una gran parte de inversores éticos opta por los fondos éticos para realizar sus inversiones, de ahí la importancia que representan para la ISR. En el año 2016 los Fondos ISR en Europa supusieron en conjunto un total del 2% del mercado de los fondos minoristas gestionados, si bien en países como Reino Unido y Francia representan el 12% y el 37% respectivamente. España ocupa la décimo primera posición del ranking ISR europeo de fondos, muy por detrás de países de nuestro entorno como

Francia, Reino Unido y Alemania (VigeoEiris, 2016, 2019). Al respecto cabe destacar que en España el sector minorista representa tan solo el 3% del total de la ISR. En España se comercializan un total de 152 fondos de inversión éticos, de los cuales tan solo 17 corresponden a gestoras nacionales (SPAINSIF, 2016).

2.4.1. Fondos Inversión en España. Marco Legal

Los fondos de inversión están dirigidos por sociedades gestoras de instituciones de inversión colectivas (SGIIC). Estas sociedades son las que deciden los valores en los que invierten los fondos de inversión convencionales, así como los fondos socialmente responsables. Como hemos detallado anteriormente, en la actualidad no existe una definición universalmente aceptada para que determinados fondos se puedan denominar socialmente responsables.

En España la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO), mediante la aprobación de su Circular sobre la Aplicación de Criterios Sociales, Medioambientales y de Gobierno Corporativo (ASG) en la Política de Inversión de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) del año 2014, establece el marco por el cual los fondos de inversión éticos en España pueden ostentar esta denominación. INVERCO agrupa a la práctica totalidad de las Instituciones de Inversión Colectiva españolas, Fondos y Sociedades de Inversión, a los Fondos de Pensiones españoles, y a las Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras registradas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) a efectos de su comercialización en España, siendo la CNMV el organismo que verifica que el fondo cumple con todos los requisitos exigidos. No obstante, es la propia gestora de los fondos la que elige un comité de ética encargado de velar que la política de inversión socialmente responsable sea acorde al ideario inversionista del fondo (INVERCO, 2014).

2.4.2. Planes de Pensiones Colectivos y la ISR

Al respecto de los planes de pensiones colectivos, la Comisión Europea considera su desarrollo imprescindible para el crecimiento en los próximos años de la inversión responsable, destacando la labor de los gestores de fondos de pensiones de empleo y las comisiones de control como dinamizadores del mercado socialmente responsable.

En España, mediante el Real Decreto 681/2014 de agosto de 2014, que modifica el artículo 69 del Real Decreto 304/2004 de Planes y Fondos de Pensiones, quedó establecido que los Fondos de Pensiones de Empleo deben comunicar expresamente si tienen en cuenta o no los riesgos extrafinancieros en el proceso de toma de decisiones de inversión. La inclusión de esta información supuso un importante avance para el desarrollo de planes de pensiones sostenibles, si bien hay que reseñar que la cumplimentación del artículo 69 es complementaria y voluntaria.

2.4.3. Estrategias de selección de los activos a incluir en las carteras de inversiones éticas, sostenibles o socialmente responsables

La inversión socialmente responsable en sus comienzos, se fundamentaba en aplicar la estrategia de excluir de su universo elegible de empresas a aquellas cuya actividad económica fuese en contra de sus creencias religiosas o de sus valores personales, aplicando por tanto un screening negativo básico. Con el paso del tiempo y conforme ha ido evolucionando la sociedad, la estrategia de exclusión ha dado paso a un amplio abanico de estrategias que se aplican por separado o mediante la combinación de dos o más, estas son:

— Exclusión o screening negativo simple. Se basa en excluir del abanico de empresas elegibles a aquellas actividades con actividades contrarias a la política de inversión definida en la estrategia del producto. Los motivos de exclusión más frecuentes son las actividades relacionadas con las armas, con el tabaco y con el juego.

— Screening basado en normas. Puede ser una estrategia positiva o negativa, dependiendo de si incluimos empresas que, independientemente de la actividad que realizan cumplen con ciertas normas internacionales o si las excluimos por no cumplir con estas mismas normas, que están relacionadas con el medioambiente, la

responsabilidad social, los derechos humanos, los derechos laborales y con medidas anticorrupción, normas que el inversor considera de obligado cumplimiento. Entre todas destacamos por su relevancia los Derechos Humanos proclamados por la ONU, los 10 Principios Generales de Naciones Unidas (UN) y los derechos de la Organización Internacional del Trabajo (OIT).

— Screening positivo best-in-class. Es una estrategia de screening compleja que consiste en seleccionar a las mejores empresas dentro de sus respectivos sectores en la aplicación de estándares de buenas prácticas, la metodología utiliza un cálculo que asigna diferentes valores según el desempeño ESG. Las que obtienen mayor puntuación se consideran las mejores. Esta estrategia es muy utilizada actualmente por los índices sostenibles.

2.5. Conclusiones

La inversión socialmente responsable consiste en incorporar criterios no financieros a los criterios clásicos de rentabilidad, riesgo y liquidez. En sus comienzos, con una marcada influencia religiosa, se denominaba inversión ética y los criterios no financieros estaban ligados al sector económico de las empresas en las que se prohibía invertir. Así eran excluidas con motivo de su actividad las empresas relacionadas con los sectores del armamento, las bebidas alcohólicas, la pornografía o los juegos de azar. Con el tiempo, a estas motivaciones religiosas se fueron uniendo otras, como la repulsa a ciertos conflictos bélicos o el apartheid sudafricano. En la actualidad, el análisis de la inversión socialmente responsable incluye criterios medioambientales, sociales y de gobernanza y junto con el screening negativo que supone excluir a las empresas de ciertos sectores, también se emplean otras metodologías de selección, más complejas, denominadas screening positivo.

La inversión socialmente responsable ha ido ganando en importancia, especialmente en las últimas dos décadas, de la mano de los inversores institucionales, principalmente los fondos de inversión y los fondos de pensiones. Fruto de esta evolución aparece el interés en comparar el rendimiento de los diferentes productos de inversión socialmente

responsables y sus homólogos convencionales. Si bien en la abundante literatura que trata este tema no hay un resultado unánime, la mayoría de los trabajos concluyen que no existe una diferenciación significativa entre los resultados obtenidos por unos y otros productos financieros, lo cual no deja de resultar curioso. Especialmente cuando hay diversas teorías económicas que justificarían diferencias, en un sentido o en otro.

Dada la importancia creciente de la inversión socialmente responsable, cabría esperar que se encontrara sujeta a mayor regulación. En realidad, la regulación en este ámbito es muy laxa y a menudo dentro del campo de la voluntariedad. Además, en no pocas ocasiones se basa en iniciativas de organismos internacionales que buscan fomentar la responsabilidad social corporativa. En el ámbito español, destaca la obligación de los fondos de pensiones públicas de invertir un 10% en IRS. En esta línea, el informe anual de los fondos de pensiones de empleo debe informar acerca de los criterios aplicados en la inversión socialmente responsable.

Junto con los fondos de pensiones, han surgido una serie de productos que se caracterizan por unir la responsabilidad social a los criterios económicos de los productos convencionales, como los fondos de inversión socialmente responsables o los índices bursátiles sostenibles. Para poder ostentar esta denominación, cumplen ciertos criterios sociales, ambientales y de buen gobierno que en no pocas ocasiones son definidos por las asociaciones creadas por los propios intermediarios financieros.

Uno de los factores principales en toda política de inversión ética, sostenible o socialmente responsable es la correcta identificación de las empresas en las que se puede invertir por cumplir con ciertos requisitos en materia ESG. Para facilitar la información a los inversores, las sociedades cotizadas deben elaborar memorias de sostenibilidad. Actualmente existen diversos formatos propuestos por diferentes organismos internacionales.

La falta de definiciones claras y de estandarización es una tónica general en el ámbito de la ISR. En términos generales hay poca normativa y son los propios intermediarios financieros, a través de sus asociaciones, los que se autoregulan, dentro de la tradición

anglosajona. En este sentido, llama poderosamente la atención que no se haya definido de forma unívoca la piedra angular sobre la que descansa todo el edificio de la inversión socialmente responsable: la empresa ética. Efectivamente, tal y como se muestra en el siguiente capítulo, no existe una definición de lo que se debe entender que es o no es una empresa ética, sostenible o socialmente responsable, dejándose a numerosos organismos internacionales y agencias de rating social que empleen sus propias definiciones según su parecer y sus intereses.

3. DEFINICIÓN DE EMPRESA ÉTICA

3. DEFINICIÓN DE EMPRESA ÉTICA

3.1. Introducción

Según las indicaciones de la UE expuestas en su Libro Verde, podemos indicar que una empresa es ética o sostenible cuando cumple con la legalidad vigente y además integra voluntariamente en sus prácticas consideraciones de índole ética, social, medioambiental y solidaria (UE Libro Verde, 2001).

Por otro lado, es posible que la percepción que los stakeholders tienen sobre una empresa ética no siempre esté en línea con las definiciones de ética comúnmente aceptadas en el sector financiero (Clavin y Lewis, 2005; Clouder y Harrison, 2005; Galavielle, 2004).

Desde el punto de vista de las empresas, la búsqueda de la ética empresarial puede ser costosa en recursos. Puede hacer ganar ventas a competidores menos escrupulosos y puede consumir tiempo de administración y energía. Pero, por otro lado, los escándalos éticos pueden dañar gravemente a una empresa, castigándola con sanciones legales, la mala publicidad y las relaciones irreparables con los clientes. Por tanto, el comportamiento no ético también puede llevar aparejadas consecuencias graves para las empresas (Aguilar, Francis J., 1994)

Una de las principales cuestiones que plantea la inversión ética o socialmente responsable es la de determinar que organismos tienen autoridad para identificar empresas éticas. Actualmente no existe ningún organismo oficial que determine si una empresa desarrolla un comportamiento ético, sostenible o socialmente responsable. Y mucho menos existe una legislación al respecto que determine políticas y objetivos claros, si bien es cierto que numerosos organismos públicos e instituciones internacionales han elaborado documentos al respecto.

A nivel global, existen diversas instituciones privadas sin ánimo de lucro constituidas para promover la inversión responsable en todo el mundo. En los Estados Unidos cabe destacar por su prestigio al Foro de Inversión Social, mientras que en Europa destaca Eurosif. Esta última es una asociación compuesta por varios foros de inversión sostenible de países europeos y de la industria privada, entre los que se encuentra la asociación española Spainsif. Australia, Asia y Canadá también cuentan con este tipo de instituciones. A nivel global, todas ellas colaboran estratégicamente en “The Global Sustainable Investment Alliance” (GSIA) con el propósito de conseguir que las prácticas de inversión que incorporan los principios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) en todo el mundo se conviertan en la norma, en lugar de ser una excepción (GSIA,2016)

En términos generales se puede resumir que teóricamente se considera que una empresa es ética o sostenible cuando, además de cumplir con la legalidad vigente, adopta y cumple los pactos y directrices internacionales comúnmente aceptados. Cumplir con estos pactos, se considera, de facto, imprescindible para calificar a una empresa como ética y socialmente responsable por muchos autores (Doh, J.P. y Teegen, H. 2002). Los principales pactos y directrices que las agencias de calificación tienen en cuenta para elaborar sus ratings, son principalmente los emitidos por los organismos que comentamos a continuación.

3.2. Organismos Internacionales y Pactos

La ISR es el reflejo de la creciente importancia que los criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo tienen en la toma de decisiones en la gestión de activos. El papel realizado por los organismos internacionales en pro de la ISR y la responsabilidad social corporativa en las empresas ha sido y sigue siendo fundamental. Las diferentes actuaciones a nivel mundial en materia de inversión socialmente responsable se asientan sobre los principios promulgados por estos prestigiosos organismos internacionales, que

constituyen el mayor referente de la ISR. Entre estos organismos y pactos destacan los siguientes:

ONU/Derechos Humanos. La aplicación de los derechos humanos proclamados por las Naciones Unidas en 1948 (Human Rights, 1948) empezaron a ganar importancia en las empresas a partir de los años noventa con la expansión de las multinacionales y la consecuente aparición de casos de abusos de los derechos humanos por parte de las empresas, sin riesgo de sanción para las mismas (Ruggie, 2007).

ONU/Pacto Mundial: Dentro del ámbito oficial, cabe destacar la iniciativa del Pacto Mundial desarrollado en el año 2000 por la ONU. Este pacto busca la aplicación por parte de las empresas de 10 principios en materia de derechos humanos, derechos laborales, protección del medioambiente y lucha contra la corrupción. El objetivo es que las empresas se adhieran al Pacto voluntariamente, adoptando y fomentando los valores que emanan de él. Las empresas que desean adherirse simplemente deben cumplimentar y enviar a la ONU un formulario de admisión y la ONU decide sobre su aceptación. Las empresas adheridas presentan un informe en un plazo de dos años informando sobre el grado de cumplimiento de los principios del Pacto, así como su evolución futura. Las empresas españolas adheridas al Pacto Mundial eran 391 en el año 2016, siendo España, a pesar de su menor importancia económica relativa, el país con mayor representación del mundo (UN Global Compact, 2017).

Según el Pacto Mundial, las empresas se deben adherir a diez iniciativas:

1. Las empresas deben apoyar y respetar la protección de los derechos humanos fundamentales reconocidos universalmente.
2. Las empresas deben asegurarse de que no son cómplices de la vulneración de los derechos humanos.
3. Las empresas deben apoyar la libertad de asociación y el reconocimiento efectivo del derecho a la negociación colectiva.
4. Las empresas deben apoyar la eliminación de toda forma de trabajo forzoso o realizado bajo coacción.
5. Las empresas deben apoyar la erradicación del trabajo infantil.

6. Las empresas deben apoyar la abolición de las prácticas de discriminación en el empleo y la ocupación.
7. Las empresas deben mantener un enfoque preventivo que favorezca el medio ambiente.
8. Las empresas deben fomentar las iniciativas que promuevan una mayor responsabilidad ambiental.
9. Las empresas deben favorecer el desarrollo y la difusión de las tecnologías respetuosas con el medio ambiente.
10. Las empresas deben trabajar en contra de la corrupción en todas sus formas, incluidas la extorsión y el soborno. (UN Global Compact, 2000).

ONU/Objetivos Desarrollo Sostenible: La ONU, mediante el establecimiento de los Objetivos para el Desarrollo Sostenible 2030, pretende a nivel global estimular la economía sin dañar el medio ambiente, con el propósito de conseguir un futuro sostenible para todos. Conseguir estos objetivos va unido al desarrollo de la inversión socialmente responsable, en el que las finanzas sostenibles deben desempeñar un papel importante para el fomento de la sostenibilidad en los procesos de inversión.

Los 17 Objetivos para el Desarrollo Sostenible, se enumeran a continuación. (ONU, 2015):

1. Erradicar la pobreza en todas sus formas en todo el mundo.
2. Poner fin al hambre, conseguir la seguridad alimentaria y una mejor nutrición, y promover la agricultura sostenible.
3. Garantizar una vida saludable y promover el bienestar para todos para todas las edades.
4. Garantizar una educación de calidad inclusiva y equitativa, y promover las oportunidades de aprendizaje permanente para todos.
5. Alcanzar la igualdad entre los géneros y empoderar a todas las mujeres y niñas.
6. Garantizar la disponibilidad y la gestión sostenible del agua y el saneamiento para todos.
7. Asegurar el acceso a energías asequibles, fiables, sostenibles y modernas para todos.

8. Fomentar el crecimiento económico sostenido, inclusivo y sostenible, el empleo pleno y productivo, y el trabajo decente para todos.
9. Desarrollar infraestructuras resilientes, promover la industrialización inclusiva y sostenible, y fomentar la innovación.
10. Reducir las desigualdades entre países y dentro de ellos.
11. Conseguir que las ciudades y los asentamientos humanos sean inclusivos, seguros, resilientes y sostenibles.
12. Garantizar las pautas de consumo y de producción sostenible.
13. Tomar medidas urgentes para combatir el cambio climático y sus efectos (tomando nota de los acuerdos adoptados en el foro de la Convención Marco de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático).
14. Conservar y utilizar de forma sostenible los océanos, mares y recursos marinos para lograr el desarrollo sostenible.
15. Proteger, restaurar y promover la utilización sostenible de los ecosistemas terrestres, gestionar de manera sostenible los bosques, combatir la desertificación y detener y revertir la degradación de la tierra, y frenar la pérdida de diversidad biológica.
16. Promover sociedades pacíficas e inclusivas para el desarrollo sostenible, facilitar acceso a la justicia para todos y crear instituciones eficaces, responsables e inclusivas a todos los niveles.
17. Fortalecer los medios de ejecución y reavivar la alianza mundial para el desarrollo sostenible.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Esta Organización estableció en el año 2000 directrices no vinculantes dirigidas a las empresas multinacionales, siendo el principal propósito de estos principios, el de promover una conducta empresarial responsable en una economía global. Las empresas se adhieren a las directrices a través de su representación en el Comité Asesor de Negocios e Inversión de la OCDE (OCDE, 2011).

La Organización Internacional del Trabajo (OIT). La Declaración Tripartita de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) sobre las empresas multinacionales y la política social en 2001 contiene principios en materia de empleo, formación profesional,

condiciones de trabajo y de vida y relaciones laborales cuya aplicación se recomienda con carácter voluntario a los gobiernos, a las organizaciones de empresarios y de trabajadores y a las empresas multinacionales (OIT, 2001).

3.3. Marco legal en España para las empresas éticas

En España destacamos en primer lugar la Estrategia Española de Responsabilidad Social de las Empresas, para el marco temporal 2014-2020, que se enmarca en el objetivo del Gobierno de impulsar iniciativas destinadas a fortalecer la economía española y avanzar hacia la consecución de un crecimiento inclusivo y sostenible, aprobada por el Consejo de Ministros el 24 de octubre de 2014.

La Estrategia recoge las recomendaciones plasmadas en la Estrategia Renovada de la Unión Europea sobre Responsabilidad Social de las Empresas y tiene en cuenta además otras iniciativas de organizaciones y organismos internacionalmente reconocidos en la materia tales como las líneas directrices de la OCDE para las empresas multinacionales, los diez principios de la iniciativa del Pacto Mundial de las Naciones Unidas, la Guía ISO 26000 sobre responsabilidad social, la Declaración Tripartita de Principios sobre las Empresas Multinacionales y la política social de la OIT y los Principios Rectores.

En segundo lugar, destacamos el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, emitido en 2015 por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), cuyo cumplimiento es voluntario. Sustituye al Código Unificado de Buen Gobierno de las Empresas Cotizadas de 2005. Recoge 64 recomendaciones asentadas sobre las bases de los informes Olivencia (Comisión Olivencia, 1998) y Aldama (Comisión Aldama, 2003). Su objetivo es el de fomentar la responsabilidad social corporativa de las empresas cotizadas españolas adecuando los estándares de España con los exigidos por la UE.

Cabe destacar que, si bien las empresas tienen libertad para acogerse o no al código, si no lo hacen deben explicitar las causas, siguiendo el principio internacional de «cumplir o explicar», por lo que corresponderá a grupos de interés valorar las explicaciones que las sociedades cotizadas den en relación con el no seguimiento, o el seguimiento parcial de las recomendaciones. (CNMV, 2015)

Dada la ausencia de una normativa internacional o nacional que defina o identifique a las empresas éticas, sostenibles o socialmente responsables, es la iniciativa privada, a través de agencias de calificación, la que predominan a nivel global para definir qué empresas se consideran éticas o socialmente responsables. Y es que principalmente son estas empresas o asociaciones empresariales las que se encargan de valorar y clasificar en rankings a las empresas con el fin de determinar si son o no éticas.

3.4. Agencias de Calificación

Efectivamente, una de las vías para evidenciar el comportamiento ético y socialmente responsable de las empresas es aparecer en rankings e índices bursátiles sostenibles. Por este motivo, los últimos años han visto aparecer numerosas agencias de rating social e instituciones que evalúan la actividad socialmente responsable de las empresas (Kutay y Tektüfekçi, 2016, Tükenmez y Gençyürek, 2017).

El mejor medio del que disponen las empresas para transmitir sus comportamientos éticos es aparecer en las listas publicadas por las agencias de calificación (Kutay y Tektüfekçi, 2016; Tükenmez y Gençyürek, 2017). Es por esto que los índices bursátiles sostenibles y las agencias de rating social influyen en miles de millones de dólares de inversión sostenible. (Chatterji, *et.al.* 2009). Si bien las agencias de calificación utilizan diversas metodologías para sus clasificaciones, muchas asignan un peso específico importante al grado de cumplimiento voluntario de pactos y directrices en los epígrafes precedentes, que se consideran un referente para la inversión sostenible (Carasco, E. F. y Singh, J. B., 2008).

Para las agencias de calificación, la información facilitada por las propias empresas es fundamental a la hora de elaborar los ratings, aunque pueden efectuar comprobaciones para verificar dicha información a través de la prensa, de la documentación económica aportada en las memorias y por los expedientes judiciales. Por este motivo, estas agencias son frecuentemente criticadas, además de por las complejas metodologías que aplican y por su falta de transparencia para aplicar los procesos de selección y exclusión. Todo esto genera controversias, ya que con demasiada frecuencia las conductas irresponsables de las empresas calificadas previamente como éticas no tienen como consecuencia su expulsión de los índices éticos o sostenibles (Baccaro y Mele, 2011).

Para identificar y evaluar a las empresas socialmente responsables, las agencias que elaboran los rankings, los organismos especializados y los índices éticos y sostenibles se basan en numerosos criterios de carácter medioambiental, social y de gobernanza, conocidos como ESG (Environmental, Social and Governance). Dependiendo de la metodología concreta, cada uno de estos factores puede incluir unos criterios u otros. La selección de los criterios, así como la forma en la que se deben ponderar para valorar la actividad socialmente responsable de las empresas ha generado un importante corpus de investigación (Verheyden y De Moor, 2015; García-Melón *et al.* 2016; Lamata *et al.* 2016; Petrillo *et al.* 2016). Los rankings, puntuaciones e índices elaborados por estas empresas especializadas son tenidas en consideración por numerosos inversores institucionales a la hora de desarrollar sus estrategias de inversión y la selección de empresas en las que invertir. En el siguiente punto pasamos a comentar las principales agencias de calificación y sus metodologías.

3.4.1. Instituto Ethisphere y “The World’s Most Ethical Companies”

Ya se ha comentado que no existe ninguna normativa que defina claramente qué es una empresa ética o responsable ni ningún organismo oficial que las identifique y liste. Esta laguna la han cubierto diversos institutos y entidades que se dedican a calificar a las empresas y a hacer rankings de empresas éticas o socialmente responsables.

Destacamos por su influencia al Instituto Ethisphere con sede en los EE.UU., que publica anualmente el ranking “The world’s most ethical companies”. Para elaborar este ranking, las empresas que aspiran a entrar en el ranking deben rellenar, previo pago de una cuota, un cuestionario. En base a los datos aportados por la empresa, el instituto utiliza una metodología propia que consiste en otorgar una puntuación sobre 100 basada en 5 categorías con diferentes pesos específicos: ética y programa de cumplimiento (35%), responsabilidad social corporativa (20%), cultura ética (20%), gobierno (15%) y liderazgo, innovación y reputación (10%). El instituto puede efectuar comprobaciones para verificar que la información facilitada por las empresas es correcta, mediante la revisión de artículos de prensa, documentación económica (memorias contables) y expedientes judiciales. No obstante, la información facilitada por la propia empresa resulta fundamental para elaborar el ranking. En la edición de 2018 han sido reconocidas como las más éticas del mundo un total de 135 compañías, procedentes de 23 países y 57 sectores productivos. (Ethisphere, 2018)

3.4.2. La metodología RobecoSam y el Yearbook

RobecoSam selecciona el 15% de las empresas de cada industria para incluirlas en su anuario de sostenibilidad “The Yearbook”.

Aplicando una metodología best-in-class, las empresas, para ser incluidas en el anuario, deben alcanzar una puntuación que esté dentro del 30% de las compañías con el mejor desempeño dentro de su sector industrial. Además de los puntos de sostenibilidad de las empresas derivados de la Evaluación de la Sostenibilidad Corporativa, también se aplica un análisis cualitativo basado en el Análisis de Medios y Partes Interesadas de RobecoSam para determinar la elegibilidad para su inclusión en el anuario. Este análisis se basa en un examen de la cobertura de los medios de comunicación y en la información sobre stakeholders proporcionada por RepRisk ESG Business Intelligence y evalúa la respuesta de una compañía a los problemas críticos de sostenibilidad que pueden surgir durante el año.

Las empresas del “yearbook” aparecen agrupadas en tres categorías (RobecoSam, 2017a):

- Gold: Dentro de cada sector industrial, incluye las empresas con una puntuación total mínima de 60 y siempre y cuando su puntuación se encuentre dentro del 1% de las compañías con el mejor rendimiento.
- Silver: Engloba a todas las empresas que reciben una puntuación total de al menos 57 y cuya puntuación se sitúe entre el 1% y el 5% de la puntuación de la empresa con mejor rendimiento del sector.
- Bronze: Incluye las empresas cuya puntuación sea de al menos 54 y se encuentren dentro de un rango del 5% al 10% de la puntuación de la empresa con mejor rendimiento de la industria
- Industry Mover: El anuario otorga otra distinción a las empresas que no han obtenido medalla, pero que destacan por estar dentro del 15% superior de cada sector y que además han logrado la mayor mejora proporcional en su rendimiento de sostenibilidad.

3.4.3. VigeoEiris y la metodología Equitics

Es una agencia creada de la fusión de dos líderes en sus mercados históricos que tiene sus raíces en Europa y está posicionada como un actor global en la investigación ESG. Para realizar calificaciones de empresas éticas aplica el criterio denominado Equitics, utilizando la combinación de la metodología best-in-class y la de exclusión. En el proceso se seleccionan las empresas destacadas o innovadoras en materia de RSE, así como a las best-in-class, es decir, las empresas que se sitúan por encima de la media en términos de RSE. Por el contrario, las empresas con una performance inferior a la media son excluidas, así como las empresas no transparentes. Adicionalmente, las empresas con importante participación en actividades relacionadas con el armamento, los juegos de azar, la energía nuclear y el tabaco son igualmente excluidas. El proceso de inclusión/exclusión es bianual.

3.5. Críticas a las Metodologías utilizadas por las Agencias de Rating Social

Tras revisar diversas metodologías aplicadas por diferentes agencias de rating con las que detectan y clasifican a las empresas más sostenibles, podemos confirmar que estas metodologías son complejas y faltas de transparencia. Este resultado está en línea con otros estudios que critican las metodologías empleadas y la falta de credibilidad (Hellsten y Mallin, 2006; Windolph, 2011; Utz y Wimmer, 2014; Espinós-Vañó, 2016).

La mayoría de las metodologías aplican en su proceso de inclusión el criterio best-in-class utilizando sistemas de puntuación que difieren sustancialmente entre sí. Este hecho evidencia una necesaria homogeneización en los sistemas de puntuación, que actualmente dependen exclusivamente del criterio subjetivo de las agencias de rating. No obstante, el dato más significativo y alarmante es el referente a la información utilizada por estas agencias para evaluar a las empresas, ya que por lo general procede de las mismas empresas evaluadas. A esto tenemos que añadir que muchas agencias, para realizar sus prestigiosos ratings, cobran una cuota a las empresas evaluadas, todo lo cual hace que nos cuestionemos si realmente son imparciales, sobre todo cuando los medios están constantemente informando de las conductas irresponsables que realizan muchas de estas compañías clasificadas como socialmente responsables.

La sociedad y los mercados financieros están cada vez más preocupados por la ISR (Hansen *et al.* 2009; Wier y Calverley, 2002) Este hecho debiera motivar a las empresas para involucrarse con la sostenibilidad y para comunicar sobre ello, pero no solo para comunicar noticias positivas y dejar fuera las negativas. En un caso extremo, las empresas incluso pueden tener incentivos para transmitir información falsa con el fin de mejorar su reputación (Darby y Karni, 1973; Laufer, 2003).

El riesgo de tal comportamiento oportunista, conocido como lavado verde, se incrementa por la falta de una definición operativa que clarifique qué debemos entender por sostenibilidad corporativa y el gran alcance de las diferentes interpretaciones (Van Marrewijk, 2003)

A pesar de su creciente relevancia, las clasificaciones de empresas responsables están sujetas a muchas críticas, especialmente con respecto a su transparencia (Delmas, 2010; Dillenburg *et al.* 2009; Fowler y Hope 2007; Sadowski *et al.* 2010), respecto a su independencia (Beloe *et al.* 2004; Epstein, 2008) y respecto a su diversidad (Chatterji y Levine, 2006; Chatterji *et al.* 2009).

Otro aspecto a tener en cuenta en las calificaciones sostenibles son los sesgos. (Schäfer. *et al.* 2006) afirman que muchas de estas calificaciones están sesgadas, lo que significa que ponen especial énfasis ya sea en lo ambiental, lo social, o en la dimensión económica. Sin embargo, considerar en mayor cuantía cualquiera de las tres dimensiones es inconsistente, ya que las empresas están obligadas a considerar y armonizar simultáneamente los aspectos ambientales, sociales y la dimensión económica (Schaltegger y Burritt, 2005).

Otro sesgo relevante en las clasificaciones es el relativo al tipo de empresas a calificar. Muchas clasificaciones e índices apuntan a identificar líderes de sostenibilidad, por ejemplo, el DJSI. Sin embargo, la mayoría de las calificaciones se centran en las empresas más grandes y no incluyen empresas pequeñas, ni medianas ni de países emergentes. (Beloe *et al.* 2004; Fowler y Hope, 2007; Schäfer *et al.* 2006).

3.6. Conclusiones

Las diferentes actuaciones a nivel mundial de la ISR se asientan sobre los principios promulgados por prestigiosos organismos internacionales. La adhesión a estos pactos, se considera un requisito indispensable para que las compañías obtengan la calificación de éticas o sostenibles. Algunos de los más importantes son los 10 Principios de la ONU, los Derechos Humanos de la ONU, los Objetivos del Desarrollo Sostenible de la ONU, las líneas directrices de la OCDE para las empresas multinacionales y la Declaración Tripartita de la OIT.

Ante la evidente ausencia de normativa vinculante internacional o nacional que determine el grado de sostenibilidad corporativa de una empresa, son las entidades e institutos privados los que se encargan de realizar esta función. Destaca por su prestigio internacional el Instituto Ethispere en los EE.UU., con la publicación del prestigioso anuario “The Yearbook”, para lo cual utiliza la metodología RobecoSam, basada en la modalidad de screening positivo best in class para confeccionar la lista de empresas que forman parte del prestigioso anuario.”The Yearbook” clasifica a las empresas en tres categorías: Gold, Silver y Bronze; además utiliza otra categoría denominada Industry Mover en la que incluye a aquellas empresas que destacan por la mayor mejora proporcional en su rendimiento de responsabilidad social corporativa.

En el ámbito europeo destaca la agencia Vigeo Eiris, que aplica su metodología denominada Equitics, la cual consiste en aplicar dos tipos de screening en su proceso de selección, best in class para seleccionar empresas destacadas en materia ESG y el de exclusión para eliminar empresas con importante participación en actividades nocivas.

La capacidad de las empresas que elaboran los índices y de las metodologías que aplican para identificar a las empresas éticas y sostenibles queda en entredicho por utilizar metodologías complejas faltas de transparencia e imparcialidad y con sistemas de puntuación que difieren entre sí y que obedecen a criterios subjetivos. Puntuaciones, que por otra parte están sesgadas, ya que ponen especial énfasis en una de las tres dimensiones. Por lo tanto, si bien el hecho de encontrar una empresa dentro de un índice ético debiera dar la seguridad a los inversores de que el comportamiento de dicha empresa responde a estándares éticos y socialmente responsables estrictos, observamos cómo esto no es así.

Este hecho es muy relevante, puesto que la selección de las empresas puede tener un impacto muy grande en la rentabilidad de la cartera de inversión. Según lo identificado en este trabajo, una causa podría ser la inclusión en índices sostenibles de empresas que en realidad no lo son, por lo que el universo de empresas elegibles sería muy similar en los índices sostenibles y en los tradicionales, aspecto éste que se analizará más adelante.

Otro aspecto muy interesante relacionado con esta problemática es analizar los criterios que utilizan las agencias de rating para excluir a las empresas por razón de sus comportamientos irresponsables, tema que analizaremos más adelante, especialmente en el capítulo octavo.

No obstante, y a pesar de todas las deficiencias encontradas, tenemos que indicar que las agencias de rating e índices sostenibles constituyen un referente para los inversores responsables, si bien necesitan mejorar algunos aspectos para clarificar y dar mayor transparencia al proceso de evaluación y así dotarlos de mayor credibilidad.

4. LOS ÍNDICES BURSÁTILES ÉTICOS, SOSTENIBLES Y SOCIALMENTE RESPONSABLES

4. LOS ÍNDICES BURSÁTILES ÉTICOS, SOSTENIBLES Y SOCIALMENTE RESPONSABLES

4.1. Introducción

La importancia de los índices bursátiles en la economía es muy amplia. Hoy en día, se constituyen como uno de los principales indicadores de la economía a nivel global. Los índices representan la evolución de las empresas de un país, de un determinado sector de la economía o de un tipo de activo financiero, agrupando a las principales empresas de un país, las de un área geográfica determinada o a las de un sector determinado. De esta forma se facilita la toma de decisiones a los inversores, ya que los índices en general son referentes o benchmarks de muchos fondos de inversión, en especial para los fondos de inversión de gestión pasiva, que gozan de creciente popularidad.

En las últimas décadas, las principales gestoras de índices bursátiles, conscientes del aumento de inversores institucionales y particulares que integran factores ESG en sus procesos de inversión, han creado los índices éticos. En la actualidad, los criterios de responsabilidad social corporativa y los criterios medioambientales utilizados por los índices sostenibles y las empresas de calificación se están aplicando habitualmente para evaluar a las empresas por parte de los inversores.

Dada la importancia que tiene para las empresas el estar incluidas en los fondos éticos y sostenibles de referencia mundial, el presente capítulo se va a centrar en el proceso de selección de empresas por parte de estos índices.

Cabe destacar que en la actualidad existe cierta confusión terminológica. Así, la mayoría de los trabajos de investigación denominan índices sostenibles, como un concepto más amplio, a los índices éticos (Wai y Cheung 2011), aunque en algunos casos los índices sostenibles solo hacen referencia a aspectos medioambientales.

Las metodologías de selección de empresas implementadas por los índices éticos son fundamentales, dado que las empresas centran su interés en pertenecer a uno o varios índices éticos o sostenibles por la repercusión que estos índices tienen en los medios de comunicación y como referente para los fondos de inversión e inversores en general (Fowler y Hope, 2007).

Como hemos indicado, las metodologías para definir qué empresas cumplen o no en términos de comportamiento ético, sostenible o socialmente responsable son muy diversas y complejas. No obstante, todos los índices utilizan en el proceso de selección uno de los tres criterios que vamos a describir o una combinación de varios:

- a) **Screening positivo.** Es una estrategia positiva o de inclusión, que consiste en la búsqueda y la selección de las empresas que desempeñan las mejores prácticas socialmente responsables y que además obtienen la mejor puntuación en los criterios ESG (Liondis, 2005).
- b) **Best-in class.** Se enmarcan dentro del screening positivo y básicamente consiste en analizar las principales empresas de un sector por criterios de responsabilidad social para seleccionar las mejores de cada grupo, sin aplicar criterios de exclusión. Esta metodología es la más utilizada en Europa (Statman y Glushkov, 2009).
- c) **Screening negativo.** Mediante este proceso se excluyen aquellas empresas que desarrollan una actividad relacionada con la producción de armamento, energía nuclear, tabaco, alcohol, pornografía y juego. Es la metodología más utilizada en Los Estados Unidos (Hill *et al.* 2007) Nótese que la exclusión se hace en función de la actividad realizada, no en base al comportamiento irresponsable en relación a otros aspectos de la responsabilidad social corporativa o la sostenibilidad.

En la actualidad son habituales las alianzas de las empresas gestoras de índices bursátiles con especialistas de inversiones y clasificadores de riesgos. Además, los principales índices incluyen subíndices especializados (sectoriales) cuya característica principal es dotar de un mayor peso específico a un factor que puede ser el medioambiental (green), el social (development) o el religioso (cristiano, shariah). Dada la gran cantidad de índices disponibles y su grado de especificación, es recomendable que los inversores examinen detenidamente el proceso de evaluación y los criterios de selección de los diferentes índices para escoger el que mejor se adapta a su perfil inversor (Ziegler y Schröder, 2010).

Los subíndices que han experimentado mayor auge en los últimos años son sin duda los medioambientales (European Sustainable Investment Forum, 2016).

4.2. Los principales índices éticos, sostenibles o socialmente responsables

El objetivo primordial de los índices éticos o sostenibles es el de identificar a las empresas cotizadas que cumplen ciertos requisitos éticos, sociales y medioambientales y comprobar cómo evoluciona su rentabilidad en comparación con los índices tradicionales (Tükenmez y Gençyürek, 2017).

Los creadores de éstos índices alegan, además, que estos índices ayudan a promover la concienciación de las empresas, que pasan a incorporar el concepto de sostenibilidad dentro de sus estrategias, así como a publicar los logros empresariales en el plano económico, social y medioambiental (Cunha y Samanez, 2013).

Los índices bursátiles sostenibles sirven de referencia a otros productos financieros, como numerosos fondos de inversión que invierten siguiendo estrategias tanto activas como pasivas (García y Martínez, 2011). Además, estos índices son el principal referente con el que cuentan los inversores minoristas, los cuales confían en el criterio de los índices para seleccionar las empresas ya que ellos frecuentemente no disponen

del conocimiento ni de las herramientas necesarias para realizar el análisis de las empresas.

El crecimiento de los índices sostenibles en los últimos años va en gran medida unido al crecimiento de la ISR y de los mercados de valores a nivel global. Las extensas y variadas series de índices éticos, sostenibles o socialmente responsables permiten conocer la rentabilidad obtenida por las empresas sostenibles de diversas regiones (Sun *et al.* 2011). Además, la reciente popularidad de los índices sostenibles ejerce una influencia positiva en la aplicación de los estándares de responsabilidad corporativa (Consolandi *et al.* 2009) dado el interés de muchas compañías en ser incluidas en estos prestigiosos índices (Searcy y Elkhawas, 2012).

El número de índices éticos a nivel global ha crecido considerablemente en los últimos años, superándose en la actualidad el centenar (Kutay y Tektüfekçi, 2016). Esta constante expansión de los índices éticos, se debe en gran medida a la adopción de una práctica generalizada, que consiste en crear nuevos índices a través de ampliaciones de los ya existentes. Como consecuencia de esta continua expansión del sector, es muy difícil analizar la totalidad de índices éticos internacionales.

A continuación, analizaremos las familias de índices sostenibles o socialmente responsables elaboradas por las gestoras de índices bursátiles de mayor prestigio a nivel mundial:

- Dow Jones Sustainability Index (DJSI)
- Financial Times Stock Exchange (FTSE)
- STOXX ESG
- Morgan Stanley Capital International (MSCI)

4.2.1. Dow Jones Sustainability Index (DJSI)

Uno de los índices sostenibles más influyentes a nivel mundial es el Dow Jones Sustainability Index World (DJSI World). Se creó en EE.UU. en 1.999 y es reconocido

como un estándar mundial que además es utilizado por numerosos fondos ISR que no disponen de evaluación propia, por lo que las empresas que componen este índice se convierten automáticamente en elegibles para su inclusión en otros fondos (RobecoSam, 2017b).

Con posterioridad se fueron creando otros índices sostenibles más específicos.

Según (Robinson *et al.* 2011), las empresas incluidas en los índices de la familia DJSI reconocen dos beneficios clave: en primer lugar, dado que el número de inversores socialmente responsables está aumentado, es importante para las empresas estar identificadas como sostenibles con el fin de atraer inversores. En segundo lugar, pertenecer a los índices bursátiles DJSI obliga a las empresas a que desarrollen sus informes de sostenibilidad con mayor transparencia y responsabilidad, lo cual proporciona a los inversores una visión general de las prácticas de sostenibilidad de la empresa.

La familia de índices DJSI lo componen diversas familias de subíndices, con diferentes clasificaciones regionales y criterios de selección medioambientales, sociales, religiosos y económicos (S&P. Dow Jones, 2018).

- A. En función de la región:
- DJSI World
 - DJSI North America
 - DJSI Europe
 - DJSI Asia Pacific
 - DJSI Emerging Markets
 - DJSI Korea
 - DJSI Australia
 - DJSI Chile

B. DJSI Broad Market Index. Este índice se elabora a partir de la sostenibilidad total de las empresas, calculada según la evaluación de sostenibilidad corporativa anual realizada por RobecoSam. También se presenta para diversas regiones y países concretos.

- Dow Jones Sustainability Asia/Pacific 40 Index
- Dow Jones Sustainability Europe 40 Index
- Dow Jones Sustainability Eurozone 40 Index
- Dow Jones Sustainability Canada Select 25 Index
- Dow Jones Sustainability Japan 40 Index
- Dow Jones Sustainability Korea 20 Index

C. DJSI Diversified. La elaboración de este índice se basa en la metodología de RobecoSam, incluyendo además criterios de riesgo y rendimiento financiero del índice bursátil Standard&Poors Global LargeMidCap, así como criterios de exclusión de las empresas involucradas en la fabricación de armas, tabaco, alcohol, entretenimiento para adultos y juegos de azar.

- DJSI World Diversified
- DJSI World Diversified Select
- DJSI World Developed Diversified
- DJSI World Developed ex-Korea Diversified
- DJSI North America Diversified
- DJSI Europe Developed Diversified
- DJSI Asia Pacific Developed Diversified
- DJSI Emerging Markets Diversified
- DJSI Emerging Markets Plus Diversified

D. S&P ESG. Estos índices buscan alcanzar la rentabilidad del índice subyacente mediante la inclusión en el índice exclusivamente de empresas con buenas conductas en los aspectos ESG.

- S&P Global 1200 RobecoSam ESG
- S&P RobecoSam ESG
- S&P Europe 350 RobecoSam ESG
- S&P TOPIX 150 RobecoSam ESG

E. S&P Fossil Fuel Free. Estos índices no permiten la incorporación de compañías que poseen reservas de combustibles fósiles (petróleo, gas natural y carbón térmico). Tampoco las empresas cuya única actividad es la extracción de combustibles fósiles.

- S&P Global 1200
- S&P Asia 50
- S&P/ASX All Australian 50
- S&P Europe 350
- S&P 500
- S&P Latin America
- S&P/TOPIX 150
- S&P/TSX 60

F. DJSI Blue Chip Index family. Estos índices están constituidos por las compañías con mayor peso específico ponderado relativo obtenido en base a la puntuación de la compañía y la puntuación de sostenibilidad de la mejor empresa de cada sector. Su objetivo es alcanzar la rentabilidad de los distintos índices que sirven de benchmark o referencia y que son los siguientes: DJSI World 80, DJSI Europe 40, DJSI Eurozone 40, DJSI North America 40, DJSI EE.UU. 40, DJSI Asia Pacific 40, DJSI Japan 40 y DJSI Korea20. (DJ Blue Chip, 2019)

G. DJ Sustainability. Son un conjunto de subíndices de sostenibilidad que integran a las compañías con alto desempeño en diferentes ámbitos como el económico, el social y el ambiental.

- Dow Jones Sustainability World 80 Index
- Dow Jones Sustainability World ex U.S. 80 Index
- Dow Jones Sustainability North America 40 Index
- Dow Jones Sustainability United States 40 Index
- Dow Jones Sustainability Canada Select 25
- Dow Jones Sustainability Asia Pacific 40
- Dow Jones Sustainability Japan 40
- Dow Jones Sustainability Korea 20
- Dow Jones Sustainability Europe 40
- Dow Jones Sustainability Eurozone 40

H. DJSI Multi-Factor Índices. Cada uno de estos índices se centra en diferentes aspectos medioambientales, sociales y de gobernanza, así como en diversas dimensiones económicas como la volatilidad y los dividendos.

- S&P. Long-Term Value Creation (Global).
- JPX/S&P CAPEX & Human Capital (Japan)
- DJSI.Europe Low Volatility. Europe & ESG (Europe)
- DJSI Europe Diversified. High Beta(Europe)
- DJSI Diversified. Low Volatility High Dividend (Global)

I. DJSI Speciality negative screening. La selección de las empresas se hace mediante el screening negativo, es decir, no se invierte en empresas que realicen determinadas actividades, como la fabricación de armas, tabaco o alcohol.

- Ethical Europe low volatility
- Europe Index ex-Alcohol, Tobacco, Armaments, Firearms and Adult Entertainment
- World Enlarged ex-Alcohol, Tobacco, Armaments, Firearms and Adult Entertainment
- World ex-Alcohol, Tobacco, Armaments, Firearms and Adult Entertainment.

J. S&P Global BMI Shariah. Se trata de índices bursátiles de referencia global que aplica criterios religiosos compatibles con la shariah.

- Dow Jones Islamic Market World Index
- Dow Jones Islamic Market Titans 100 Index (EUR)
- S&P Pan Arab Composite Shariah
- S&P GCC Composite Shariah.

Cabe destacar que las subfamilias medioambientales, dentro de los índices sostenibles, son las que mayor crecimiento están experimentando (S&P Dow Jones, 2017).

Los subíndices medioambientales fundamentan sus procesos de selección de empresas en la gestión ambiental mediante la utilización de indicadores específicos y ponderaciones que otorgan mayor importancia al impacto medioambiental. La finalidad es satisfacer a los inversores preocupados por el deterioro del medio ambiente y que demuestran su preferencia por invertir en empresas que tienden a minimizar su impacto ambiental y a reducir la contaminación y el consumo de minerales fósiles como el petróleo y el carbón.

4.2.2. Financial Times Stock Exchange (FTSE)

Creado en 2001 en el Reino Unido, es uno de los índices de referencia para los inversores con criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (FTSE, 2017). El índice deriva del mundialmente famoso FTSE Global. Aplica la metodología RUSELL consistente en medir el riesgo y el rendimiento de las áreas ambientales, sociales y de gobernanza de las empresas de una manera transparente con la colaboración de EIRIS, organización sin ánimo de lucro proveedora global de investigación independiente sobre el medio ambiente, el desempeño social y la gobernabilidad de las empresas (FTSE, 2017)

Para realizar el análisis ESG se emplean más de 300 indicadores individuales que permiten valorar las características individuales de cada empresa. Se elaboran varias familias de subíndices en base a diversas clasificaciones (FTSE- RUSELL, 2017a):

A. Global, Europa, Americas y Asia

FTSE Global

- Good Emerging Indexes
- Good Global Index
- Good Index Series
- All World ex Coal Index series
- All World ex CW Climate Balanced Factor Index
- All World ex Fossil Fuels Index Series
- All World Green Revenues Index
- Developed Green Revenues Index
- Divest-Invest Developed 200 Index
- Emerging Green Revenues Index
- Environmental Opportunities Index Series
- Environmental Technology Index Series

FTSE Europe

- All Share Green Revenues Index
- Europe Green
- 4Good Environmental Leaders Europe 40 Index

FTSE Americas

- 4 Good US Select Index
- North América ex Coal Indexes
- North América ex Fossil Fuels Indices
- Russell US Green Revenues Index

FTSE Asia Pacific

- 4 Good ASEAN 5 Index
- 4Good Bursa Malasia Index
- 4 Good Japan Index
- Asia Pacific Green Revenues Index
- China Green Revenues Index
- Japan Green Chip 35 Index

B. Green Revenues Index Series

Estos índices solo incluyen empresas cuyos ingresos provienen de bienes, servicios de productos ecológicos.

- FTSE All-World Green Revenues Index
- FTSE Developed Green Revenues Index
- FTSE Emerging Green Revenues Index
- FTSE Asia Pacific Green Revenues Index
- FTSE Europe Green Revenues Index
- FTSE All Share Green Revenues Index
- FTSE China Green Revenues Index
- Russell 1000 Green Revenues Index

- Russell 2000 Green Revenues Index
- Russell 3000 Green Revenues Index
- FTSE Divest-Invest Developed 200 Index
- FTSE All-World ex CW Climate Balanced Factor Indexes

C. FTSE 4Good

La selección de las empresas que componen estos índices se realiza en base a tres pilares básicos: a) screening de inclusión basado en información pública de la empresa, es decir que no la facilita la propia empresa, b) rating Rusell supervisado por un comité independiente compuesto por expertos pertenecientes a organismos de reconocido prestigio internacional y c) screening de exclusión eliminando a las empresas involucradas en la producción de armas y tabaco y las empresas en las que la minería del carbón es su negocio principal.

- FTSE4Good Global 100
- FTSE4Good Global Benchmark
- FTSE4Good UK 50
- FTSE4Good UK Benchmark
- FTSE4Good US 100
- FTSE4Good US Benchmark
- FTSE Emerging Index
- FTSE4Good Emerging Latin America Index
- FTSE4Good ASEAN 5 Index
- FTSE4Good Europe 50
- FTSE4Good Europe Benchmark
- FTSE4Good Australia
- FTSE4Good Australia 30 Index
- FTSE4Good Japan Benchmark
- FTSE4Good Ibex

4.2.3. STOXX ESG

Este índice se creó en el año 1997. Se compone de las empresas líderes en términos ambientales, sociales y de gobernabilidad (STOXX Índices, 2017). STOXX ESG aplica en primer lugar la exclusión de empresas que no estén adheridas al Pacto de Naciones Unidas. En segundo lugar, aplica los estándares KPI consistentes en utilizar una ponderación lineal con diferentes coeficientes sobre diversos criterios como la reducción de emisiones para mitigar el cambio climático, miembros del consejo de administración independientes, mujeres participantes en el consejo de administración o política contra el trabajo infantil.

Además, se penaliza la existencia de retribuciones millonarias a los miembros del consejo de administración de las empresas. Para finalizar, clasifica a las empresas por su puntuación agregada ESG, pasando únicamente las empresas cuya puntuación obtenida las sitúa en la mitad superior de la tabla.

STOXX Limited estableció una alianza con la empresa Sustainalytics, proveedor global de investigación y análisis ESG con 20 años de experiencia en los mercados de inversión responsable e inversión socialmente responsable, para crear el índice STOXX Global ESG con metodología KPI. El índice está compuesto por diversas familias de subíndices que atienden a diversas clasificaciones (STOXX ESG, 2017 y Sustainalytics, 2017):

A. Tipo

- STOXX ESG Sustainability
- STOXX Low Carbon
- STOXX Christian

B. Global, Americas, Asia/Pacific y Emea (Europa, Oriente Medio y África)

Global

- STOXX Global ESG Leaders(USD)

- STOXX Global ESG Select 100(USD)
- STOXX Global ESG Select 100(USD)
- STOXX ESG Environmental Leaders(USD)
- STOXX GLOBAL ESG Social Leaders(USD)
- STOXX Global ESG Governance Leaders(USD)
- STOXX Global ESG Social Leaders Select 30(EUR)
- STOXX Global Governance Leaders Diversification Select 30(EUR)
- STOXX Global ESG Social Leaders Diversification Select 30(EUR)
- STOXX ESG Environmental Leaders Select 30(EUR)
- STOXX Global ESG Environmental Leaders Diversification Select 30(EUR)
- STOXX Global ESG Governance Leaders Select 30(EUR)
- STOXX Global ESG Leaders Diversification Select 50(USD)
- STOXX Global ESG Leaders Select 50(USD)
- STOXX Global ESG Leaders Select 50(EUR)

Americas

- STOXX North America Industry Neutral ESG 150(USD)
- STOXX North America Industry Neutral ESG(USD)
- STOXX North America Industry Neutral ESG 200(USD)
- STOXX North America Ex Tobacco Industry Neutral ESG 150(USD)
- STOXX North America Ex Tobacco Industry Neutral ESG 200(USD)
- STOXX North America Ex Tobacco Industry Neutral ESG (USD)
- STOXX North America ESG Leaders 50
- North America ISTOXX ESG Leaders 30

Asia pacific

- ASIA/PACIFIC®
- STOXX Asia/Pacific ESG Leaders 50(USD)

EMEA®

- STOXX Europe Sustainability
- Euro STOXX Sustainability
- STOXX Europe Sustainability ex-Alcohol, Gambling, Tobacco, Armaments & Firearms, Adult Entertainment
- STOXX Europe Sustainability 40
- Euro STOXX Sustainability ex-Alcohol Gambling Tobacco Armaments & Firearms Adult Entertainment
- EURO STOXX Europe Sustainability ex-Alcohol Gambling Tobacco Armaments & Firearms
- STOXX Europe Sustainability ex-Alcohol Gambling Tobacco Armaments & Firearms
- STOXX Europe 600 SD-KPI
- EURO STOXX 50 SD KPI
- STOXX Europe 50 SD KPI
- Euro STOXX Sustainability
- Euro STOXX Sustainability 40
- Euro STOXX ESG Leaders 50
- STOXX Europe ESG Select 30
- STOXX Europe ESG Leaders 50
- STOXX Europe ESG Social Leaders Select 30 EUR
- STOXX Europe ESG Social Leaders Diversification Select 30
- STOXX Europe ESG Environmental Leaders Select 30 EUR
- STOXX Europe ESG Governance Leaders Diversification Select 30 EUR
- STOXX Europe ESG Governance Leaders Select 30 EUR
- STOXX Europe ESG Environmental Leaders Diversification Select 30 EUR
- ISTOXX Europe Select High Beta 50
- STOXX Europe Sustainability Diversification Select 30

4.2.4. MSCI Index

La familia de índices MSCI ESG (Morgan Stanley Capital International), ha sido creada por la empresa proveedora de índices globales MSCI ESG, que cuenta con una experiencia de más de 40 años (MSCI, 2017 a). Para la creación de los índices éticos MSCI ESG se basa en su homólogo MSCI. Los componentes de los índices se eligen entre las empresas de mediana y gran capitalización que presentan el mejor perfil ESG o que demuestran una tendencia positiva para aumentar su perfil ESG, aplicando, pues, la metodología best-in-class. El índice MSCI World ESG está compuesto por empresas que pertenecen a su benchmark el MSCI World Index, del que se efectúan muy pocas exclusiones.

En 2018 componen el índice MSCI World 1.364 empresas (MSCI, 2017 b). El índice consta de varias familias de subíndices sostenibles, con la siguiente clasificación:

A. Global

- MSCI ACWI ESG Universal Index
- MSCI World ESG Universal Index
- MSCI EM ESG Universal Index
- MSCI Europe ESG Universal Index
- MSCI USA ESG Universal Index

B. Thematic

- Low (Carbon Leaders y Carbon Target)

C. Values

- SRI
- KLD 400 Social Index
- Christian (Catholic, Islamic)
- Ex (Fossil Fuels, Coal y Controversial Weapons)

4.2.5. Otros índices sostenibles

Junto a las empresas proveedoras de índices bursátiles éticos, sostenibles y socialmente responsables que acabamos de mencionar, existen numerosas alternativas que han ido surgiendo al calor del crecimiento de la inversión socialmente responsable. Algunas de las empresas proveedoras de índices e índices más influyentes son las siguientes:

- Calvert Investments

Esta compañía fue creada en 1976 en EEUU. Es pionera en la inversión socialmente responsable y en la época del apartheid creó un fondo de inversión que excluyó a las empresas que operaban en Sudáfrica. Actualmente, la familia de índices Calvert es de las más utilizadas por los fondos de inversión socialmente responsables a nivel internacional (Calvert, 2018).

- DAX/Sarasin

Esta familia de índices, calculados por la alemana Deutsche Börse AG, se centra en empresas alemanas y suizas que cumplen determinados criterios de sostenibilidad. La metodología se basa en una clasificación sectorial y una evaluación individualizada de las empresas (Börse AG,2018).

- ECPI

Fue creado por un grupo de profesores de la Universidad de Bocconi en Milán en 1997. Este índice incluye a empresas que están adheridas a pactos internacionales como los Principios de Naciones Unidas para la Inversión Responsable, la Declaración de los Derechos Humanos o el Protocolo de Kyoto. Además, aplica su propia metodología de screening positivo ESG y un screening negativo para excluir empresas que produzcan o distribuyan armamento militar, armas, tabaco, alcohol, pornografía, energía nuclear o alimentos modificados genéticamente (ECPI, 2017).

- Ethibel / Vigeo-Eiris

Se trata de una empresa, fruto de diversas fusiones, especializada en la calificación de empresas en cuanto a su desempeño en el ámbito ESG y centrada en el mercado europeo. Clasifica a las empresas en seis niveles, combinando el screening negativo y el screening positivo best-in-class. Los grupos son: pioneras, best-in class, por encima de la media, inferior a la media, laggards, y empresas con actividades relacionadas con el armamento, el tabaco, los juegos de azar o la energía nuclear (ETHIBEL, 2017).

- Jantzi Social Index

El Jantzi Social Index fue creado en 2000 en colaboración con Dow Jones Indexes y se centra en las 60 compañías de mayor tamaño de la bolsa de Toronto, Canada. La empresa Sustainalytics desarrolló la metodología para realizar el examen del desempeño de las empresas en áreas como las relaciones con los aborígenes, la participación en asuntos comunitarios, el gobierno corporativo, el respeto al medioambiente y a los derechos humanos. El índice aplica además un screening negativo, excluyendo a empresas relacionadas con las armas, el tabaco y la energía nuclear.

- Kempen

El índice Kempen SNS Smaller Europe SRI Index, creado por el banco británico HSBC, está constituido por empresas europeas a las que se les aplica un screening positivo y un screening negativo (armas, tabaco, pornografía, energía nuclear, experimentación con animales). El índice proporciona una vía de inversión a los inversores que quieren invertir en empresas europeas relativamente pequeñas que son sostenibles desde la perspectiva ESG y a su vez proporciona un estímulo a las empresas seleccionadas para seguir cumpliendo con los criterios éticos y sociales (Kempen, 2017).

- Morningstar

Morningstar es una empresa líder mundial en cuanto a productos y servicios para gestores de fondos de inversión, asesores financiera e inversora. Su familia de índices sostenibles se basa en una metodología propia y es utilizada por más de 20.000 fondos. Se evalúan más de 1.400 empresas a nivel mundial en base a más de 60 indicadores ESG. La finalidad de los índices es incluir empresas con un alto nivel de sostenibilidad manteniendo un perfil de rentabilidad y riesgo similar al del mercado (Morningstar,2018).

- Nasdaq /OMX Green

El mercado de valores tecnológico de EEUU, Nasdaq, creó los índices Green Economy Family en 2007, tras la adquisición del grupo OMX. Se centran en el desarrollo verde y la economía sostenible, incluyendo los sectores de transporte, energía renovables y agua. En el ámbito geográfico, esta familia de índices engloba los mercados norteamericanos y europeos, así como otros mercados desarrollados y emergentes. Está formado por empresas que cumplen con los criterios de un modelo económico de desarrollo sostenible y el cumplimiento de un análisis ESG. Además, se excluyen empresas relacionadas con la producción de armas, tabaco, alcohol, pornografía y juegos de azar (Nasdaq OMX Green, 2019).

4.2.6. Métodos de selección de empresas aplicados por los principales índices bursátiles de sostenibilidad

En la siguiente tabla se muestran las familias de índices sostenibles que se han descrito en los epígrafes anteriores y se sintetizan sus principales características: criterios que aplican, metodologías, periodicidad de publicación de rankings y de revisión, ámbito geográfico, origen y año de creación.

	DJSI Global	FTSE Global	STOXX Global	MSCI	NASDAQ OMX	JANTZI	ETHIBEL VIGEO-E	MORNINGSTAR	CALVERT	DAX/SARASIN	KEMPEN
CRITERIOS	Best-in Class	ESG. + Screening	Exclus. + ESG	ESG. + Screening	ESG. + Screening	ESG. + Screening	Best-in Class + ESG + Screening	ESG. + Screening	Ambient. Social + Derechos Humanos	Best-in Class + ESG	ESG. + Screening
METODOLOGÍA	Robeco SAM	RUSELL	KPI Score	MSCI	NASDAQ	Sustainalyt ic	Vigeo-E	Morningstar Sustainalytics	Calvert	DAX	HSBC Score
PUBLICACIÓN RANKING	The book of year	Vigeo Elris	E. Stox. 50	MSCI	NASDAQ Review	Sustaina lytic Review	Forum Vigeo-E	Morningstar	Calvert Funds	Bank Sarasin Researc	Bank HSBC
PERIODICIDAD REV. INCLUS.	Anual	Semestral	Anual	Trimestral	Semestral	Trimestr al	Anual	Semestral	Semestral Trimestral	Mensual	Trimestral
ÁMBITO	Mundial Región País	Mundial Región País	Mundial Región País	Mundial Región País	Mundial Región País	País	Mundial Región País	Mundial Región País	Mundial Región País	País	Región
ORIGEN	EE.UU.	UK	Zurich	EE.UU	Europa	Canadá	Francia/UK	EE.UU.	EE.UU.	Europa	UK
AÑO CREACIÓN	1999	2001	1997	2007	2010	2000	2015	2015	1976	2015	2003

Tabla 1. Características de los índices sostenibles

Fuente: Elaboración propia

Analizando la tabla 1 podemos observar que prácticamente todas las agencias de rating e índices sostenibles aplican la estrategia best-in-class y el screening positivo. Por el contrario, son una minoría las que utilizan en el proceso de selección la estrategia del screening negativo, además, lo utilizan en combinación con el screening positivo. Esto es así, a pesar de que como hemos visto en el trabajo, el screening negativo es el origen de la inversión socialmente responsable, ya que es simple y responde a lo que se supone demanda el inversor minorista, a saber, que su dinero no se utilice en inversiones dañinas. Que se cumpla esta finalidad no se puede garantizar mediante estrategias de inclusión best-in-class, que resultan demasiado complejas y al final no se puede discernir con claridad si se elige a las empresas más responsables de cada sector o simplemente a las menos malas.

El enfoque más básico, como hemos visto consiste en aplicar un screening negativo que excluya a las empresas que operan en sectores que se consideran no éticos, como el tabaco, el alcohol y la energía nuclear. Por otro lado, adoptar una política de inclusión de las mejores empresas de cada sector industriales, refleja una política de puntuaciones con un enfoque subjetivo.

Como alternativa, algunos índices realizan una selección de empresas en función a su adhesión a los pactos y directrices emitidos por organismos internacionales de reconocido prestigio. Este criterio de selección ofrece, a priori, un enfoque más objetivo y coherente con el inversor, si bien la mera adhesión a un pacto o a unos principios no deja de ser un simple acto formal y no garantiza en absoluto su cumplimiento por parte de la empresa.

4.2.7. La presencia de empresas españolas en los índices éticos o sostenibles

Llegados a este punto, resulta interesante conocer qué empresas españolas han merecido ser incluidas en los índices éticos, sostenibles o socialmente responsables más prestigiosos del mundo. Conocerlas resulta además informativo pues nos permite evaluar si, desde nuestra propia percepción a raíz del conocimiento que tenemos de esas empresas, efectivamente estas empresas tienen un desempeño ESG adecuado.

La tabla 2 muestran las empresas cotizadas españolas que se hayan incluidas en los índices analizados en el año 2017: DJSI World, DJSI Europe, FTSE 4Good Ibex, STOXX Europe Sustainability, MSCI ESG World, MSCI Europe SRI, ECPI y Ethibel Sustainability Index Excellence. Además, se muestra si pertenecen o no al IBEX-35, índice éste totalmente convencional que recoge la evolución de las 35 empresas españolas más grandes por capitalización bursátil.

	DJSI World	DJSI Europe	FTSE4 GOOD IBEX	STOXX Europe SUST.	MSCI Europe SRI	ECPI	ETHIB. SUST. EXC.	Incluidos en IBEX-35
ABERTIS			X	X		X		
ACCIONA			X			X		X
ACERINOX			X			X		X
ACS			X					X
AENA			X			X		X
AMADEUS	X	X	X	X		X		X
ARCELORMIT			X					X
ATRESMEDIA			X					X
B. SABADELL			X			X	X	X
B. SANTANDER	X	X	X			X		X
BANKIA	X	X	X			X		X
BANKINTER		X	X	X		X		X
BBVA			X	X	X		X	X
BME			X					
CAIXABANK	X		X			X	X	X
CELLNEX			X					X
CORP. ALBA			X					X
DIA			X					
EBRO FOODS			X					X
ENAGAS	X	X	X				X	X
ENDESA	X		X					X
FCC			X					X
FERROVIAL	X	X	X		X			X
GAS NATURAL	X	X	X				X	
IAG			X					X
IBERDROLA	X	X	X		X			X
INDITEX	X	X	X		X		X	X
INDRA A	X		X					X
LOGISTA			X					X
MAPFRE			X					X
MEDIASET			X					X
MELIA H.			X					X
NH HOTEL			X					X
OHL			X					X
PRISA			X					X
PROSEGUR			X					
R.E.C	X	X	X				X	X
REPSOL			X		X		X	X
SACYR			X					X
SIE. GAMESA	X	X	X					
TELEFONICA	X	X	X				X	X

Tabla 2. Empresas españolas incluidas en los principales índices éticos
Fuente: Elaboración propia

De la tabla 2 se desprende que la mayor parte de las grandes empresas españolas cotizadas se encuentran presentes en algún índice bursátil ético. Evidentemente, su presencia se concentra principalmente en aquellos índices con carácter regional, es decir, los que se centran en empresas europeas, si bien también es posible hallar empresas españolas en algunos índices mundiales.

La capitalización bursátil de las empresas españolas es relativamente baja en comparación con las grandes multinacionales europeas o estadounidenses, lo que explicaría que las cotizadas españolas tengan un papel marginal en los índices éticos globales. Es decir, probablemente el efecto tamaño sea un factor tácito determinante para la inclusión de las empresas en los índices globales, por lo que en realidad la infrarrepresentación de las firmas españolas en realidad no implique que éstas sean menos éticas o sostenibles que sus homólogas extranjeras. Además, destaca que la gran mayoría de empresas españolas representadas en la tabla son empresas de servicios, entre las que destacan las entidades financieras, siendo menor la presencia de empresas manufactureras.

En principio, si confiamos en el proceso de screening realizado por las empresas especializadas, podríamos afirmar que las empresas españolas que se incluyen en los índices éticos aparentemente se comportan de manera social y responsable. Aparentemente, ya que, como veremos en más adelante, son diversas las noticias periodísticas y los estudios que señalan que muchas de las empresas de la tabla muestran un comportamiento poco ético y contrario a las directrices de la responsabilidad social corporativa (Riera e Iborra, 2016).

Una característica que llama poderosamente la atención es que la mayoría de las empresas españolas incluidas en los índices éticos también se encuentran incluidas en el IBEX-35. Si observamos el índice español sostenible, el FTSE4Good Ibex y el IBEX 35, comprobamos que tienen en común la mayor parte de las empresas. Este hecho, con independencia de que la ponderación en los índices sea diferente, necesariamente va a hacer que la evolución de ambos índices y su performance sea muy similar. También cabe preguntarse en qué medida es interesante un índice sostenible que prácticamente replica el índice convencional. Y, por otro lado, cabe preguntarse si realmente es cierto que prácticamente todas las empresas incluidas en el índice IBEX 35 merezcan ser calificadas de éticas, sostenibles o socialmente responsables. Estas cuestiones son las que van a ocupar los dos próximos capítulos.

4.3. Conclusiones

Desde finales del siglo pasado, la popularidad de los índices ha experimentado un crecimiento muy marcado y son muchas las grandes empresas a nivel internacional que buscan pertenecer a los mismos por la repercusión que su inclusión tiene en los medios de comunicación y para los inversores institucionales y minoristas. Efectivamente, estos índices son uno de los principales referentes para los inversores minoristas con sensibilidad en cuanto a responsabilidad social corporativa de las empresas, pues ellos no disponen del conocimiento, las herramientas ni el tiempo necesario para evaluar todas las empresas potenciales en pos de identificar las que tienen un comportamiento acorde con sus convicciones éticas.

Con el fin de adaptarse a las diferentes preferencias y sensibilidades de los inversores, han surgido numerosas familias de índices, gestionadas por varias empresas gestoras de índices bursátiles, que se centran en aspectos geográficos, medioambientales o la exclusión de sectores industriales concretos. Prácticamente todas estas empresas emplean estrategias de screening positivo y best-in-class. Al aplicar estas metodologías, no se puede garantizar que las empresas componentes de los índices tengan efectivamente un comportamiento intachable. En otras palabras, no se puede afirmar que la inversión en empresas del índice evite a los inversores participar en el capital social de empresas con comportamientos socialmente irresponsables, poco éticos o dañinos para el medioambiente.

Al estudiar el caso español, a la vista de las empresas que son componentes de los diversos índices bursátiles socialmente responsables de referencia, surge la duda acerca de la idoneidad de las metodologías de screening, pues es obvio que muchas de las empresas incluidas están envueltas en escándalos de diversa naturaleza debido a su comportamiento irresponsable, lo que debería excluirlas automáticamente de estos índices, de aplicarse una definición de empresa ética coherente con lo que se entiende por comportamiento ético de forma coloquial.

5. ÍNDICES SOSTENIBLES VS. ÍNDICES CONVENCIONALES

5. ÍNDICES SOSTENIBLES VS. ÍNDICES CONVENCIONALES

5.1. Introducción

Los inversores en renta variable disponen principalmente de dos opciones a la hora de decidir cómo invierten su patrimonio, en función de cuál sea su opinión en relación a la eficiencia del mercado bursátil.

Si piensan que el mercado es ineficiente, se decantarán por estrategias de gestión activa. Dentro de este grupo, las estrategias se dividen a su vez en dos grupos: las que se basan en el análisis fundamental y las que se basan en el análisis técnico o el análisis chartista.

La diferencia fundamental entre estos dos grupos radica en la información en la que se basan para tomar las decisiones de inversión y desinversión. Así, mientras el análisis fundamental estudia toda la información disponible acerca de la empresa (García y Moya, 2009), su sector y la economía en su conjunto, el análisis técnico y el análisis chartista se centran en la información aportada por la evolución del precio del activo en cuestión. Estrategias basadas en medias móviles y otros indicadores (Pla-María y García, 2015; Cuta Durán, 2017; Eguiguren Balerdi y Guijarro, 2017), o en figuras como la bandera (Cervelló-Royo *et al.* 2015; Arévalo *et al.* 2017) son ejemplos de esta forma de invertir. Por otro lado, el análisis técnico y el análisis chartista se emplean principalmente para inversiones a corto o muy corto plazo, es decir, de naturaleza especulativa, mientras que el análisis fundamental se enfoca al largo plazo, a inversiones duraderas.

Si el inversor considera que el mercado es eficiente y, por lo tanto, no es posible batirlo de forma sistemática en términos de rentabilidad y riesgo, se decantará por una estrategia de inversión pasiva, consistente en replicar un índice bursátil de referencia

(García y Guijarro, 2011), mediante la réplica completa o la réplica parcial (García *et al.* 2011, 2013, 2018). Actualmente existen productos financieros que replican los índices, denominados Exchange trade funds (ETF), por lo que implementar estrategias de gestión pasiva es muy sencillo y no requiere de apenas conocimientos específicos. La gestión pasiva goza de muchos adeptos entre los inversores a largo plazo pues, efectivamente, resulta muy complejo batir al mercado en horizontes temporales dilatados. Esta realidad se comprueba fácilmente contrastando la rentabilidad con los dividendos obtenidos por los índices de referencia y la obtenida en el mismo periodo por los fondos de inversión que operan en ese mercado.

Junto al aumento de la popularidad de la gestión pasiva de carteras de inversión, una evolución reciente de gran importancia es la mayor sensibilización por parte de los inversores en cuanto al comportamiento de las empresas en las que invierten (Espinós-Vañó *et al.* 2018b). Así, muchos inversores no quieren tener relación con empresas cuyo comportamiento frente a la sociedad consideran inadecuado, irresponsable o poco ético. Ante esta demanda por parte de los inversores, las empresas que se dedican a crear índices bursátiles han respondido creando los denominados índices éticos o socialmente responsables (Kutay y Tektüfekçi, 2016). Estos índices, mediante procesos de screening negativo y screening positivo seleccionan aquellas empresas que participan en el índice, asegurándose, en principio, de que se comportan de forma socialmente responsable (Espinós-Vañó, 2016).

La selección de las empresas que forman parte de las carteras de inversión éticas es un aspecto de gran importancia que ha sido objeto de numerosos estudios. Limitar el universo de empresas en las que se puede invertir limita las posibilidades de inversión y, por lo tanto, puede tener repercusiones en la rentabilidad y la volatilidad del índice resultante (Trinks y Scholtens, 2017). Este aspecto ha sido analizado en multitud de estudios, sin que se pueda llegar a resultados concluyentes (Bertrand y Lapointe, 2015).

Así, algunos estudios señalan que la rentabilidad de las carteras de inversión éticas es inferior a la de sus análogas convencionales, ya que al reducir las posibilidades de inversión descartan a las empresas más rentables (Trinks y Scholtens, 2017).

Otros estudios, por el contrario, encuentran que las carteras de inversión éticas son más rentables, puesto que las empresas que se comportan de forma responsable con la sociedad logran mejores resultados a medio plazo (Garz *et al.* 2002; Tamosiuniene y Slapikaite, 2012; Slapikaite y Tamosiuniene, 2013, Lean *et al.* 2015; Rodríguez-Fernández, 2016). Una variable a tener en cuenta y que podría ser determinante para analizar la rentabilidad de los índices sostenibles, es el factor tiempo. Esto ha sido ilustrado en un estudio de Statman y Klimek (2005), quienes encontraron que los rendimientos de los índices socialmente responsables analizados superaron a los del índice S&P 500 en el periodo comprendido entre mayo de 1.990 y abril de 2004, aunque no en todos los subperiodos. En general los rendimientos de los índices socialmente responsables analizados fueron superiores en la década de los noventa e inferiores desde principios del 2000.

Un tercer grupo de trabajos dice no encontrar ninguna diferencia significativa entre la rentabilidad obtenida por los inversores éticos y los no éticos (Renneborg *et al.* 2011; Managi *et al.* 2012). En este sentido, una línea de investigación señala que en realidad no existe diferencia entre los activos en los que invierten los denominados fondos de inversión éticos y los fondos convencionales, por lo cual, es normal que no haya diferencias en las rentabilidades obtenidas (Hellsten y Mallin, 2006; Espinós-Vañó, 2016; Riera e Iborra, 2016). En este caso, de existir diferencias en la rentabilidad en contra de los inversores éticos, esta menor rentabilidad podría deberse a que los gestores de dichos fondos saben que los inversores éticos están dispuestos a obtener menor rentabilidad pensando que invierten exclusivamente en empresas socialmente responsables, puesto que en realidad no existe otra justificación en base a las políticas de selección de activos.

La figura 1, que se muestra a continuación compara las rentabilidades obtenidas por el prestigioso índice sostenible DJSI World, y su índice de referencia (benchmark) Dow Jones World. Se observa que las rentabilidades de ambos índices durante el periodo comprendido entre el 11 de enero de 2016 y el 11 de noviembre de 2018 siguen la misma evolución. Este hecho respalda los resultados obtenidos por los estudios que

evidencian que no existen diferencias significativas entre un índice sostenible y su benchmark.

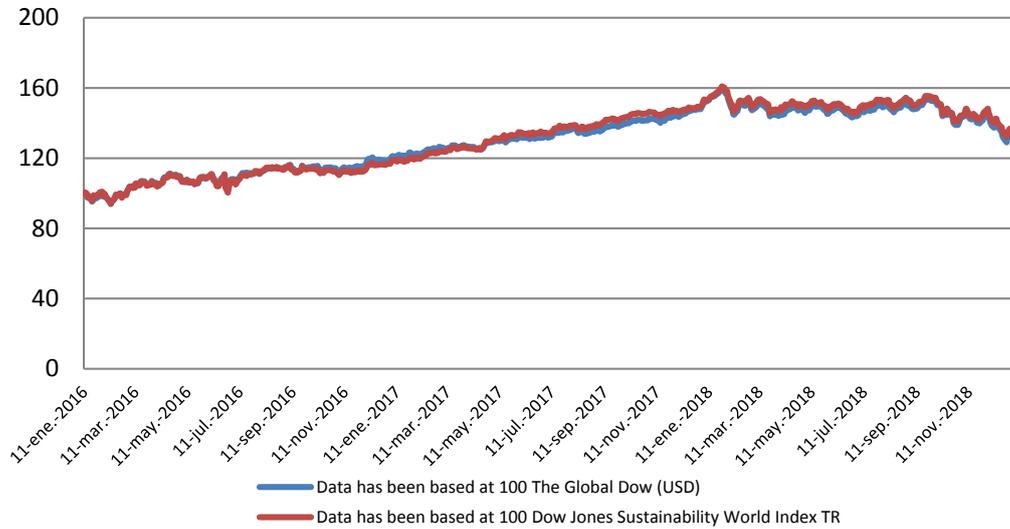


Figura 1. Comparación de las rentabilidades de los índices Global Dow Jones y DJSI World
Fuente: Elaboración propia según datos de cotización históricos Dow Jones

Si observamos la figura 2 podemos observar que la situación se repite en el caso del índice sostenible S&P 500 y S&P Global 1200 Fossil Fuel Free en el periodo comprendido desde el 16 de enero de 2014 hasta el 16 de enero de 2019.

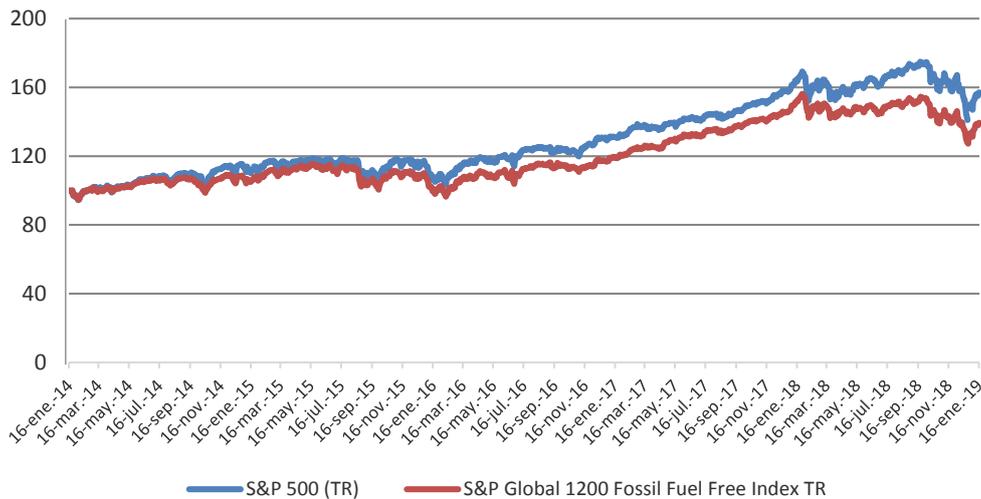


Figura 2. Comparación de las rentabilidades de los índices S&P 500 y S&P Global 1200 Fossil Fuel Free
Fuente: Elaboración propia según datos de cotización históricos S&P

En este capítulo se analiza cuál es la situación en el caso del principal índice bursátil sostenible español. Se trata de comprobar si existen diferencias significativas entre la evolución de la rentabilidad del índice convencional más importante de la bolsa española, el IBEX-35, y el índice ético de referencia en el mercado bursátil español, el FTSE4Good Ibex. Además, se intentará explicar a qué se puede deber el resultado obtenido.

5.2. Descripción de los índices bursátiles españoles IBEX-35 y FTSE4GOOD IBEX

Los dos índices bursátiles españoles cuya rentabilidad se va a comparar son el IBEX-35 y el FTSE4Good Ibex.

El IBEX-35 es el índice decano del mercado de acciones español. Se creó en 1990 y está compuesto por los 35 valores más líquidos cotizados en el sistema de interconexión bursátil de las cuatro bolsas españolas, si bien en ocasiones el número de componentes no es 35, algo, por otro lado, común en los índices. Es el principal índice de referencia para conocer la evolución del mercado español y es el subyacente en la contratación de productos derivados. El IBEX-35 no realiza ninguna diversificación de naturaleza sectorial, siendo la única variable que se considera para la inclusión en este índice la liquidez de las acciones de las compañías. Aunque en principio el tamaño de la empresa no es el factor determinante, de facto ocurre que las acciones de las empresas de mayor tamaño son las que más se negocian. Los componentes se revisan dos veces al año.

El índice FTSE4Good Ibex se creó en 2008, está compuesto por 34 empresas y se revisa dos veces al año. Se compone de valores que, perteneciendo al índice IBEX-35 o al FTSE Spain All Cap, cumplen con ciertos criterios de buenas prácticas en el ámbito de la responsabilidad social corporativa. Así, a las empresas incluidas se les supone un comportamiento ético y socialmente responsable.

Los criterios de inclusión del FTSE4Good Ibex se desarrollan a partir de un extenso proceso en el que participan organizaciones no gubernamentales, consultores, académicos, la comunidad inversora y el sector empresarial. Las compañías son asesoradas respecto a estos criterios por el Ethical Investment Research Service (EIRIS) y su socio en España, la Fundación Ecología y Desarrollo (ECODES). De esta manera, el proceso de selección consiste en un primer screening negativo y un posterior screening positivo.

El screening negativo determina que no se puede incluir en el índice a las empresas tabaqueras, a las que suministran servicios o piezas estratégicas o que fabrican sistemas de armamento nuclear, a las que fabrican sistemas de armamento completos, ni a las propietarias u operadoras de centrales de energía nuclear. En el caso español, es fácil comprobar que este proceso de exclusión solo afecta a algunas empresas eléctricas ya que en ningún caso se menciona la financiación de las actividades mencionadas, lo que salva a las entidades financieras de la exclusión.

En la fase de screening positivo se seleccionan aquellas empresas con mejor gestión medioambiental, mejores estándares de trabajo en la cadena de abastecimiento, mayor rechazo a la corrupción, más defensoras de los derechos humanos y laborales, y que trabajen contra el cambio climático.

Con la creación del índice FTSE4Good Ibex, se crea una herramienta que, en principio, permite a los inversores socialmente responsables identificar a las empresas que tienen un comportamiento ético. Además, es un indicador que muestra la evolución de las empresas socialmente responsables y una herramienta para el desarrollo de productos de inversión socialmente responsable. Por su parte, las empresas incluidas en el índice pueden mejorar así su imagen de marca y publicitar su buen gobierno corporativo.

Es interesante resaltar que actualmente la legislación española exige a los fondos de pensiones públicas que inviertan un 10% en inversión socialmente responsable, con lo que las empresas incluidas en este índice pueden atraer esta inversión.

En el momento de realizar este trabajo en 2017, los componentes de los índices IBEX-35 y FTSE4Good Ibex eran los que se muestran en la tabla 3.

EMPRESAS	IBEX-35	FTSE4Good IBEX
ABERTIS	X	-
ACCIONA	X	-
ACERINOX	X	-
ACS	X	-
AENA	X	-
AMADEUS	X	-
ARCELORMITTAL	X	X
BANCO SABADELL	X	X
BANKIA	X	-
BANKINTER	X	X
BBVA	X	X
CAIXABANK	X	X
CELLNEX TELECOM	X	-
COLONIAL	X	-
DIA	X	-
ENAGAS	X	X
ENDESA	X	-
FERROVIAL	X	X
GAS NATURAL	X	X
GRIFOLS	X	-
IAG	X	-
IBERDROLA	X	X
INDITEX	X	X
INDRA	X	-
MAPFRE	X	X
MEDIASET	X	X
MELIA HOTELS	X	X
MERLIN PROPERTIES	X	-
RED ELECTRICA	X	X
REPSOL	X	X
SANTANDER	X	X
SIEMENS GAMESA	X	X
TÉCNICAS REUNIDAS	X	-
TELEFÓNICA	X	X
VISCOFAN	X	-
BME	-	X
ENCE	-	X
ERCROS	-	X
FCC	-	X
FLUIDRA	-	X
OHL	-	X
PRISA	-	X
PROSEGUR	-	X

Tabla 3. Componentes del IBEX-35 y del FTSE4Good Ibex
Fuente: Elaboración propia según datos Bolsa de Madrid

La tabla 3 muestra claramente cómo son muchas las empresas que pertenecen simultáneamente a ambos índices. Además, casi todas las empresas que pertenecen al FTSE4Good Ibex y en la actualidad no pertenecen al IBEX-35, sí que han pertenecido a este índice en un pasado no muy lejano. Por este motivo, salvo que las ponderaciones de las diferentes empresas en los índices sean muy diferentes, es de esperar que la evolución de ambos índices sea muy similar.

Por otro lado, llama la atención la inclusión de Iberdrola en el índice FTSE4Good Ibex, siendo como es operadora de centrales nucleares, por lo que debería haber sido eliminada en la fase de screening negativo.

5.3. Comparación de la rentabilidad obtenida por los índices bursátiles españoles IBEX-35 y FTSE4GOOD IBEX

Un simple análisis visual de la figura 3, que muestra la evolución de la rentabilidad de los índices IBEX-35 y FTSE4Good Ibex entre 04/10/2008 y 29/03/2018, desvela la gran similitud en el comportamiento de ambos índices. Es digno de mención que se trata de un periodo de prácticamente diez años en el que hubo muchas fluctuaciones en la bolsa española.



Figura 3. Evolución de la rentabilidad de los índices IBEX-35 y FTSE4Good Ibex en el periodo 10/04/2008 a 29/03/2018

Fuente: Elaboración propia según datos de cotización históricos Bolsa de Madrid

Al calcular la correlación entre ambos índices encontramos, efectivamente, que es muy elevada, del 0,99.

La elevada correlación no implica que la evolución sea exactamente la misma, y se observa cómo en algunos momentos el IBEX-35 tiene un comportamiento más favorable en cuanto a rentabilidad, mientras en otros momentos es el FTSE4Good Ibex el más rentable.

En cualquier caso, es obvio que invertir en el índice ético español no aporta ventajas de diversificación frente a la inversión en el IBEX-35. Lo cual era de esperar, dado que los valores que componen los dos índices son muy similares, tal y como se ha visto en la sección anterior. En el momento actual, más de dos terceras partes de las empresas presentes en el FTSE4Good Ibex, 18 de las 26, son igualmente integrantes del índice IBEX-35.

Ante este resultado, cabe preguntarse qué ventajas reales aporta el índice FTSE4Good Ibex a los inversores. En un principio, la principal razón de ser de los índices socialmente responsables o éticos es identificar aquellas empresas que tienen un comportamiento acorde con una serie de valores y facilitar la tarea de selección de empresas a los inversores con preocupaciones éticas.

No obstante, como se ha comentado anteriormente, son muchos los trabajos que demuestran que las empresas en estos índices no siempre se comportan como se espera que lo hagan las empresas éticas. Véase Espinós-Vaño (2016) y Riera e Iborra (2016) para el caso de las empresas españolas. Nuestro estudio muestra que, en cuanto a la selección de empresas, no existen grandes diferencias entre ambos índices. Además, la ponderación de las empresas es muy similar. Así, las cinco empresas con mayor ponderación en el índice FTSE4Good Ibex, que son Telefónica, Banco Santander, BBVA, Repsol e Iberdrola, tienen una ponderación conjunta del 40%. Estas empresas, que están todas incluidas en el IBEX-35, tienen una ponderación del 45 % en dicho índice. Esto parece indicar que el peso total de las empresas que solo están en el índice FTSE4Good Ibex y no en el IBEX-35 es muy bajo. Por todo lo expuesto, es obvio que

este índice no es un indicador del comportamiento bursátil de las empresas socialmente responsables en España.

Para las empresas, sí que parece interesante formar parte del índice ético, puesto que de esta manera son designadas automáticamente por muchos inversores como empresas socialmente responsables, por lo que pueden invertir en ellas, lo que supone un flujo adicional de inversiones en estos valores. Además, hay que recordar la obligatoriedad para algunos inversores institucionales de invertir un porcentaje de su cartera en acciones de empresas socialmente responsables.

5.4. Conclusiones

El inversor dispone de dos estrategias, la activa y la pasiva. Optará por la activa si considera que el mercado es ineficiente y por tanto considera que se puede batir al índice. Esta estrategia a su vez se divide en dos grupos: las que se basan en el análisis fundamental y toman sus decisiones de inversión en base a la información disponible de la empresa y corresponden generalmente al largo plazo y las que se basan en el análisis técnico o el análisis chartista, fundamentando sus decisiones en la evolución del precio de las acciones de la empresa, esta opción es utilizada generalmente para el corto plazo.

Por otra parte, si el inversor considera que el mercado es eficiente y por tanto no se puede batir al índice, optará por la gestión pasiva, que consiste en replicar un índice bursátil de referencia. Esta estrategia es sencilla ya que no requiere amplios conocimientos del mercado, por lo que actualmente goza de una gran popularidad entre los inversores para estrategias a largo plazo. Los inversores que eligen esta estrategia están muy sensibilizados con la responsabilidad social de las empresas, por lo que se muestran reacios a invertir en empresas con comportamientos poco éticos.

Ante esta demanda de los inversores, las empresas creadoras de índices bursátiles a nivel global han desarrollado una amplia oferta de índices bursátiles éticos o sostenibles. Estos índices seleccionan empresas mediante la aplicación de diversas metodologías, que se fundamentan en la aplicación del screening positivo o negativo. Este proceso de selección es muy importante, ya que, al limitar el universo de empresas, esto puede repercutir en la rentabilidad y volatilidad del índice resultante.

La rentabilidad de la ISR es un tema recurrente en la literatura y podemos encontrar posturas muy diversas en base a los estudios realizados, la primera corriente señala que la rentabilidad de las carteras éticas es inferior a la de sus carteras análogas convencionales, otra segunda señala que la rentabilidad de estas carteras es superior a la de sus carteras homólogas y finalmente otra tercera sostiene que la rentabilidad de las carteras éticas es muy similar a sus homólogas.

La tercera postura de la literatura que considera que ambas rentabilidades son muy similares para el medio y largo plazo, coincide con la conclusión de este estudio, para ello hemos analizado la evolución de dos importantes índices sostenibles a nivel global: el DJSI World y su índice de referencia el Dow Jones World, así como el S&P Global 1200 Fossil Fuel y su índice de referencia el S&P Global 500, evidenciando que no existen diferencias significativas entre ambos índices sostenibles y sus índices de referencia.

En el mercado español, hemos analizado las diferencias existentes entre el índice bursátil español por excelencia, el IBEX-35, y su homólogo socialmente responsable, el FTSE4Good Ibex, en términos de composición y rentabilidad. El resultado principal es que las diferencias son muy escasas, lo cual no deja de ser llamativo.

No se aprecian posibilidades de diversificación al invertir en ambos índices, pues tanto sus componentes como su ponderación es muy similar, lo que redundará en una evolución de su rentabilidad muy similar.

El hecho de que gran porcentaje de las grandes empresas españolas cotizadas aparezcan en ambos índices es digno de mención, y es una realidad que ha sido analizada en estudios previos (Espinós-Vañó, 2016). En línea con esos trabajos, los resultados de nuestro estudio plantean dudas sobre la utilidad del índice ético español para los inversores preocupados por el comportamiento de las empresas. No obstante, sí que ofrece un servicio a las empresas cotizadas, pues su inclusión en el índice atrae inversiones por parte de inversores institucionales, que automáticamente ponen la etiqueta de “empresa ética” a las que se encuentran incluidas en el índice FTSE4Good Ibex.

Los resultados obtenidos en este sencillo estudio, juntamente con los que ponen el foco de atención sobre las metodologías de screening, son de gran interés para los inversores éticos y los investigadores en la materia. Efectivamente, resulta muy cómodo, pero al mismo tiempo muy simplista, identificar automáticamente a las empresas incluidas en los índices sostenibles como “empresas éticas”, siendo esta práctica muy común en la literatura. De hacerse así, no es de extrañar que las rentabilidades en fondos socialmente sostenibles sean muy similares a las de fondos convencionales.

**6. CONSECUENCIAS DE LA
APLIACIÓN DEL SCREENING
NEGATIVO PARA DEFINIR LAS
EMPRESAS SOCIALMENTE
RESPONSABLES. EL CASO DE LAS
EMPRESAS ESPAÑOLAS.**

6. CONSECUENCIAS DE LA APLICACIÓN DEL SCREENING NEGATIVO PARA DEFINIR LAS EMPRESAS SOCIALMENTE RESPONSABLES. EL CASO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS.

6.1. Introducción

Tal y como se ha venido comentando en los capítulos precedentes, en la actualidad, tanto los Gobiernos como la opinión pública de numerosos países esperan que las grandes empresas desarrollen un comportamiento socialmente responsable que contribuya a mejorar la calidad de vida de los ciudadanos y promueva el respeto al medioambiente, siempre dentro del cumplimiento de la ley y los principios éticos generalmente aceptados.

Para identificar y evaluar a las empresas socialmente responsables, las agencias de rating social que elaboran los rankings, los organismos especializados y los índices éticos y sostenibles se basan en numerosos criterios de carácter medioambiental, social y de gobernanza, conocidos como ESG (Environmental, Social and Governance). Dependiendo de la metodología concreta, cada uno de estos factores puede incluir unos criterios u otros. La selección de los criterios, así como la forma en la que se deben ponderar para valorar la actividad socialmente responsable de las empresas ha generado un importante corpus de investigación (Verheyden y De Moor, 2015; García-Melón *et al.* 2016; Lamata *et al.* 2016; Petrillo *et al.* 2016).

Los rankings, puntuaciones e índices elaborados por estas empresas especializadas son tenidas en consideración por numerosos inversores institucionales a la hora de desarrollar sus estrategias de inversión y la selección de empresas en las que invertir.

A pesar de las complejas metodologías que se utilizan las agencias de rating social, se han alzado voces señalando que el proceso empleado para caracterizar a una empresa o no como “ética” o “socialmente responsable” dista mucho de ser correcto. Así, se considera que las metodologías empleadas por los diferentes actores no están estandarizadas; parten de información poco creíble y sesgada, en muchos casos aportada por las propias empresas; hay problemas de independencia por parte de las agencias e instituciones evaluadoras y, en general, son poco transparentes (Chatterji y Levine, 2006; Chatterji *et al.* 2009; Windolph, 2011). Es como consecuencia de esta situación que se pueden encontrar empresas que realizan o han realizado algún comportamiento socialmente irresponsable dentro de los índices o listas de empresas socialmente responsables (Espinós-Vañó, 2016; Riera e Iborra, 2016).

Obviamente, la metodología y los criterios empleados para definir qué empresas son éticas o socialmente responsables es fundamental a la hora de definir las carteras de inversión. Así, si la definición de empresa socialmente responsable es laxa y el porcentaje de empresas calificadas positivamente es elevado, no es de extrañar que los resultados obtenidos por esas inversiones, por esos fondos de inversión sostenibles, sean similares a los de los fondos convencionales, que es el resultado al que llegan numerosos estudios que comparan la rentabilidad de los fondos de inversión sostenibles con la de los fondos convencionales (Renneborg, 2011; Tamosiuniene y Slapikaite, 2012; Slapikaite y Tamosiuniene, 2013; Lean *et al.* 2015, Revelli y Viviani, 2015; Von Wallis y Klein, 2015; Rodríguez-Fernandez, 2016). Lo mismo ocurre al comparar índices bursátiles éticos con índices convencionales (Schröder, 2007; Espinós- Vaño *et al.* 2018).

En esta misma línea de pensamiento, otros estudios demuestran que aplicar políticas de screening negativo estrictas conlleva costes de oportunidad, en el sentido de reducir el universo de empresas disponibles para invertir, con las consecuentes repercusiones

negativas sobre la rentabilidad y el riesgo de la cartera de inversión (Trinks y Scholtens, 2015; Lesser *et al.* 2016, Nainggolan *et al.* 2016; Filbeck y Gorman, 2004; Boons. y Wagner, 2009)

El presente capítulo se va a abundar sobre la primera problemática, es decir, si efectivamente es posible que empresas que desarrollan actividades irresponsables puedan simultáneamente estar incluidas en índices bursátiles éticos o sostenibles y en otras listas de empresas socialmente responsables (Hellsten y Mallin, 2006; Strike *et al.* 2006; Utz y Wimmer, 2014). A lo largo del capítulo el comportamiento irresponsable se definirá de diferentes maneras que permiten una identificación objetiva y transparente de las empresas que no debieran ser calificadas como éticas, sostenibles o socialmente responsables. Seguidamente, se comprobará si las empresas españolas clasificadas como socialmente responsables por las agencias de rating social pasarían estos simples filtros de exclusión.

En primer lugar, se utilizará como criterio de exclusión el incumplimiento de la normativa de competencia en la Unión Europea. Evidentemente, se trata de una definición muy estrecha y se podría extender el trabajo ampliando esta definición incluyendo el incumplimiento de la normativa en diferentes jurisdicciones, especialmente en la medioambiental, normativa de derechos humanos o fiscalidad. No obstante, pensamos que queda patente y fuera de toda discusión que aquellas empresas que no cumplen la normativa europea de competencia no deberían ser calificadas como empresas éticas ni socialmente responsables. Y esto es así, no solo porque implique que la empresa infractora ha incumplido la ley, sino que esta ley tiene como finalidad principal la protección de los consumidores, los millones de ciudadanos que se ven afectados directamente y de diversas circunstancias por esa acción de la empresa, muchas veces prorrogada en el tiempo durante años.

En segundo lugar, nos remitiremos, por una parte, a la adhesión por parte de las empresas a principios y directrices proclamadas por organismos internacionales de reconocido prestigio, como la Organización de las Naciones Unidas o la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, de forma que solo las empresas

adheridas a las mismas puedan ser identificadas como éticas y socialmente responsables. Por otra parte, y de forma alternativa, definiremos como empresas irresponsables a aquellas que no cumplan con la legislación nacional o internacional relacionada con los derechos humanos, los derechos laborales, el medioambiente o la fiscalidad. También a aquellas involucradas con la financiación o producción de armamento. La participación de las empresas en este tipo de conductas y actividades se identifica a partir de los informes publicados en internet por Organismos no Gubernamentales (ONG) de reconocido prestigio.

Pero, antes de aplicar el screening negativo, vamos a listar a las empresas españolas que, según diferentes agencias de rating social, merecen el calificativo de socialmente responsables.

6.2. Las empresas españolas socialmente responsables según las agencias de rating social

Recordemos, en primer lugar, que no existe ningún organismo oficial que determine si una empresa desarrolla un comportamiento ético, sostenible o socialmente responsable. Y mucho menos existe una legislación al respecto. Así, si bien es cierto que numerosos organismos públicos e instituciones internacionales han elaborado documentos al respecto, es la iniciativa privada la que predomina en este ámbito, siendo por tanto empresas y asociaciones empresariales las que se encargan de valorar a las empresas con el fin de determinar si son o no son socialmente responsables.

Dado que el sector público no ha abordado de forma directa el problema de la identificación de las empresas socialmente responsables, y ante la demanda e interés por parte de diversas instituciones, inversores y demás agentes interesados, han sido empresas privadas y agrupaciones de empresas las que han dado el paso. Siguiendo en España, un referente obligado es el Foro Español de Inversión Socialmente Responsable (SPAINSIF). Se trata de una entidad sin ánimo de lucro constituida por 32 entidades, entre las que podemos destacar Bankia, BBVA, CECA y Triodos Bank.

La misión de SPAINSIF es la promoción de la inversión socialmente responsable en España, para lo cual es fundamental poder identificar previamente qué empresas se comportan de manera socialmente responsable. Así, SPAINSIF publica en su informe anual (SPAINSIF, 2014) un listado con las empresas nacionales cotizadas incluidas en el anuario de RobecoSam, que incluye las empresas más sostenibles del mundo, según su metodología. Esta agencia de rating social es una compañía de inversión especializada en inversión sostenible. Dispone de una metodología propia que es empleada, por ejemplo, por los influyentes índices de sostenibles de la familia Dow Jones Sustainability Indexes. En el año las empresas cotizadas españolas incluidas en esta prestigiosa lista son, por orden alfabético (RobecoSam, 2017c):

- Amadeus IT Group SA
- Banco Santander SA
- Bankia SA
- Bankinter SA
- Caixabank SA
- Enagas SA
- Endesa SA
- Ferrovial SA
- Gas Natural SDG. SA
- Industria de Diseño Textil SA
- Iberdrola SA
- Indra Sistemas SA
- Red Eléctrica Corporación SA
- Siemens Gamesa Renewable Energy SA
- Telefónica SA

Dado que el interés de este estudio se centra en las empresas cotizadas, pues son las únicas en las que es posible invertir con facilidad, un referente en España de gran importancia para los inversores sostenibles, tanto institucionales como particulares es el índice bursátil FTSE4Good Ibex. Las empresas incluidas en este índice cumplen con los criterios de buenas prácticas en cuanto a responsabilidad social corporativa (RSC).

Estas compañías trabajan por la sostenibilidad medioambiental, el desarrollo de relaciones positivas con los grupos de interés de la compañía y el apoyo y preservación de los derechos humanos universales. Los criterios de inclusión del FTSE4Good Ibex representan los estándares generalmente aceptados y se desarrollan a partir de un extenso proceso de consulta con diversos grupos de interés que contribuyen a definir los criterios de admisión.

Según señala la propia empresa que elabora el índice, éste es una herramienta que:

- Permite a los inversores responsables identificar e invertir en aquellas compañías que cumplen con los estándares globales de responsabilidad corporativa.
- Proporciona a los gestores de activos un indicador de inversión socialmente responsable (IRS) y una herramienta para el desarrollo de productos IRS.
- Puede usarse como solución para los gestores de fondos de pensiones públicas, a los que ahora la ley en España les exige que inviertan un 10% de los fondos de pensiones públicas en IRS.
- Permite a los inversores capitalizar los beneficios del buen gobierno corporativo (como ecoeficiencias, mejora de imagen de marca, etc.)
- Fomenta entre las compañías la idea de ser socialmente responsables.

Las empresas que pertenecen al FTSE4Good Ibex en 2017 (Bolsa Madrid, 2017) son las que aparecen a continuación. A este respecto hay que señalar que, a pesar de la importancia de la transparencia en todo lo relacionado con el comportamiento socialmente responsable de las empresas, resulta extraordinariamente complejo encontrar información acerca de los componentes de este índice en un momento del tiempo, ya que los componentes del índice no se publican en internet:

- Abertis Infraestructuras SA
- Acciona SA
- Acerinox SA
- Actividades de Construcción y Servicio SA
- Aena SME.SA

- Amadeus IT Group SA
- Arcerlormittal SA
- Atresmedia Corp de Medios de Com. SA
- Banco Sabadell SA
- Banco Santander SA
- Bankia SA
- Bankinter SA
- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA
- Bolsas y Mercados Españoles SA
- CaixaBank SA
- Cellnex Telecom SA
- Corporación Financiera Alba SA
- Distribuidora Int de Alimentos SA
- Ebro Foods SA
- Enagas SA
- Endesa SA
- Fomento de Construcciones y Contratas SA
- Ferrovial SA
- Gas Natural SA
- International Consolidat Airlines Group
- Iberdrola SA
- Industria de Diseño Cia Textil SA
- Indra Sistemas SA
- Cia. Dist Integ Logista Holdings
- Mapfre SA
- Mediaset España Comunicación SA
- Meliá Hotels International SA
- NH Hotel Group SA
- Obrascón Huarte Laín SA
- Promotora de Informaciones SA
- Prosegur CIA de Seguridad SA
- Red Eléctrica Corporación

- Repsol SA
- Sacyr SA
- Siemens. Gamesa SA
- Telefónica SA

De las listas de empresas anteriores, puede desprenderse que casi la totalidad de las grandes empresas españolas cotizadas son éticas y socialmente responsables. De hecho, de los componentes del IBEX-35 en 2017, tan solo: Grifols, Colonial SA, Inmobiliaria Property Socimi Socimi SA, Merlín SA, Técnicas Reunidas SA y Viscofán SA, (Bolsa Madrid, 2017) no están incluidas ni en la enumeración de SPAINSIF ni en el FTSE4Good Ibex.

Obviamente, esta situación genera algunas dudas razonables. ¿Cómo es posible que casi todas las grandes empresas españolas cotizadas merezcan el calificativo de “éticas” y “sostenibles”? Basta con leer las noticias para conocer numerosos casos de actuaciones de dichas empresas que distan de lo que comúnmente se entiende por un comportamiento ético.

6.3. Screening negativo basado en el cumplimiento de la normativa de competencia

Dado que el concepto de comportamiento ético o sostenible o socialmente responsable no está exento de subjetividad, en este epígrafe vamos a limitarnos a investigar si estas empresas cumplen con la ley. Y, concretamente, con la normativa de competencia. La premisa es que una empresa que no cumpla con la normativa de competencia entre empresas no puede ser clasificada como ética ni como sostenible y debe ser, por tanto, excluida de los rankings éticos y los índices bursátiles sostenibles. Se entiende, pues, que una empresa ejemplar, que es la que aspira a recibir el calificativo de ética, sostenible, o socialmente responsable debe, en primer lugar, cumplir con la legalidad. Y muy especialmente con la normativa relativa a ciertos ámbitos como el medioambiente, los derechos humanos o la protección de los consumidores.

Es en este último ámbito, la protección a los consumidores, donde entra la normativa de competencia. En este epígrafe vamos a analizar, en primer lugar, cuál es la normativa relativa al derecho de competencia que afecta a las empresas españolas y veremos qué infracciones se pueden cometer. A continuación, analizaremos qué empresas cotizadas españolas han infringido esta normativa y, por lo tanto, no deberían ser caracterizadas como éticas o socialmente responsables según este criterio de exclusión.

6.3.1. La normativa sobre competencia en la UE

La política de competencia es un aspecto clave dentro de un mercado común, por lo que, en el caso de la UE recibe un tratamiento supranacional.

La Comisión Europea es el máximo órgano competente asignado por la UE para verificar la adecuada aplicación de la normativa relativa a la competencia incluida en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) Además, la Comisión Europea se encarga del seguimiento de los casos y la coordinación entre las autoridades europeas y las Asociaciones Nacionales de la Competencia (ANC). A lo largo del tiempo se han aprobado diferentes normas y documentos en el seno de la política de Competencia de la UE, entre los que destaca el Reglamento 1/2003.

Reglamento (CE) 1/2003 del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativo a la aplicación de las normas sobre competencia previstas en los artículos 81 y 82 del Tratado. Sustituye al Reglamento de la CEE n.17/62 y, al igual que éste, busca establecer un régimen que garantice que no se falsea la competencia en el mercado común. Desarrolla los artículos 101 y 102 (antiguos artículos 81y 82) del Tratado.

Concretamente, el artículo 101 prohíbe todos los acuerdos y las prácticas concertadas entre empresas que puedan afectar al comercio entre los Estados miembros, realizados con la finalidad de restringir o falsear la competencia dentro del mercado interior. La finalidad del artículo es evitar que las empresas creen cárteles y situaciones de posición dominante de precios o de producción (acuerdos entre competidores reales o potenciales, que si se encuentran en el mismo nivel de la cadena de producción se

denominan acuerdos horizontales y si se encuentran en distintos niveles se denominan verticales). Se considera que una empresa puede ejercer posición dominante cuando su cuota de mercado es superior al 40%, destacando en particular los casos en los que la empresa esté en posición de poder fijar directa o indirectamente los precios de compra o de venta u otras condiciones de transacción; limitar o controlar la producción, el mercado, el desarrollo técnico o las inversiones; o repartirse los mercados o las fuentes de abastecimiento.

Por su parte, el artículo 102 prohíbe la explotación abusiva de las empresas, ejercer una posición dominante y establecer acuerdos verticales en el mercado interior, en la medida que puedan afectar al comercio entre los Estados miembros. Se trata de impedir que las empresas puedan imponer directa o indirectamente precios de compra, de venta u otras condiciones de transacción no equitativas; limitar la producción, el mercado o el desarrollo técnico en perjuicio de los consumidores; aplicar a terceros contratantes condiciones desiguales para prestaciones equivalentes que ocasionen a éstos una desventaja competitiva; o subordinar la celebración de contratos a la aceptación por los otros contratantes de prestaciones suplementarias que por su naturaleza o según los usos mercantiles no guarden relación alguna con el objeto de dichos contratos.

Su finalidad es la de proteger a los consumidores y a las empresas de menor tamaño para garantizar el libre comercio en la UE. El Reglamento prevé la creación de una Comisión de Competencia compuesta por representantes de competencia de los Estados miembros, a fin de evitar actuaciones contradictorias y por tanto lograr resoluciones consensuadas.

Reglamento Consejo (CE) N.139/2004, de enero de 2004, sobre el control de las Concentraciones. La UE define las concentraciones como «una situación de poder económico en que se encuentran una o varias empresas y que les permite impedir que haya una competencia efectiva en el mercado de que se trate, confiriéndoles la posibilidad de comportarse con un grado apreciable de independencia frente a sus competidores, sus clientes y, finalmente, los consumidores».

Este reglamento surge al considerar el Consejo que los artículos 101 y 102 del Reglamento presentaban limitaciones respecto al control de las concentraciones (adquisiciones de control entre empresas) que suponían una práctica comercial abusiva que perjudica a los consumidores.

Reglamento UE de la Comisión N. 330/2010, de 20 de abril de 2010. Este Reglamento es relativo a la aplicación del artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la UE en relación a acuerdos verticales y prácticas concertadas. Prohíbe los acuerdos que puedan afectar al comercio entre los países de la UE y todo aquello que impida, restrinja o falsee la competencia.

Su finalidad es evitar las consecuencias negativas que producen en el mercado los acuerdos ilícitos entre empresas (verticales). Se consideran cinco restricciones especialmente graves. La primera es el mantenimiento de los precios de reventa: los proveedores no podrán fijar el precio mínimo al que los distribuidores pueden revender el producto. La segunda es la división del territorio mercado: los distribuidores deberán ser libres de decidir dónde y a quién venden. La tercera y cuarta se refieren a la distribución selectiva: no se podrá restringir los usuarios finales a quienes pueden vender los distribuidores seleccionados y los distribuidores designados deberán ser libres de vender o comprar a o de otros distribuidores designados. Finalmente, no está permitido impedir o restringir la venta de piezas de repuesto a usuarios finales, talleres de reparación independientes o proveedores de servicio.

Directiva 2014/104 UE del Parlamento Europeo y del Consejo. En esta Directiva se indica que los artículos 101 y 102 del TFUE son disposiciones de política pública y deben aplicarse eficazmente en toda la UE para garantizar que no se falsee la competencia en el mercado interior. Se insta a los Estados miembros que adopten esta Directiva a más tardar el 27 de diciembre de 2016. Así, al unificarse las normativas, se eliminan obstáculos para la compensación de todas las víctimas de infracciones de la legislación europea de competencia.

Libro Blanco “Hacia un control más eficaz de las concentraciones de empresas en la UE”, de 16 de julio de 2014. La UE, diez años después de la gran revisión del Reglamento de concentraciones N. 139/ 2004, elaboró este Libro Blanco buscando reforzar el funcionamiento de las concentraciones para conseguir una competencia efectiva. En él se considera que algunas adquisiciones minoritarias, si bien no otorgan el control, pueden ser potencialmente problemáticas desde el punto de vista de la competencia.

El **Reglamento 1/2003** muestra el lugar preeminente de la legislación europea en materia de competencia, y, establece la prioridad en la aplicación de las normas comunitarias de la competencia, por las autoridades nacionales y los órganos jurisdiccionales de los Estados miembros. No obstante, sí confiere a la legislación nacional muchas facultades en el ámbito de la competencia. Dentro de la normativa española de competencia cabe destacar:

Ley 1/2002, de 21 de febrero de 2002, de Coordinación de las Competencias del Estado y las Comunidades Autónomas en materia de Defensa de la Competencia. Esta Ley establece la coordinación de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas en materia de defensa de la competencia. En el año 2014 se juzgaron 97 casos (Comisión Nacional de Mercados y Competencia, 2015) de los cuales la mayoría correspondieron a infracciones de la Ley 15/2007 motivados por la aplicación de condiciones discriminatorias, de los cuales 82 fueron tratados en los órganos competentes de las Comunidades Autónomas.

Ley 15/2007, de 3 de julio de 2007, de Defensa de la Competencia. Una de las principales aportaciones de esta Ley la encontramos en las Disposiciones Adicionales, donde introduce modificaciones en determinadas normas jurisdiccionales y procesales, estableciendo, en aplicación de lo dispuesto en el artículo 86 ter 2. letra f de la Ley Orgánica 6/1985 del Poder Judicial la competencia de los jueces de lo mercantil para la aplicación de los artículos 1 y 2 que penalizan los acuerdos prohibidos y los abusos de posición dominante, en línea con lo previsto en la normativa comunitaria, en relación con los artículos 101 y 102 del Tratado 1/2003 de la UE.

Ley 29/2009, de 30 de diciembre de 2009, de modificación del Régimen Legal de la Competencia Desleal. Esta Ley introduce cambios notables en distintos ámbitos, como son la competencia desleal, la publicidad y el comercio minorista. Los cambios tienen la finalidad de adaptarse a la normativa de la UE y a mejorar la protección de los consumidores y usuarios.

Gracias a la colaboración entre la Comisión Europea y los Organismos Jurisdiccionales especializados en estos delitos, existe uniformidad respecto a la aplicación de la Ley de Competencia en los países miembros en lo referente a los artículos 101 y 102. Las ANC son quienes actúan en primera instancia contra las infracciones en materia de competencia, por los poderes que la Comisión les ha concedido, aunque no pueden adoptar decisiones incompatibles con la aplicación del derecho comunitario de la competencia. Las ANC deben actuar mostrando el máximo respeto con los Estados miembros de la UE, colaborando entre sí mediante la Red Europea de las Autoridades de la Competencia (REC), ayudándose en las investigaciones. En España el Organismo que realiza las funciones de cooperación con las ANC de los otros miembros de la UE es la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC).

En cualquier caso, la Comisión, como máximo responsable de la política de la competencia comunitaria, puede intervenir y adoptar decisiones cuando lo considere oportuno. Cuando la Comisión decide iniciar un expediente, dispone de 2 vías para hacerlo. En la primera vía, la más habitual, la Comisión investiga porque tiene sospechas de que la empresa está cometiendo una infracción y a la vista de las pruebas decide iniciar el proceso. En la segunda opción, la Comisión o un Organismo Nacional recibe una denuncia por parte de una persona física o jurídica (Asociación de Consumidores) y en base a la documentación presentada decide si admite a trámite la denuncia o no. Si finalmente la Comisión considera que se ha producido la infracción, impone la multa, con el objetivo de garantizar el efecto disuasorio de éstas, esto se logra imponiendo la multa en base al volumen de ventas e incrementando el importe dependiendo de la duración de la infracción.

Dependiendo del tipo de infracción las multas pueden ser de 2 tipos: multas por infracciones y multas coercitivas. Las multas por infracciones pueden llegar a suponer hasta el 10% del volumen total del negocio de la empresa infractora correspondiente al ejercicio anterior. No obstante, el importe suele ser menor, pues se reduce si la empresa infractora colabora con la Comisión, especialmente facilitando información relativa a cárteles. Por su parte, las multas coercitivas se imponen para obligar a la empresa a cumplir una medida adoptada por la Comisión, por ejemplo, presentar documentación para esclarecer una infracción o cumplir un acuerdo pactado entre la Comisión y las empresas. El importe máximo de las multas por este concepto es el 5% del volumen diario medio total del negocio.

6.3.2. Empresas españolas sancionadas que han sido calificadas como socialmente responsables

Uno de los aspectos más llamativos al estudiar las multas impuestas a empresas por incumplimiento de la normativa de competencia es comprobar cómo son muchas las grandes empresas multadas. Así, dentro de las empresas sancionadas recientemente por la Comisión Europea encontramos a multinacionales que cotizan en los mercados bursátiles como Air France KLM y Delta Airlines (Comisión Europea, 2015); Deutsche Bank (Comisión Europea, 2013); Unilever, Henkel, Procter & Gamble (Comisión Europea, 2011); Intel (Comisión Europea, 2009); Google (Comisión Europea, 2016); Facebook (Comisión Europea, 2014) y un largo etcétera. Actualmente se está llevando a cabo una investigación para determinar si los fabricantes alemanes de automóviles BMW, Daimler, Audi y Porsche están involucrados en actuaciones lesivas para la competencia (Comisión Europea Trucks, 2017).

Por lo tanto, a simple vista y sin mayor grado de análisis se observa que son muchas las empresas multinacionales cotizadas que deberían quedar fuera de las carteras de inversión de los fondos éticos si se aplicara el criterio de exclusión de incumplimiento con la normativa de competencia, por implicar este incumplimiento graves perjuicios para los consumidores y, en general, los ciudadanos.

Entre las empresas sancionadas por la Comisión Europea también encontramos algunas grandes empresas españolas:

Telefónica. Caso número 38.784COMP. La Comisión con fecha 4-7-2007 determina que la empresa ha cometido prácticas monopolísticas de abuso de posición dominante, consideradas como de muy graves contra el artículo 102, entre Septiembre del 2001 y Diciembre del 2006 al imponer precios no equitativos a sus competidores, en forma de estrechamiento de márgenes entre los precios minoristas de acceso de banda ancha (ADSL, que correspondían al 80% de las conexiones en el año 2006) en el mercado español de los consumidores en general y los precios mayoristas de acceso de banda ancha a escala nacional.

La asociación de consumidores **OCU** realizó un estudio al respecto y constató que los consumidores españoles pagaban por el acceso a la banda ancha un 20% más que el promedio comunitario (Jimenez, E.,2008). La empresa recurrió la multa de 151.875.000 euros, apoyada por el gobierno español, si bien el Tribunal de Justicia de la UE desestimó el recurso del caso, que se inició por una denuncia de France Telecom.

Repsol. Caso Betun número 38710/COMP. de fecha 3.10.2007. La empresa junto con otras compañías del sector de la energía (Cepsa-Proas, BP, Nynäs y Petrogal) formaron un cártel desde el año 1991 hasta el año 2002, para asignarse volúmenes y clientes. La Comisión consideró esta infracción como muy grave contra el artículo 101 del Reglamento, si bien redujo un 40% el importe total de la multa de Repsol por su cooperación, quedando el importe total a pagar en: 80.496.000 euros, a **BP:** 0 E. a Cepsa-Proas le impuso una multa de: 83.850.000 euros y a Petrogal de 8.662.500 euros.

No obstante, la mayor parte de las obstrucciones a la competencia por parte de las grandes empresas españolas tienen lugar en el mercado nacional, por lo que no es la Comisión Europea la encargada de investigarlas, sino la CNMC.

Un estudio más detallado de las sanciones impuestas por la CNMC y su predecesora, la Comisión Nacional de la Competencia (CNC) en España, muestra que las grandes empresas españolas no salen mejor paradas que sus homólogas internacionales. Así, tras analizar las memorias de la CNMC desde el año 2005 hasta el año 2016 (CNMC, 2005,2016) se han identificado las siguientes empresas cotizadas que han sido multadas por realizar conductas restrictivas de la competencia:

EMPRESA	FECHA	RESOLUCIÓN	IMPORTE DE LA SANCIÓN (€)
ABERTIS	8 de Febrero de 2012	Expte. S/0207/09	13.755.000
ACS	14 de Diciembre 2015	Expte. S/0481/13	8.567.000
AENA	2 de Enero 2014	Epte. S/0404/12	832.959
B.SABADELL	7 de Marzo 2011	Expte. VS 515/01	300.000
B.SANTANDER	7 de Marzo 2011	Expte.VS 515/01	600.000
BANKIA	7 de Marzo 2011	Expte. VS 515/01	300.000
BBVA	7 de Marzo 2011	Expte. VS 515/01	600.000
CAIXABANK	7 de Marzo 2011	Expte. VS 515/01	300.000
EBRO FOODS	3 de Marzo 2015	Epte.S/0452/12	10.269.57
ENAGAS	16 de Junio 2005	Expte. 580/04	8.000.000
ENDESA	21 de Febrero 2012	Expte. S/0211/09	8.158.000
	10 de Julio 2014	Expte. S/0446/12	1.181.309
FCC	8 de Enero de 2015	Expte. S/0429/14	16.880.054
FERROVIAL	8 de Enero 2015	Expte. S/0429/14	13.616.717
GAS NATURAL	25 de Abril 2008	Expte. 625/07	1.500.000
GRIFOLS	16 de Octubre 2015	Expte. SNC/DC/0037/15	106.500
IAG	26 de Julio 2006	Expte. 591/05 IBERIA	2.000.000
IBERDROLA	24 de Noviembre 2015	Expte.SNC/DE/0046/14.	25.000.000
INDRA	25 de Abril 2016	Incoa expte. Sanc.	-----
MEDIASET	8 de Septiembre 2016	Expte.C/ 0230/10	3.000.000
OHL	19 de Octubre 2011	Expte. S/0226/10,	8.893.925
PRISA	24 de Noviembre 2011	S/0232/10	478.611
PROSEGUR	10 de Noviembre 2016	S/DC/0555/15	46.501.016
REPSOL	12 de Marzo 2015	SNC/0032/13	8.750.000
	8 de Julio 2015	S/484/13	22.800.000
SACYR	8 de Enero 2015	Expte. S/0429/14	15.295.022
TELEFONICA	20 de Julio 2011	VS/557/03	57.000.000
	16 de Julio 2015	Expte. S70490/13	6.000.000

Tabla 4. Empresas españolas cotizadas sancionadas por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia(CNMC)

Fuente: Elaboración propia a partir de las memorias de la CNMC

Se puede comprobar que son muchas las empresas incluidas en el IBEX-35 que se encuentran incluidas en la tabla 4. Es más, casi todas estas empresas han sido y siguen siendo calificadas como “empresas sostenibles” y “socialmente responsables” por parte de los organismos privados especializados mencionados en el apartado dos de este trabajo. Es decir, que están comprometidas con los ciudadanos y consumidores a pesar de realizar actuaciones que claramente perjudican a éstos. Nos encontramos, pues frente a una paradoja.

Además, muchas empresas son reincidentes en su actuación contraria a la legalidad y han sido sancionadas en diversas ocasiones, tanto por la CNMC como por la Comisión Europea. Por otra parte, de la lectura de los expedientes sancionadores se desprende que la actividad infractora en ocasiones se realiza durante muchos años. Esto plantea el interrogante, al margen del presente estudio, acerca de la severidad de las multas impuestas y su poder para evitar y disuadir a las empresas de realizar este tipo de comportamientos. Las propias empresas reconocen que los importes de las multas no les afectan significativamente (Espinós-Vañó, 2016).

También se ha conocido que la CNMC sólo ha cobrado el 3% del importe de las multas impuestas desde su creación (Expansión, 2017). A esto hay que añadir la lentitud de los procesos, que se dilatan fácilmente varios años y la rápida prescripción de las infracciones. Finalmente, las empresas y los consumidores perjudicados muy rara vez reciben una compensación económica por los daños soportados. Y es importante subrayar que el perjuicio económico que se ocasiona es muy elevado, aunque su cuantía exacta resulte normalmente difícil de valorar. En este sentido, y por poner un ejemplo, la Organización de Consumidores y Usuarios (OCU) realizó un estudio (Jiménez, 2008) que constató que los consumidores españoles pagaban por el acceso a la banda ancha un 20% más que el promedio comunitario debido a las prácticas monopolísticas de Telefónica S.A. entre septiembre de 2001 y diciembre de 2006 (Comisión Europea, 2007 a). Como sabemos, la empresa no ha resarcido a ningún consumidor por estos hechos.

En cualquier caso, este enfoque de screening negativo, simple, objetivo y transparente, deja en evidencia las deficiencias de las complejas metodologías empleadas por las agencias de rating social o, al menos, que su definición de lo que debe ser una empresa ética o sostenible no otorga especial importancia al cumplimiento de la legislación de protección de la competencia y, consecuentemente, protección a los consumidores.

6.4. Screening negativo basado en adhesión a pactos y directrices internacionales o en informes de ONG

En este epígrafe vamos a presentar dos enfoques de screening negativo alternativo.

En el primer enfoque, se definirá como empresa ética sostenible o socialmente responsable, a la que se haya adherido formalmente a ciertos pactos o directrices emitidas por organizaciones internacionales de reconocido prestigio. Se trata, de hecho, de un criterio que es tenido en consideración por algunas agencias de rating social. Además, es un filtro que es poco costoso de implementar, es objetivo y transparente. No obstante, comprobaremos que tiene sus desventajas en cuanto a consecución de objetivos, básicamente porque la mera adhesión a unos principios no garantiza en absoluto su cumplimiento.

En el segundo enfoque se trata de utilizar la información publicada por ONG y organizaciones independientes para descubrir qué empresas son definidas como irresponsables por haber realizado actividades contrarias a la legislación nacional o internacional en los ámbitos de derechos humanos, derechos laborales, medioambiente, competencia y fiscalidad o estar involucradas en casos de corrupción. Además, las empresas que financien o produzcan armamento nuclear también van a ser consideradas irresponsables en este estudio. Este método de screening negativo es más controvertido que el presentado en el epígrafe anterior. En primer lugar, por los motivos de exclusión utilizados. Así, sería posible que un inversor socialmente responsable considere que una empresa productora de armas nucleares puede ser considerada como ética, sostenible o socialmente responsable, siempre que actúe dentro de la ley. En segundo lugar, las

fuentes utilizadas tienen menos autoridad que las condenas firmes que se han empleado en el epígrafe anterior al analizar únicamente las infracciones en materia de competencia. No obstante, se trata de un enfoque interesante, siempre y cuando se citen las fuentes de información y se argumenten. Además, presenta algunas ventajas importantes frente al análisis de sentencias. Así, permiten identificar las acciones irresponsables de las empresas más rápidamente, sin tener que esperar a una condena que puede tardar años. Además, reduce el número de fuentes y las hace más transparentes, pues buscar sentencias a nivel mundial en las diversas jurisdicciones que puedan afectar a las empresas es una tarea ingente.

6.4.1. Organismos internacionales y definición de empresa ética o sostenible

El papel realizado por los organismos internacionales en pro de la Inversión Socialmente Responsable (ISR) y la responsabilidad social corporativa en las empresas ha sido fundamental. Entre estos organismos destacan la Organización de las Naciones Unidas (ONU), la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y la Organización Internacional del Trabajo (OIT). Las diferentes actuaciones a nivel mundial en esta materia se asientan sobre los principios promulgados por estos prestigiosos organismos internacionales, que constituyen el mayor referente de la ISR.

En términos generales se puede resumir que estos organismos internacionales consideran que una empresa es ética o sostenible, a aquella que cumple con la legalidad vigente y además integra voluntariamente en sus prácticas, consideraciones de índole ética, social, medioambiental y solidaria. Tal como ha comentado anteriormente, el cumplimiento de los pactos y directrices proclamados por los organismos internacionales se considera, de facto, imprescindible para definir y calificar a una empresa como ética y socialmente responsable.

A continuación, se repasan brevemente las actuaciones de estos tres organismos internacionales en pro de la responsabilidad social corporativa.

Organización de las Naciones Unidas

Entre todas las directrices sobre RSC de índole internacional, posiblemente la más importante sea la declaración de los 10 Principios del Pacto Mundial de la ONU del año 2000, basados en derechos humanos, laborales, medioambientales y de lucha contra la corrupción.

Estos diez principios son (UN Global Compact, 2000):

1. Las empresas deben apoyar y respetar la protección de los derechos humanos fundamentales reconocidos universalmente.
2. Las empresas deben asegurarse de que no son cómplices de la vulneración de los derechos humanos.
3. Las empresas deben apoyar la libertad de asociación y el reconocimiento efectivo del derecho a la negociación colectiva.
4. Las empresas deben apoyar la eliminación de toda forma de trabajo forzoso o realizado bajo coacción.
5. Las empresas deben apoyar la erradicación del trabajo infantil.
6. Las empresas deben apoyar la abolición de las prácticas de discriminación en el empleo y la ocupación.
7. Las empresas deberán mantener un enfoque preventivo que favorezca el medio ambiente.
8. Las empresas deben fomentar las iniciativas que promuevan una mayor responsabilidad ambiental.
9. Las empresas deben favorecer el desarrollo y la difusión de las tecnologías respetuosas con el medio ambiente.
10. Las empresas deben trabajar en contra de la corrupción en todas sus formas, incluidas la extorsión y el soborno.

El Pacto Mundial constituye el documento más importante que existe en esta materia. Su objetivo es que las empresas se adhieran al Pacto voluntariamente, adoptando y fomentando los valores que emanan de él. Las empresas que desean adherirse, simplemente deben cumplimentar y enviar a la ONU un formulario de admisión, en base al cual se decide sobre su aceptación.

Las empresas adheridas presentan un informe en un plazo de dos años informando sobre el grado de cumplimiento de los principios del Pacto, así como su evolución futura. Las empresas españolas firmantes adheridas al Pacto Mundial, alcanzando las 391 en el año 2016. España, a pesar de su menor importancia económica relativa, es el país con mayor representación del mundo (UN Global Compact, 2017).

Dentro de los principios del Pacto Mundial, la protección de los derechos humanos goza de una gran importancia. La aplicación de los derechos humanos proclamados por las Naciones Unidas en 1948 (UN Human Rights, 1948) empezó a cobrar importancia en las empresas a partir de los años noventa con la expansión de las multinacionales y la consecuente aparición de casos de abuso de los derechos humanos por parte de las empresas sin que éstas fueran sancionadas (Ruggie, 2007).

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

Otro organismo internacional que destaca por fomentar la responsabilidad social de las empresas es la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). La OCDE proclamó diversas directrices para empresas multinacionales en el año 2000. Estas Directrices se componen de principios y normas no vinculantes cuyo fin es el de promover una conducta empresarial responsable en una economía global en la que las multinacionales operan en diferentes países por lo que es necesario implementar códigos de conducta ética uniformes, con valores aceptados por los gobiernos y que se han comprometido a promover. En líneas generales las directrices pretenden contribuir al progreso económico, social y medioambiental promoviendo un desarrollo sostenible que respete los derechos humanos reconocidos internacionalmente. (OCDE, 2011).

Organización Internacional del Trabajo (OIT)

La Declaración Tripartita de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) de 2001 sobre las empresas multinacionales y la política social contiene principios en materia de empleo, formación profesional, condiciones de trabajo y de vida y relaciones laborales, cuya aplicación se recomienda con carácter voluntario a los gobiernos, a las organizaciones de empresarios y de trabajadores y a las empresas multinacionales. (OIT, 2001)

6.4.2. Las empresas éticas españolas y su adhesión a los pactos y directrices internacionales

Como se ha comentado, la adhesión a los pactos o directrices emitidas por diversos organismos internacionales se ha convertido en un primer filtro a la hora de identificar a las empresas socialmente responsables, éticas o sostenibles. Así, es habitual que las compañías con vocación ética o que, al menos, quieran aparentar esta vocación, se adhieran a uno o más pactos, ocupando un lugar preeminente el Pacto Mundial de la ONU.

Seguidamente vamos a comprobar hasta qué punto esto es así a partir de las empresas que componen el índice bursátil FTSE4Good Ibex y las seleccionadas por la que probablemente sea la agencia especializada en RSI más importante del mundo, RobecoSam.

El FTSE4Good Ibex es el índice de referencia de las empresas éticas españolas. Está compuesto por empresas pertenecientes al IBEX-35 y al índice FTSE Spain All Cap que cumplen con ciertos estándares de Responsabilidad Social Corporativa. La metodología utilizada en el proceso de selección de empresas sostenibles se basa en dos criterios, el de inclusión y el de exclusión. Respecto al criterio de exclusión, se basa en descartar a las empresas armamentísticas, tabaqueras y nucleares. En el de inclusión, numerosos colectivos de interés público contribuyen a definir los criterios medioambientales y sociales de admisión, entre los que se encuentran ONG de reconocido prestigio internacional.

Componen el índice las siguientes empresas ordenadas por orden alfabético (Bolsa de Madrid, 2017) con detalle de los pactos a los que están adheridas: Pacto Naciones Unidas (UN) Declaración tripartita OIT y Declaración Universal de Derechos Humanos.

EMPRESA	PACTO NACIONES UNIDAS	DECLARACIÓN OIT	PRINCIPIOS OCDE	DECLARACIÓN UNIVERSAL DERECHOS HUMANOS
Abertis Infraestructuras SA	x	x	x	
Acciona SA	x	x	x	x
Acerinox SA	x	x		x
Actividades de Construcción y Servicio SA	x	x		x
Aena SME.SA	x			x
Amadeus IT Group SA	x			x
Arcerlormittal SA	x			
Atresmedia Corp de Medios de Com. SA	x	x		
B.Sabadell SA	x			x
B.Santander SA	x	x	x	x
Bankia SA	x	x		x
Bankinter SA	x	x		x
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	x	x		x
Bolsas y Mercados Españoles SA	x		x	x
CaixaBank SA	x	x	x	x
Cellnex Telecom SA	x	x		
Corporación Financiera Alba SA	x			
Distribuidora Int de Alimentos SA	x			
Ebro Foods SA	x	x	x	
Enagas SA	x	x	x	x
Endesa SA	x	x	x	x
Fomento de Construcciones y Contratas SA	x	x	x	
Ferrovial SA	x	x	x	x
Gas Natural SA	x	x	x	
International Consolidat Airlines Group	x			
Iberdrola SA	x	x		
Industria de Diseño Cia Textil SA	x	x	x	
Indra Sistemas SA	x			
Cia. Dist Integ Logista Holdings	x			
Mapfre SA	x	x	x	x
Mediaset España Comunicación SA	x			
Meliá Hotels International SA	x			x
NH Hotel Group SA	x			x
Obrascón Huarte Laín SA	x	x		x
Promotora de Informaciones SA	x			x
Prosegur CIA de Seguridad SA	x			x
Red Eléctrica Corporación	x			x
Repsol SA	x			x
Sacyr SA	x	x		
Siemens Gamesa SA	x	x	x	
Telefónica SA	x	x	x	

Tabla 5. Empresas cotizadas españolas que pertenecen al índice FTSE4Good Ibex con la relación de Pactos a las que están adscritas.

Fuente: Elaboración propia

La metodología RobecoSam es la utilizada por índices sostenibles de reconocido prestigio mundial, como el Dow Jones Sustainability Index (DJSI). RobecoSam aplica la modalidad best-in class, consistente básicamente en aplicar un cuestionario con preguntas que tienen diferentes pesos específicos, con una puntuación máxima de 100, con la finalidad de elegir a las empresas más sostenibles y elaborar un ranking por sectores.

RobecoSam especialista en inversiones dedicado exclusivamente a la inversión sostenible publica el prestigioso informe “The Sustainable Yearbook” sobre las empresas más sostenibles del mundo, en el que figuran 20 empresas cotizadas españolas en el año 2017, clasificadas en cuatro categorías: Gold, Bronze e Industry Mover. De entre las 3.400 empresas invitadas de más de 40 países diferentes, las empresas españolas que entran dentro de la categoría de GOLD son: Enagas SA, Gas Natural SDG SA, Iberdrola SA e Industria de Diseño Textil SA. Las de la categoría SILVER son: Acciona SA, Actividades de Construcción y Servicio SA, Amadeus IT Group SA, Banco de Santander SA, Ferrovial SA y Red Eléctrica Corp SA. Las de categoría BRONZE son: Endesa SA, Telefónica SA y CaixaBank SA.

Finalmente, en la categoría INDUSTRY MOVER que engloba al 15% superior de las empresas que han conseguido la mayor mejora proporcional en sostenibilidad, en comparación con el ejercicio anterior, figuran: Abertis Infraestructuras SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, Bankia SA, Bankinter SA, Indra SA, Siemens Gamesa SA y Repsol SA (RobecoSam, 2017c).

Todo esto se puede ver en la siguiente tabla:

EMPRESA	PACTO NACIONES UNIDAS	DECLARACIÓN OIT	PRINCIPOS OCDE	DECLARACIÓN UNIVERSAL DERECHOS HUMANOS
Acciona SA	x	x	x	x
Actividades de Construcción y Servicio SA	x	x		x
Amadeus IT Group SA	x			x
B.Santander SA	x	x	x	x
Bankia SA	x	x		x
Bankinter SA	x	x		x
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	x	x		x
Enagas SA	x	x	x	x
Endesa SA	x	x	x	x
Ferrovial SA	x	x	x	x
Gas Natural SA	x	x	x	
Iberdrola SA	x	x		
Industria de Diseño Cia Textil SA	x	x	x	
Red Eléctrica Corporación	x			x
Repsol SA	x			x
Siemens Gamesa SA	x	x	x	
Telefónica SA	x	x	x	

Tabla 6. Empresas cotizadas españolas que pertenecen al “Sustainable Year Book” 2017 con la relación de Pactos a las que están adscritas.

Fuente: Elaboración propia

A partir de las tablas 5 y 6 es fácil concluir que la gran mayoría de las grandes empresas españolas cotizadas que son clasificadas como éticas por agencias de rating social están adheridas al Pacto Mundial y a otros códigos de conducta RSC.

Además, destaca que todas las empresas cotizadas españolas que aparecen en la prestigiosa lista de RobecoSam forman parte del selectivo índice bursátil FTSE4Good Ibex.

Podemos concluir que, si aplicamos como método de screening negativo la adhesión a los pactos o directrices internacionales, o bien todas las grandes empresas españolas son efectivamente éticas, sostenibles o socialmente responsables, o este filtro no nos permite discriminar entre empresas responsables e irresponsables.

6.4.3. Screening negativo basado en los informes de ONG de reconocido prestigio

Tal como se ha comentado, la metodología del screening negativo reviste gran importancia por ser utilizada por la mayoría de los índices sostenibles de todos los países y consiste básicamente en eliminar de la cartera de inversión a aquellas empresas que desarrollen una actividad socialmente irresponsable. En el screening negativo que se propone a continuación, eliminaremos a todas aquellas que se han visto involucradas en conductas irresponsables por no cumplir con la legislación nacional o internacional en los campos de los derechos humanos y derechos laborales, el medioambiente y la fiscalidad, no podrán ser definidas como “empresas socialmente responsables”. Tampoco las que estén involucradas en la financiación o producción de armamento. Estos comportamientos irresponsables se identifican a partir los informes facilitados por ONG de reconocido prestigio.

Las ONG seleccionadas para el estudio gozan de gran reputación a nivel internacional y nacional y su labor a favor de la ética y la responsabilidad social corporativa ha sido reconocida por asociaciones de prestigio internacional, resaltando que dos de estas ONG han sido galardonadas con el premio Nobel de la Paz. Las ONG seleccionadas son las siguientes:

Amnistía Internacional: Organización independiente sin ánimo de lucro de carácter global, cuyo objetivo es luchar contra la injusticia y defender los derechos humanos en todo el mundo, fundada en el año 1961, en el año 1977 recibió el Premio Nobel de la Paz y en la actualidad cuenta con 7 millones de socios (Amnistía Internacional).

Centre for Research on Multinational Corporations (SOMO) es un centro de conocimiento crítico, independiente y sin fines de lucro sobre multinacionales, que cuenta con una amplia red de 80 miembros en 45 países, unidas por su compromiso de asegurar que la actividad empresarial contribuya al desarrollo sostenible. Desde 1973 investiga a las corporaciones multinacionales y el impacto de sus actividades en las personas y el medioambiente (SOMO).

Facua Consumidores en Acción: organización no gubernamental, sin ánimo de lucro, creada en 1981, presente en todo el ámbito nacional, dedicada a la defensa de los derechos de los consumidores (Facua,2015).

Greenpeace: Organización sin ánimo de lucro, ambientalista y de ámbito internacional. Se creó en 1971 en Canadá, con el propósito de proteger y defender el medio ambiente, está en contra de la energía nuclear y de las armas. Su evolución va ligada a países con sistemas democráticos y a las libertades civiles. Cuenta con una poderosa infraestructura a nivel internacional y local para realizar campañas de gran impacto social (Greenpeace, 2017 a).

International Campaign to Abolish Nuclear Weapons (ICAN): La Campaña Internacional para la Prohibición de las Armas Nucleares recibió el premio Nobel Paz en 2017. Se trata de una organización sin ánimo de lucro, ubicada en Suiza, que cuenta con 100 asociaciones colaboradoras en diferentes países (España: Centre D'èstudis per la Pau). Realiza campañas para sensibilizar a la sociedad sobre el peligro de las armas nucleares (ICAN, 2016).

Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa, fundado en el año 2004 por varias Organizaciones de la sociedad civil, entre las que se encuentran ONG, Asociaciones de Consumidores y Sindicatos y cuyo objetivo es trabajar para desarrollar la correcta aplicación de la Responsabilidad Social Corporativa (RSC), para ello realiza estudios independientes basados en la gobernanza empresarial de las empresas cotizadas, efectuando un análisis minucioso y realista de la RSC, para lo cual utiliza la información que las empresas presentan en los informes de sociedades (El Observatorio RSC, 2017).

Oxfam Intermón: Fundación privada independiente y sin ánimo de lucro, cuyo objetivo es luchar a favor de la justicia y la paz en el mundo, formando una confederación internacional de 22 organizaciones que comparten objetivos y un mismo enfoque de derechos. En España está regida por un Patronato compuesto por 15 profesionales independientes, vinculados al mundo académico, de la empresa y de la

solidaridad. Cabe destacar su labor en el Comercio Justo, movimiento alternativo de comercio internacional formado por organizaciones de todo el mundo, creado para cambiar las injustas reglas del comercio internacional, que consolidan la pobreza y la desigualdad mundial (Oxfam, 2017).

UNI Global Union. Es una ONG con sede en Suiza que representa a más de 20 millones de trabajadores de más de 900 sindicatos. Participa en organismos clave para la sostenibilidad, entre ellos, el Pacto Mundial de la ONU y foros de líderes mundiales como el G20 y el Foro Económico Mundial (UNI-Global Union, 2017).

Centrándonos en aquellas empresas que no cumplen con el screening negativo propuesto por estar vinculadas al negocio del armamento nuclear, Amnistía Internacional, Greenpeace y Oxfam Intermón (2015), señalan a Acciona SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA, Banco de Sabadell SA y Banco de Santander SA, por lucrarse con el negocio de armas nucleares. Cabe resaltar que todas estas empresas están incluidas en el índice FTSE4Good Ibex, el cual especifica que en su metodología se excluye a las empresas que producen, comercializan o financian armas nucleares. Por otro lado, ICAN (2016) informa que dos bancos españoles financiaron a empresas productoras de armas nucleares durante el periodo 2013 a 2016: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA con una inversión aproximada de: 2.376,40 millones de dólares y Banco de Santander SA con una inversión aproximada de: 1.014,60 millones de dólares. (ICAN, 2016).

Tal como se observa en la tabla 7, el incumplimiento del área fiscal es una práctica generalizada para la mayoría de las empresas, tal y como señalan Oxfam Intermón y El Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa (RSC), que denuncian a las empresas del IBEX-35 por tener 891 cuentas en paraísos fiscales y alertan que una de las mayores causas de desigualdad social está originada por la evasión y la “elusión” fiscal, de las grandes compañías, que cuentan con complicados entramados societarios para eludir o minimizar el pago de impuestos al Estado. Cabe destacar que 34 de las 35 empresas que componen el IBEX-35 tienen cuentas en paraísos fiscales, a pesar de estar adheridas a numerosos pactos de Responsabilidad Social Corporativa. Respecto a los 2

mayores bancos que tienen presencia internacional, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA y Banco de Santander SA, la conclusión final es que ambos ubican en paraísos fiscales sus actividades de mayor rentabilidad (Oxfam Intermon, 2015 a y El Observatorio RSC, 2014).

En lo relativo al delito medioambiental, son muchas las organizaciones que denuncian a las multinacionales españolas señalando especialmente su mal comportamiento en América Latina. Al respecto, Amnistía Internacional denuncia que Repsol provocó una sucesión de fugas en la tubería de gas de Camisea a Pisco, entre 2004 y 2006, causando graves daños a los ecosistemas fluviales y a las poblaciones de peces (CEO (SOMO), 2014).

Greenpeace denuncia a Gas Natural Fenosa de ser la tercera empresa en España que más contribuye al cambio climático después de Endesa y Repsol. En el mismo comunicado denuncia que Iberdrola S.A., Endesa S.A. y Gas Natural Fenosa SA son las responsables del bloqueo a las renovables (Greenpeace, 2017 b). A su vez denuncia los delitos medioambientales cometidos en el Caribe por las cadenas hoteleras Meliá y NH (Greenpeace, 2009).

También denuncia que el Banco Santander SA financia la deforestación en Indonesia mientras presume de respeto al medio ambiente (Greenpeace, 2015).

A su vez Oxfam Intermón denuncia que Ebro Foods SA, para producir una gran parte del arroz que comercializa en España, ha contaminado con fertilizantes las aguas que utiliza en Marruecos. (Oxfam Intermon, 2013).

El Observatorio RSC en su informe del año 2015 también denuncia varias infracciones medioambientales cometidas por algunas de las empresas analizadas en este estudio. Así, informa de que Aena SA tiene dos frentes judiciales abiertos como consecuencia de los problemas de ruido en las comunidades de vecinos próximas a Barajas, sobre los cuales no proporciona ningún dato en su informe anual 2015, a pesar de reconocer que la gestión del ruido es un aspecto de gran relevancia para la empresa.

De Fomento de Construcciones y Contratas SA (FCC) denuncia irregularidades en el estudio del impacto medioambiental ocasionado por la construcción de una presa en Zapotillo (México). En cuanto a Repsol SA, denuncia el impacto negativo medioambiental causado en las selvas tropicales por el proyecto “Camisea”. (El Observatorio RSC, 2015).

En cuanto a infracciones de la normativa de competencia, FACUA indica que denunció a Telefónica SA en abril de 2015 por la subida de tarifas. Tras la denuncia presentada por FACUA, el Consejo de Gobierno de la Junta de Andalucía resolvió imponer una multa de 6,23 millones de euros a la compañía por la primera subida de tarifas de sus paquetes Movistar Fusión que lanzó al mercado con el compromiso de que las mantendría "para siempre" (Facua, 2016). Greenpeace, por su parte, exige medidas para restringir el poder de las eléctricas y evitar casos como la denuncia de la Fiscalía Anticorrupción a Iberdrola S.A. por un hecho del año 2013, indicando que ya en 2015 la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) multó a la multinacional con 25 millones de Euros por manipular el mercado mayorista de la energía eléctrica en 2013, considerándose la infracción como muy grave. (Greenpeace, 2017).

En cuanto al delito de corrupción El Observatorio RSC informa de diversas prácticas corruptas realizadas por las empresas analizadas. Así, Indra Sistemas S.A. está siendo investigada por presunta corrupción, dentro del caso “púnica” por pagos a jueces de Madrid, incluyéndose el presidente del Tribunal Superior, Francisco Vieira. Además, recuerda que Sacyr SA, en el año 2014, se encontraba bajo investigación por su presunta participación en las tramas “Gurtel” y “Bárceñas”. Finalmente, en relación a Fomento de Construcciones y Contratas SA, el informe de la ONG pone de relieve la supuesta existencia de donaciones a partidos en años anteriores a 2014 (El Observatorio RSC, 2014).

Sobre el incumplimiento de los derechos humanos por parte de las empresas cotizadas españolas, El Observatorio RSC indica que, si bien la empresa Repsol SA informa explícitamente en sus memorias de que no se han producido incidentes relacionados con

violaciones de los derechos de los pueblos indígenas, sí se ha publicado en diversos medios de comunicación que existen estos conflictos. Por ejemplo, en la memoria de la empresa no se indica ningún incidente con el proyecto “Camisea”, que sí incluyó en la memoria del año 2014. A este respecto cabe subrayar que REPSOL S.A. sí contestó al requerimiento de Business & Human Rights Resource Centre, que en febrero de 2015 solicitó a la empresa aclaraciones acerca de la información publicada en los medios de comunicación en la que se señalaban las negativas repercusiones del proyecto “Camisea” para las comunidades locales (El Observatorio RSC, 2015). En el mismo informe El Observatorio RSC publica sobre Fomento de Construcciones y Contratas SA (FCC) que en el Caso de la Presa el Zapotillo (México), fuentes externas denuncian que se ha subestimado el desplazamiento potencial de varias comunidades indígenas, pese a que estas comunidades llevan movilizadas contra la construcción de la presa desde 2008. (El Observatorio RSC, 2015).

Sobre Mapfre SA, Greenpeace en su informe del 8 Julio de 2016, publica que existe un caso denunciado al Estado brasileño por violaciones humanas derivadas del proyecto de la presa de Belo Monte. MAPFRE SA está presente en este proyecto a través de la empresa conjunta con el Banco do Brasil BB-MAPFRE para asegurar una parte del riesgo de este proyecto. (Greenpeace, 2016).

Finalmente, al respecto del incumplimiento de los derechos laborales, en el estudio realizado por Centre for Research on Multinational Corporations (SOMO) de octubre de 2014, titulado: Flawed fabrics (Tejidos sin Defecto) denuncia que grandes firmas de la moda internacional, entre las que se encuentra Industria de Diseño Cia. Textil SA, forman parte del grupo del sector de la confección de ropa que emplean niñas en sus factorías de Bangladesh en condiciones laborales que a menudo rozan la esclavitud. (SOMO, 2014). Oxfam Intermón, en su informe: “El impacto social debe ser la piedra angular de la actuación de la empresa española en el exterior”, de Junio de 2013 denuncia que el grupo empresarial Ebro Foods SA en Marruecos tiene empleados temporales sin contratos (Oxfam Intermon, 2013).

El Observatorio RSC, en el apartado del análisis de derechos laborales, expone que el sindicato CC.OO. ha denunciado a Caixabank SA por contratar a Geseme Médicos S.L., al considerar que a través de esta empresa se está presionando al personal para controlar el absentismo laboral de manera intimidatoria (El Observatorio RSC, 2015). Global Union (UNI) presentó una queja ante el Gobierno español en noviembre de 2013 expresando que la empresa Prosegur SA había violado repetidamente las directrices de la OCDE para las empresas multinacionales, en materia de derechos laborales en cuatro países latinoamericanos. El caso sigue pendiente (UNI Global Union, 2014).

EMPRESA	ONG	ÁREA
Abertis Infraestructuras SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
	Greenpeace	Fiscalidad
Acciona SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Arma. nuclear
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Acerinox SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Actividades de Construcción y Servicio SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Aena SME.SA	Observatorio de RSC	Medioambiente
Amadeus IT Group SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Arcerlormittal SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
Atresmedia Corp de Medios de Com. SA		
B.Sabadell SA	Greenpeace	Fiscalidad
	ICAN	Arma. nuclear
	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Armas
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
B.Santander SA	Greenpeace	Medioambiente
	ICAN	Arma. nuclear
	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Armas
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Bankia SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
Bankinter SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	Greenpeace	Fiscalidad
	ICAN	Arma. nuclear
	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Arma. Nuclear
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Bolsas y Mercados Españoles SA		
CaixaBank SA	Observatorio de RSC	DD. Laborales
	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad

Cellnex Telecom SA		
Corporación Financiera Alba SA		
Distribuidora Int de Alimentos SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Ebro Foods SA	Oxfam Intermon	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Medioambiente
	Oxfam Intermon	DD. Humanos
Enagas SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Endesa SA	Greenpeace	Medioambiente
	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Fomento de Construcciones y Contratas SA	Observatorio de RSC	Corrupción
	Observatorio de RSC	Medioambiente
	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Ferrovial SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Gas Natural SA	Greenpeace	Medioambiente
	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
International Consolidat Airlines Group	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Iberdrola SA	Greenpeace	Competencia
	Greenpeace	Medioambiente
	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Industria de Diseño Cia Textil SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	SOMO	DD.Humanos
	SOMO	DD.Laborales
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Indra Sistemas SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Observatorio de RSC	Corrupción
Cia. Dist Integ Logista Holdings	Oxfam Intermon	Fiscalidad
	Greenpeace	DD.Humanos
Mapfre SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Mediaset España Comunicación SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Meliá Hotels International SA	Greenpeace	Medioambiente
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
NH Hotel Group SA	Greenpeace	Medioambiente
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Obrascón Huarte Laín SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Promotora de Informaciones SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Prosegur CIA de Seguridad SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
	UNI Global Union	DD.Laborales
Red Eléctrica Corporación	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad

Repsol SA	Amnistía Internacional/CEO	DD.Humanos
	Amnistía Internacional/CEO	Medioambiente
	Greenpeace	Medioambiente
	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Medioambiente
Sacyr SA	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Corrupción
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Siemens Gamesa SA	Observatorio de RSC.	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad
Telefónica SA	Facua	Competencia
	Observatorio de RSC	Fiscalidad
	Oxfam Intermon	Fiscalidad

Tabla 7. Relación empresas con malas prácticas según ONGs
Fuente: Elaboración propia

Tal como se observa en la tabla 7, la mayoría de las empresas han sido denunciadas por infracciones fiscales, 35 en total, lo cual constata el grave problema que supone el fraude fiscal. Escándalos como Luxleaks y Panamá Leaks, entre otros, revelan las tramas que urden las empresas para eludir su responsabilidad fiscal, pasando a tributar en paraísos fiscales, que cuentan con una tributación muy favorable para las compañías, lo cual va en detrimento de la tributación en su país de origen. Por tanto, vemos que la Responsabilidad Social Corporativa de las empresas en materia fiscal brilla por su ausencia. Se constata que tanto la UE como el gobierno de España deberían adoptar medidas tendentes a lograr que se eleve el tipo efectivo de las grandes empresas hasta acercarlo al tipo nominal en vigor, penalizando estas actividades que producen desigualdad y suponen una sobrecarga tributaria para los ciudadanos, que se ven obligados a compensar la menor tributación de las empresas.

Se corrobora la relación que existe entre infracciones diversas. El incumplimiento de estándares medioambientales derivado de la actividad industrial, que también cuenta con un gran número de empresas infractoras, un total de 10, va en algunas ocasiones ligado a actividades de elusión fiscal y de corrupción (3 empresas). Esto podría deberse a que el daño medioambiental se realiza con la connivencia de las autoridades de los países donde se produce, especialmente en los países en vías de desarrollo, generalmente mediante el cobro de sobornos por parte de los funcionarios y políticos corruptos, procedentes de las empresas, generando flujos financieros ilícitos que son canalizados a través de paraísos fiscales, tal como ha quedado constatado en los

informes de Oxfam Intermón y del Parlamento Europeo del año 2015 sobre elusión y evasión fiscal. (Oxfam Intermon, 2015 a b; Parlamento Europeo, 2015).

Finalmente, las empresas relacionadas con el armamento nuclear son 4, al igual que las señaladas en el área de derechos humanos. Por su parte, las empresas acusadas de realizar acciones lesivas contra los derechos laborales son 3. En cuanto a las infracciones relacionadas con la competencia, hallamos 2 empresas infractoras. Resulta llamativo que las ONG denuncian en menor medida este tipo de delitos, denunciándose mayoritariamente por las asociaciones de consumidores.

6.5. Conclusiones

Los Gobiernos y la opinión pública en general esperan que las grandes empresas ejerzan en el desarrollo de su actividad económica un comportamiento socialmente responsable, de ahí la importancia de identificar y clasificar empresas que adopten estas conductas. No obstante, es la iniciativa privada la que, a través de agencias de rating, organismos especializados e índices éticos, realiza estas funciones mediante complejas metodologías que se caracterizan por su falta de homogeneidad y transparencia, lo que conlleva que la percepción de los inversores en cuanto al comportamiento responsable choque con los rankings de empresas sostenibles y los índices éticos o socialmente responsables.

Dado que en la actualidad los rankings y los índices sostenibles ejercen una gran influencia entre los inversores institucionales y particulares que exigen un comportamiento responsable por parte de las empresas y que se sienten defraudados cuando advierten los numerosos escándalos que estas grandes empresas calificadas como socialmente responsables realizan, es entonces cuando surge la duda más que razonable sobre la imparcialidad de las agencias de rating y los distintos organismos, así como de la información poco creíble y sesgada que utilizan las diversas metodologías de los índices sostenibles, que permite que compañías con comportamientos

irresponsables estén incluidas en los mismos, ya que la mayor parte de las metodologías se basan en la modalidad de screening positivo denominado best-in-class.

Por tanto tomando como referencia a la UE por la posición destacada que ocupa en el desarrollo de la ISR, vamos a aplicar un criterio muy claro y sencillo de screening negativo en vez de utilizar un screening positivo para identificar los comportamientos irresponsables de las empresas clasificadas previamente como socialmente responsables, con la finalidad de localizar aquellas empresas que no cumplen con la legislación vigente en materia de competencia, en concreto con El Reglamento 1/2003 del Consejo de la UE ya que esta ley tiene como finalidad proteger los intereses de millones de consumidores en toda Europa y en segundo lugar localizaremos a las empresas cotizadas españolas que estando adheridas a principios y directrices proclamados por organismos de prestigio han realizado comportamientos calificados como irresponsables según el punto de vista de estos prestigiosos organismos.

El resultado obtenido al aplicar el primer screening negativo, evidencia claramente que un gran número de empresas cotizadas europeas incluyendo las españolas, que además están calificadas como socialmente responsables y en el caso de las españolas en su mayoría pertenecen al prestigioso índice FTSE4Good-Ibex han sido multadas por la UE por incumplimiento del Reglamento 1/2003, destacando: Facebook, Google, Deutsche Bank, Telefónica, Iberdrola y un largo etcétera. Para el segundo proceso observamos que son numerosas las empresas multinacionales españolas con comportamientos calificados como irresponsables por ONG como: Greenpeace, ICAN y Oxfam Intermon en las áreas de fiscalidad, armamento, medioambiente, recursos humanos y corrupción, todo lo cual corrobora que la información facilitada por rankings e índices sostenibles constituye una controversia y choca con la percepción de un inversor cada vez más concienciado en no invertir en empresas que presenten comportamientos irresponsables.

7. LA INCLUSIÓN DE EMPRESAS IRRESPONSABLES EN EL ÍNDICE BURSÁTIL SOSTENIBLE DJSI WORLD

7. LA INCLUSIÓN DE EMPRESAS IRRESPONSABLES EN EL ÍNDICE BURSÁTIL SOSTENIBLE DJSI WORLD

7.1. Introducción

En los últimos años ha ido surgiendo una conciencia ética en los países occidentales en pos de un comportamiento más responsable en términos sociales y medioambientales. Este proceso se ha visto exacerbado por los problemas generados por la destrucción de la capa de ozono, el cambio climático y numerosos escándalos empresariales ligados a la corrupción, el fraude, el trabajo infantil y la esclavitud, compensaciones millonarias a directivos que hacen quebrar a las empresas y un largo etcétera.

Fruto de esta nueva conciencia en defensa del medioambiente y la sociedad, los pequeños inversores se cuestionan si es ético invertir su dinero y ser copropietarios de empresas que tienen un comportamiento irresponsable con su entorno. Para cubrir esta nueva demanda de sus potenciales clientes, el sector financiero se ha apresurado a crear nuevos productos financieros, como los índices bursátiles sostenibles o los fondos de inversión éticos. Estos productos, en principio, realizan una cuidada selección de las empresas en términos de rentabilidad y comportamiento socialmente responsable, de forma que aquellas con conductas reprobables quedan excluidas. No obstante, el método best-in-class empleado en el proceso de selección no garantiza en absoluto este resultado, puesto que no elimina automáticamente a las empresas irresponsables, sino que selecciona las menos irresponsables mediante mecanismos complejos, multivariantes y poco transparentes, respetando, además, criterios que permiten la adecuada diversificación de los riesgos.

El presente capítulo analiza la problemática planteada. Se trata de comprobar si es posible que los índices bursátiles sostenibles, más concretamente el DJSI World, incluyan entre sus componentes empresas que serían excluidas en un proceso de screening negativo que considerara el comportamiento irresponsable de las empresas en ámbitos medioambientales, sociales o de gobernanza.

Para el análisis se han empleado las controversias de base de datos ESG Scores de Thomson Reuters, que hace un seguimiento de las noticias negativas publicadas por agencias de información acerca de las 7.000 mayores empresas cotizadas. Esta es la base de datos que se va a emplear para identificar las acciones irresponsables y los comportamientos reprobables de las empresas de la muestra.

Las empresas de la muestra van a ser aquellas incluidas en el índice bursátil DJSI World, a las que se les supone un comportamiento intachable, pues han sido seleccionadas como componentes de uno de los índices sostenibles más prestigiosos del mundo.

A partir de este estudio se busca determinar también qué factores pueden influir para que una empresa que presenta comportamientos irresponsables sea no obstante incluida en el selectivo DJSI World.

7.2. El screening negativo basado en las controversias de la base de datos Eikon de Thomson Reuters

En los últimos años se ha experimentado un crecimiento muy significativo de lo que se denomina inversión socialmente responsable. Prueba de ello son el gran número de empresas y organismos dedicados a elaborar rankings de empresas, así como el boom experimentado por los índices bursátiles sostenibles. Efectivamente, no existe un único organismo responsable de definir y cuantificar el comportamiento sostenible de las empresas, sino que existen multitud de empresas e instituciones que realizan esta función, cada cual con su propia definición y metodologías (Global Sustainable Investment Alliance, 2016).

Uno de los aspectos más controvertidos a la hora de analizar el comportamiento socialmente responsable de las empresas es definir ese comportamiento. Es decir, concretar qué acciones deben o no deben hacer las empresas para poder ser calificadas como empresas socialmente responsables. Se trata de un tema de enorme importancia, pues el elenco de empresas seleccionadas influirá decisivamente en los resultados de cualquier análisis posterior (Benson *et al.* 2006; Trinks y Scholtens, 2015). Esta dificultad ha generado también complicaciones terminológicas, pues los trabajos académicos suelen hablar de empresas sostenibles, socialmente responsables, éticas... a veces como si fueran lo mismo y, en otras ocasiones, como si estos conceptos no fueran equivalentes.

Las diferentes definiciones utilizadas, unidas a las muy dispares metodologías empleadas por las empresas y organismos especializados en la identificación y selección de empresas socialmente responsables, han ocasionado que en no pocas ocasiones, empresas que a los ojos del ciudadano medio, del pequeño inversor, no pueden ser calificadas como de ejemplares en cuanto a su comportamiento, sí que aparezcan en los índices bursátiles éticos o sostenibles y en los rankings de empresas sostenibles de los que éstos se nutren. Así, empresas que realizan acciones a todas luces irresponsables forman parte de fondos de inversión socialmente responsables, sostenibles o éticos. Algunos estudios muestran que la gran mayoría de las empresas que aparecen en los índices sostenibles españoles no debieran estar ahí de aplicar sencillos criterios de screening negativo (Hellsten y Mallin, 2006; Espinós Vaño, 2016, Riera e Iborra, 2016). Este hecho podría dar una explicación sencilla a la enorme correlación que existe entre los índices éticos y sus benchmark convencionales (Espinós-Vañó *et al.* 2018a), en base a que los componentes del índice sostenible y los de su benchmark son prácticamente los mismos.

La situación descrita nos hace cuestionarnos qué es lo que falla en el proceso de selección de empresas realizado por las empresas y organismos especializados para que corporaciones que se encuentran inmersas en escándalos de gran magnitud por comportamiento irresponsable o incluso ilegal que aparecen en los medios de comunicación globales formen parte, al mismo tiempo, de índices o rankings de

empresas socialmente responsables. (Chatterji *et al.* 2009; Windpolh, 2011; Baccaro y Mele, 2011).

Una de las opciones para evitar esta situación es incorporar en el proceso de selección de empresas sostenibles un screening negativo que evitara, automáticamente, la inclusión en los rankings e índices sostenibles de aquellas empresas que se hayan visto implicadas en algún escándalo mediático por su comportamiento reprobable.

Si se elige esta opción surge el problema de cómo definir estos comportamientos y cómo identificarlos. Es decir, se debe definir qué tipo de comportamientos califica a una empresa de forma automática como "irresponsable". Por otro lado, se debe elaborar una base de datos que recopile toda la información para las empresas. En el caso de la elaboración de índices bursátiles sostenibles, esta información debería abarcar todas las empresas cotizadas. Esta tarea ya es realizada por diferentes empresas proveedoras de datos para inversores, como Thomson Reuters, que recopilan y clasifican todas las noticias negativas que se publican en los principales medios de comunicación, que se denominan "controversias", que afectan a las grandes empresas cotizadas a nivel mundial.

El objetivo del siguiente epígrafe es analizar la base de datos EIKON de Thomson Reuters para conocer en qué tipo de controversias se ven implicadas las grandes empresas cotizadas, cómo han evolucionado en los últimos años, si afectan por igual a todos los sectores etc., con el fin de predecir qué problemas conllevaría utilizar este tipo de screening negativo para elaborar carteras de inversión éticas.

7.2.1. La base de datos de controversias en el Thomson Reuters ESG scores

La plataforma EIKON de Thomson Reuters dispone de un módulo específico que analiza el comportamiento empresarial en términos medioambientales, sociales y de gobernanza. En este análisis, se emplean datos de naturaleza pública facilitados en su mayor parte por las empresas.

No obstante, para compensar el sesgo positivo que pudiera aparecer, el análisis se complementa con la incorporación al mismo de información negativa procedente de las agencias de información, principalmente Reuters.

Por este motivo, se recopilan las noticias negativas, que se denominan "controversias", que conciernen en la actualidad a más de 7.000 empresas cotizadas, repartidas por todo el mundo: más de 2.900 empresas de América del norte y 250 de Iberoamérica, más de 1.400 empresas europeas, más de 260 africanas y de Oriente medio, más de 550 de Oceanía y más de 1.160 empresas asiáticas. Las empresas analizadas son las componentes de los principales índices bursátiles a nivel mundial y en las distintas regiones, tales como SMI, DAX, CAC 40, FTSE 100, FTSE 250, S&P 500, S&P ASX 300, S&P NZX 50, NASDAQ 100, DJ STOXX, MSCI World, MSCI Emerging markets, Russell 1000. Aunque no se especifica, es de suponer que las más de 7.000 empresas analizadas no son siempre las mismas, sino que las empresas concretas que son objeto de análisis cada año varían en función de su inclusión o no en los índices seleccionados. No obstante, el grueso de las empresas permanecerá a lo largo del periodo analizado, dado que la rotación en los índices principales no es muy elevada.

En definitiva, se puede decir que el análisis engloba a las mayores empresas del mundo por capitalización bursátil. Si bien son más de 150 analistas los encargados de filtrar la información, cabe preguntarse si no habrá un sesgo de idioma en el análisis, de forma que se analicen con mayor profundidad los medios de comunicación escritos en inglés, lo que redundaría en una mayor monitorización de las empresas anglosajonas o las que operan en ese entorno.

La base de datos de controversias se nutre de los escándalos que salpican a estas 7.000 empresas. El impacto de un evento negativo puede influir en años sucesivos si hay sucesos relacionados que acontecen posteriormente, como la celebración de juicios, condenas, pago de multas etc.

Las diferentes acciones socialmente irresponsables o ilegales que cometen las empresas se clasifican en 24 epígrafes, que a su vez se agrupan en 7 dimensiones que abarcan todo el ámbito ESG (Environment, Social, Governance):

- Medioambiente:

A. Medioambiente:

1. Medioambiente

- Social:

B. Comunidad:

2. Acciones anticompetitivas
3. Sobornos, corrupción y fraude
4. Propiedad intelectual
5. Salud pública
6. Ética empresarial
7. Fraude fiscal

C. Mano de obra:

8. Salarios y condiciones laborales
9. Diversidad y oportunidad
10. Seguridad en el trabajo y salud de los empleados

D. Derechos humanos:

11. Derechos humanos
12. Libertad de asociación
13. Trabajo infantil

E. Responsabilidad de producto

14. Salud y seguridad del consumidor
15. I+D responsable
16. Privacidad
17. Marketing responsable
18. Acceso a los productos
19. Quejas de los consumidores

- Gobernanza:

F. Equipo directivo:

20. Retribución de los directivos

21. Retribución de altos cargos

G. Accionistas:

22. Derechos de los accionistas

23. Operaciones de los insiders

24. Presentación de cuentas

De esta manera, se está especificando qué clase de comportamientos se pueden incluir en la base de datos de controversias. Por otro lado, es importante resaltar que en este punto no se ha efectuado ninguna ponderación entre los diferentes epígrafes ni las dimensiones ni ámbitos ESG.

En el caso de realizarse un screening negativo, se puede decidir cuáles de todas estas controversias se toman en consideración. Es decir, se podría decidir que una empresa con fraude fiscal puede ser calificada de empresa socialmente responsable. O calibrar la importancia de las noticias negativas. Por ejemplo, se puede interpretar que no es equivalente evadir impuestos incumpliendo la normativa legal que hacerlo ayudándose de lagunas legales.

En cualquier caso, la base de datos de controversias ofrece una imagen privilegiada del comportamiento irresponsable realizado por las grandes empresas cotizadas del mundo, por lo que su análisis resulta de gran interés, especialmente para sacar a la luz los problemas que conllevaría en la práctica seleccionar el universo potencial de empresas en las que invertir aplicando un screening negativo que dejara fuera a todas las empresas implicadas en escándalos y controversias de diferente naturaleza.

7.2.2. Análisis del comportamiento irresponsable de las grandes empresas cotizadas

A continuación, se van a analizar las controversias acaecidas en los años 2011 a 2016. De las 7.000 empresas analizadas anualmente, en el periodo analizado, 1.852 se han visto implicadas en comportamientos reprobables, generando un total de 13.311 controversias. Estos datos implican que casi el 14% de las empresas objeto de seguimiento han incurrido en algún tipo de actividad reprobable.

En cualquier caso, mirándolo desde la parte positiva, de las grandes empresas cotizadas a nivel mundial más del 85% están limpias, no se han visto involucradas en actividades controvertidas o ilegales a lo largo del periodo 2011-2016. Esta conclusión es importante de cara a la creación de una cartera socialmente responsable mediante metodología de screening negativo, pues de ser el porcentaje muy elevado se imposibilita desde un primer momento la creación de una cartera suficientemente diversificada.

En primer lugar, la figura 4 muestra la evolución de las controversias totales en el periodo objeto de estudio.

Contrariamente a lo que se pudiera pensar, en una época en la que la mayoría de las grandes empresas se jactan de llevar a cabo políticas y estrategias socialmente responsables y de su compromiso con la ética empresarial, entre 2011 y 2016 el número de controversias ha aumentado. Y de forma vertiginosa además en 2016 tal y como se muestra en la siguiente figura.

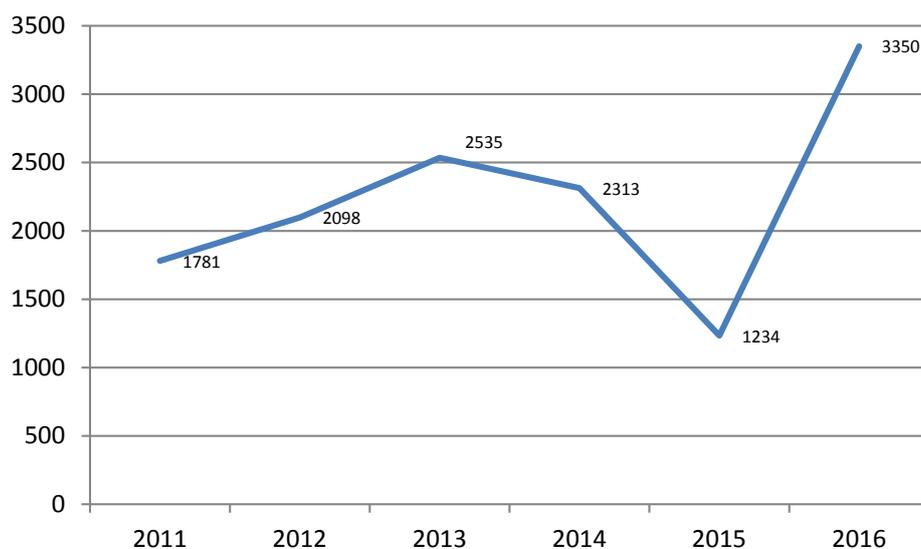


Figura 4. Controversias totales
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EIKON

Dado que, para un pequeño inversor, no todas las clases de controversias tengan la misma importancia de cara a implementar el screening negativo, interesa ver la importancia relativa de cada dimensión analizada.

Tal y como muestra la figura 5, la dimensión que acapara más controversias es la de "comunidad". Recordemos que se trata de controversias relacionadas con, entre otros aspectos, la corrupción, el fraude fiscal o la salud pública. Casi dos terceras partes de las controversias pertenecen a esta dimensión. Por este motivo, un screening negativo que tome en consideración esta dimensión, necesariamente verá reducirse el universo de empresas elegibles. Por el contrario, resulta sencillo aplicar otras dimensiones, como los derechos humanos, el equipo directivo, el medioambiente, o la de accionistas, en el sentido de que el empleo de estos criterios de exclusión apenas afectará al universo elegible en su conjunto.

No obstante, puede que la aplicación de estos criterios sí que impidiera la correcta diversificación si, por ejemplo, las empresas con controversias en una de estas dimensiones supusieran un porcentaje elevado de las empresas de un sector económico o de una región.

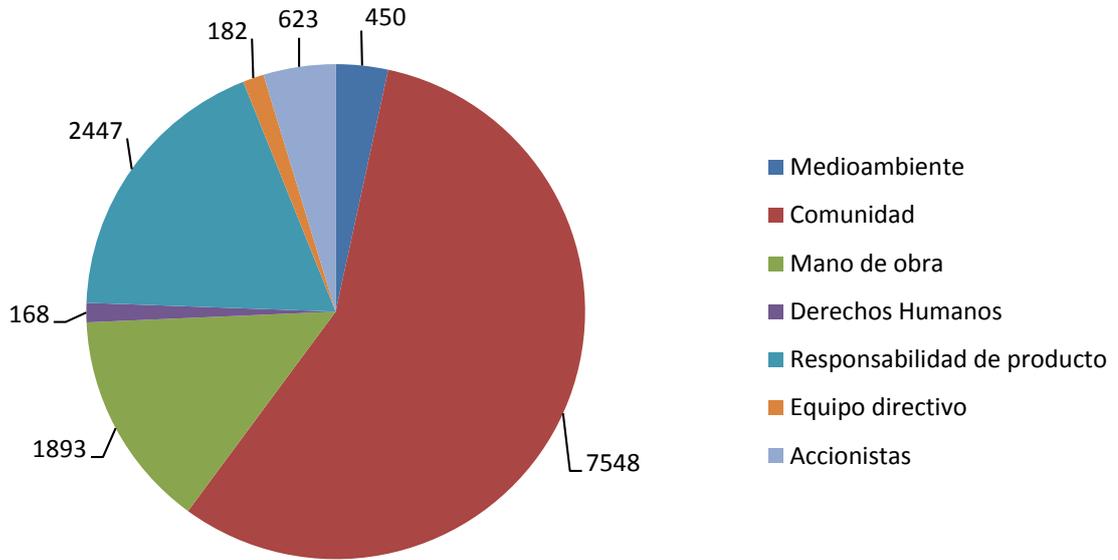


Figura 5. Importancia relativa de cada dimensión en el periodo 2011-2016
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EIKON

Por otro lado, es importante analizar si la evolución que muestra el gráfico 1 afecta por igual a todas las dimensiones o si, por el contrario, esta evolución no ha sido homogénea.

A continuación, se muestra este análisis, agrupándose las dimensiones en sus respectivos ámbitos de ESG.

La figura 6 muestra la evolución del número de controversias medioambientales entre los años 2011 y 2016. La progresión es creciente, con un crecimiento dramático en 2016, probablemente relacionado con el escándalo de los vehículos diesel en el sector de la automoción. Efectivamente, casi el 20% de las controversias medioambientales en 2016 están relacionadas con empresas del sector automovilístico.

Este es un ejemplo paradigmático de cómo, en un contexto en el que todas las grandes empresas se posicionan a favor de la protección del medioambiente y la lucha contra el cambio climático, la realidad nos muestra que, realmente, en no pocas ocasiones se trata de palabras vacías de contenido.

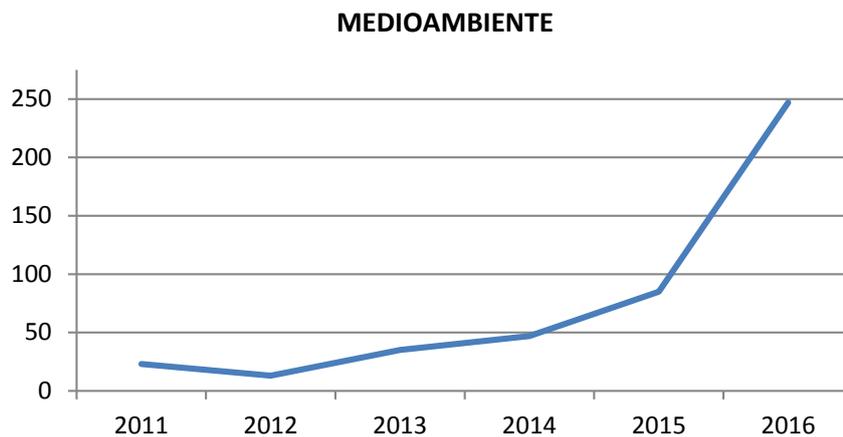


Figura 6. Evolución del número de controversias por ámbito ESG. Medioambiente
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EIKON

La figura 7 muestra la evolución del número de controversias en el ámbito social. Se aprecia que, para casi todas las dimensiones, la evolución ha sido similar a la experimentadas en el caso del medioambiente, en el sentido de un fuerte crecimiento en 2016. Esto es especialmente cierto para las dimensiones de "comunidad" y "responsabilidad de producto", donde en 2016 se alcanza el máximo de controversias. En el caso de "mano de obra" se observa un repunte, pero no se alcanza el máximo.

A diferencia a la evolución que muestra la figura 6, las controversias del ámbito social habían experimentado un fuerte retroceso en 2015, por lo que el aumento de 2016 supone un cambio de tendencia.

Cabe preguntarse si el aumento de las controversias en 2016, se debe efectivamente a un aumento de las actividades controvertidas ese año, a algún cambio en la metodología de seguimiento de las empresas o a cambios en la definición del concepto de controversia empleado por EIKON.

Mención aparte merecen las controversias relacionadas con los derechos humanos. Se trata de controversias que, en el mundo occidental, pueden dañar tremendamente la imagen de las empresas.

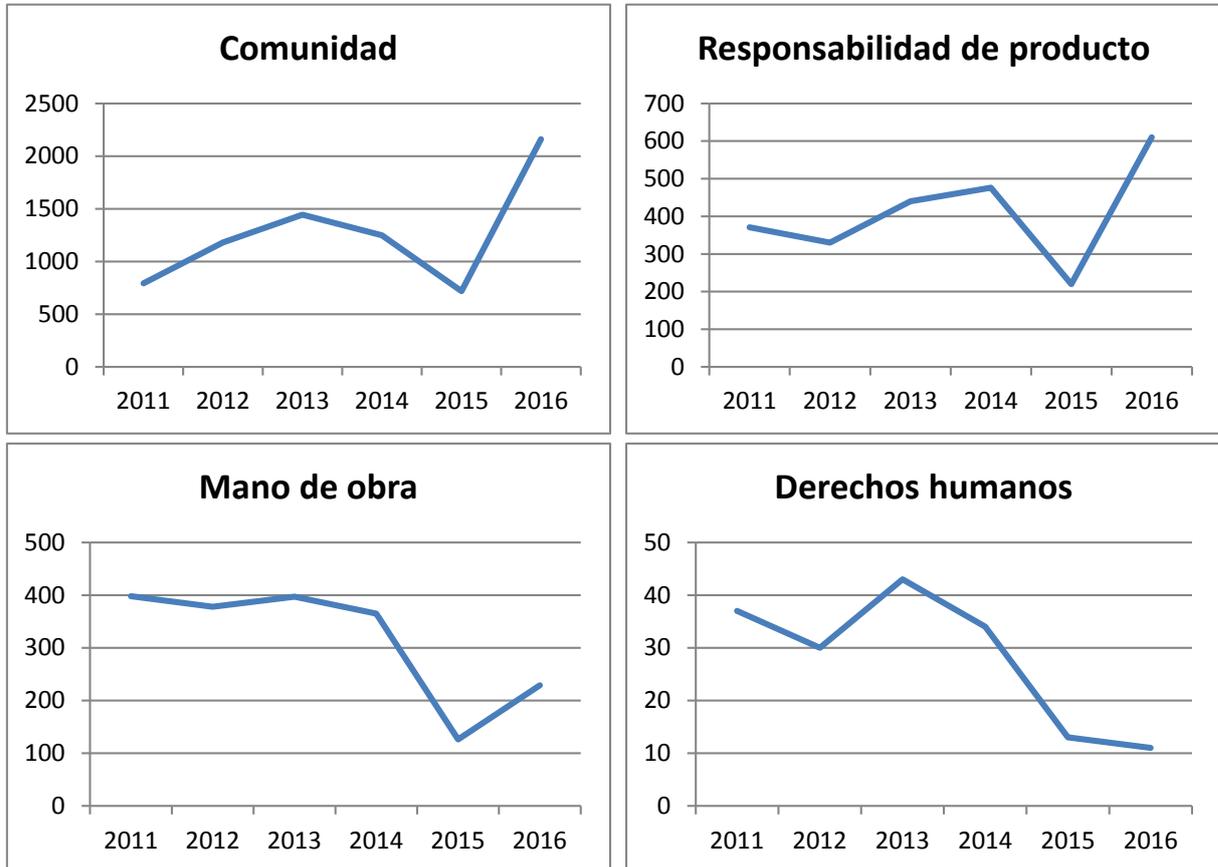


Figura 7. Evolución del número de controversias por ámbito ESG. Social
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EIKON

La figura 7 muestra que las controversias de la dimensión de "derechos humanos" son muy pocas y que la senda es descendente, incluso en el año 2016.

Finalmente, la figura 8 trata las controversias en el ámbito de la gobernanza. En el caso del "equipo directivo" nos encontramos de nuevo con una tendencia descendente que se rompe de forma abrupta en 2016, mientras que para las controversias de la dimensión "accionistas" la curva es mucho más plana.

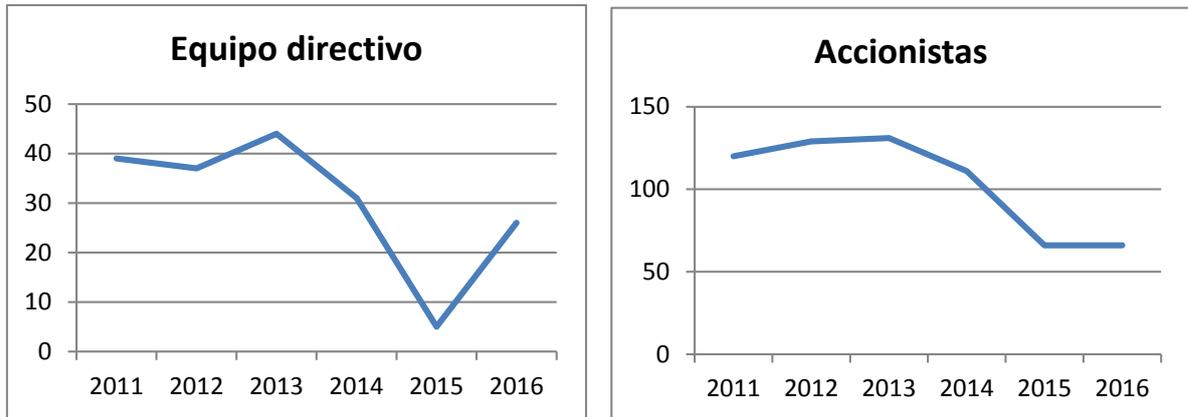


Figura 8. Evolución del número de controversias por ámbito ESG. Gobernanza
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EIKON

Lo expuesto hasta ahora pone de manifiesto un nuevo problema en la implementación del screening negativo para la elección de empresas de una cartera de inversión socialmente responsable. Se trata de las enormes fluctuaciones que puede haber de un año para otro en cuanto al número de controversias.

Esto nos pone alerta sobre el hecho de que el número de empresas implicadas en escándalos mediáticos puede variar significativamente en corto periodo de tiempo. De esta manera, puede que sea necesario realizar reestructuraciones grandes de la cartera de inversión socialmente responsable en breves periodos de tiempo y de forma fortuita, además de tener que afrontar nuevas restricciones del universo de empresas elegibles que pueden afectar muy negativamente la capacidad de diversificación de nuestra cartera.

Además, surge una pregunta importante que cabría plantearse, cual es, cuánto tiempo debería mantener la etiqueta de "no elegible" una empresa una vez que se ha incurrido en una actividad controvertida, lo cual no deja de ser un criterio subjetivo, al igual que si se decide dar a las diferentes dimensiones de controversias diferente importancia.

PAIS	Nº CONTROVERSIAS	PAIS	Nº CONTROVERSIAS
US	5531	FI	36
GB	1392	TR	34
JP	785	LU	30
DE	718	TH	23
IN	476	CL	21
AU	432	GR	19
FR	405	BM	18
KR	399	CZ	16
CA	384	PH	16
CH	334	NZ	15
CN	223	HU	14
BR	199	PT	14
NL	198	AE	13
ZA	182	KY	12
IE	177	JE	10
TW	137	MO	9
RU	124	PL	9
SE	123	SA	8
IT	107	ID	7
MX	89	CO	5
IL	88	EG	5
ES	80	JO	5
HK	74	NG	5
SG	73	PE	2
DK	53	PR	2
NO	51	CY	1
BE	42	GG	1
AT	40	KW	1
MY	38	KZ	1

Tabla 8. Número total de controversias por país
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EIKON

A los problemas que hemos visto hasta el momento que ponen de relieve los problemas de diversificación que hay que afrontar si se aplica un criterio de selección de empresas basado en el screening negativo de empresas con controversias, hay que sumar otras evidencias importantes que impactan directamente en la capacidad de diversificación geográfica y en la diversificación por actividad económica.

Comencemos por la diversificación geográfica. La diversificación geográfica consiste en invertir en empresas que estén ubicadas en diferentes países y continentes, de forma que estén sujetas a la evolución de diferentes ciclos económicos. Así, una crisis económica en un país concreto solo afecta a un porcentaje reducido de las empresas incluidas en la cartera de inversión. Lo interesante es conseguir invertir en países con ciclos económicos poco correlacionados.

En cualquier caso, hay que tener en cuenta que las grandes empresas del mundo no están repartidas de forma homogénea por todo el globo, no todos los países tienen el mismo tamaño ni la misma importancia en términos económicos ni el mismo número de grandes empresas cotizadas. El limitar las empresas potenciales a las más grandes por capitalización bursátil tiene como finalidad, por cierto, evitar el riesgo de liquidez que afecta a las empresas más pequeñas.

Por lo tanto, resulta interesante comprobar cómo se reparten las controversias entre países. Pues bien, tal y como muestra la tabla 8, los países con mayor número de controversias son Estados Unidos, Reino Unido, Japón y Alemania. Del total de 1.852 empresas con controversias en el periodo 2011-2016, estos cuatro países aglutinan al 50%, que son responsables del 63% del total de controversias (Tabla 9).

PAISES				
Periodo 2011-2016	US	GB	JP	DE
Nº empresas	611	140	139	44

Tabla 9. Número de empresas con controversias en los países con más controversias
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EIKON

Este resultado era previsible, siendo como son economías de gran tamaño con un número elevado de empresas cotizadas. No obstante, resulta llamativo el elevado número de controversias de empresas británicas, tal vez debido al sesgo de idioma.

ACTIVIDAD	Nº CONTROVERSIAS	ACTIVIDAD	Nº CONTROVERSIAS
Banking Services	1891	Professional & Commercial Services	159
Automobiles & Auto Parts	903	Multiline Utilities	156
Oil & Gas	814	Healthcare Equipment & Supplies	151
Pharmaceuticals	781	Beverages	139
Telecommunications Services	680	Coal	101
Metals & Mining	658	Communications & Networking	85
Software & IT Services	541	Semiconductors & Semiconductor Equipment	85
Computers, Phones & Household Electronics	425	Construction Materials	77
Investment Banking & Investment Services	422	Electronic Equipment & Parts	72
Passenger Transportation Services	376	Textiles & Apparel	60
Food & Drug Retailing	374	Real Estate Operations	58
Food & Tobacco	352	Household Goods	52
Hotels & Entertainment Services	325	Diversified Industrial Goods Wholesalers	42
Insurance	299	Leisure Products	42
Freight & Logistics Services	293	Collective Investments	36
Media & Publishing	288	Homebuilding & Construction Supplies	36
Electric Utilities & IPPs	263	Residential & Commercial REITs	34
Machinery, Tools, Heavy Vehicles, Trains & Ships	258	Containers & Packaging	33
Personal & Household Products & Services	212	Office Equipment	30
Chemicals	209	Transport Infrastructure	24
Construction & Engineering	208	Natural Gas Utilities	22
Aerospace & Defense	206	Biotechnology & Medical Research	20
Industrial Conglomerates	206	Water & Related Utilities	20
Diversified Retail	200	Paper & Forest Products	17
Oil & Gas Related Equipment and Services	196	Investment Holding Companies	11
Specialty Retailers	182	Renewable Energy	8
Healthcare Providers & Services	172	Uranium	7

Tabla 10. Número total de controversias por actividad económica
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EIKON

Efectivamente, es posible que, por motivos del idioma, al ser Thomson Reuters una empresa estadounidense, se preste más atención a las empresas que tienen relación con los mercados anglosajones, bien porque tengan esa nacionalidad, bien porque operen en dichos mercados, de forma que su actividad negligente sea publicada por medios de

comunicación de habla inglesa. Sea como fuere, la tabla 9 nos está informando de que el número de empresas que deberían quedar fuera de nuestro universo inversor puede ser en el caso de algunos países, como Gran Bretaña o Alemania, muy alto. Efectivamente, el número de grandes empresas cotizadas en estos países no es tan elevado, especialmente si además segmentamos por sectores de actividad. Una vez más queda de manifiesto la dificultad de elaborar una cartera socialmente responsable correctamente diversificada.

EMPRESA	Nº CONTROVERSIAS	EMPRESA	Nº CONTROVERSIAS
VOLKSWAGEN	157	BOSTON SCIENTIFIC CORP	36
BANK of AMERICA CORPORATION	156	BHARTI AIRTEL LIMITED	35
JPMORGAN CHASE & CO	151	GLENCORE PLC	35
ALPHABET INC	134	ALTABA INC	33
APPLE INC	127	FACEBOOK, INC.	33
CITIGROUP INC	114	GENERAL ELECTRIC Y	33
BARCLAYS PLC	108	BMW AG	32
HSBC HOLDINGS PLC	86	AUSTRALIA AND NEW ZEALAND BANKING GROUP LIMITED	31
JOHNSON & JOHNSON	75	E.ON SE	31
GENERAL MOTORS COMPANY	71	ALLEGHENY TECHNOLOGIES INC	30
BP PLC	69	AIR FRANCE - KLM	29
AT&T INC	67	AMERICAN AIRLINES	29
CHEVRON CORP.	67	AIG INC	29
CREDIT SUISSE AG	65	G4S PLC	29
GOLDMAN SACHS	62	HALLIBURTON CO	29
FIAT CHRYSLER N.V.	60	HYUNDAI MOTOR CO.,LTD.	29
HEIDELBERG CEMENT AG	56	BANK of NEW YORK MELLON CORPORATION	28
FORD MOTOR CO	55	BOEING COMPANY (THE)	28
GLAXOSMITHKLINE PLC	51	GAZPROM	28
DAIMLER AG	50	FEDERAL NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION	26
EXXON MOBIL CORP	50	HITACHI CORPORATION	26
HONDA TECHNOLOGY	46	ICICI BANK LIMITED	26
BHP BILLITON LIMITED	43	DARDEN RESTAURANTS	25
CVS HEALTH CORP.	42	IBM CORP	25
FEDEX CORP	41	IAG.	25
BAYER AG	39	ANHEUSER-BUSCH INBEV	24
AMAZON.COM, INC.	37	DELTA AIR LINES, INC.	23
COCA-COLA COMPANY	37	LUKOIL	23
COMCAST CORP.	37	HP INC	23
BERKSHIRE HATHAWAY	36	LG ELECTRONICS INC	23

Tabla 11. Las 60 empresas con más controversias en el periodo 2011-2016
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EIKON

Esta dificultad vuelve a ponerse en evidencia al analizar las controversias de cada sector. La tabla 10 muestra el número total de controversias por actividad económica. A simple vista, se comprueba que ciertos sectores acaparan el mayor número de controversias. Es decir, la actividad irresponsable de las empresas se concentra especialmente en unas actividades. Así, el 33% de las controversias se ocasionan por cuatro sectores.

PERIODO 2011-2016	Banking services	Automobiles & Auto Parts	Oil & Gas	Pharmaceuticals
Nº empresas	160	58	98	58

Tabla 12. Número de empresas controvertidas en los sectores con más controversias
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de EIKON

Para estos cuatro sectores, la tabla 12 muestra el número de empresas irresponsables. Se pone claramente de manifiesto la dificultad de diversificar por sectores una cartera de inversión socialmente responsable, pues se deberían eliminar del universo elegible un número muy elevado de las empresas de ciertos sectores.

Finalmente, resulta interesante hacerse una idea concreta de qué empresas son las que han presentado el mayor número de controversias en el periodo analizado. De esta manera es más sencillo tener una intuición del problema que supone para una cartera de inversión el no poder contar con estas empresas.

La tabla 11 relaciona las 60 empresas con más controversias en el periodo analizado. Estas empresas acumulan un 23% del total de controversias. Es decir, se trata de empresas que claramente deberían quedar fuera de una cartera de inversión que aspire a denominarse socialmente responsable o ética, tal y como estos conceptos son entendidos por los inversores de a pie.

Pues bien, la tabla 11 nos muestra cómo las empresas de mayor capitalización quedarían fuera de nuestro universo de inversión. Es decir, incluso si nuestro criterio de selección de empresas se limitara a excluir a las 60 empresas más irresponsables a nivel mundial,

lo cual de por sí ya es un criterio muy laxo, nos encontraríamos con una cartera de inversión bastante deficiente, debiendo renunciar a las principales empresas de los principales índices bursátiles mundiales.

Además, en el campo de la diversificación que hemos venido comentando a lo largo de este trabajo, se observa ya que el sector de la automoción se vería infrarrepresentado, teniendo que renunciarse a invertir en gigantes como VW, General Motors, Chevron, Fiat Chrysler, Ford, Daimler, Honda, BMW y Hyundai. Y eso que la tabla 5 solo muestra 60 empresas, de todos los sectores. Algo similar ocurre con los otros sectores de la tabla 4.

En fin, resulta triste observar cómo la práctica totalidad de las grandes empresas del mundo se encuentran reflejadas en la base de datos de controversias. Y más, comprobar que son las empresas más grandes, las de mayor capitalización y mayores beneficios, las que encabezan el ranking de empresas poco éticas y socialmente irresponsables. Todo ello, insistimos, en un contexto en el que todas ellas insisten y publicitan sus compromisos con la responsabilidad social corporativa, con el medioambiente, con los consumidores, con el cumplimiento de la ley y su misión de hacer de este mundo un lugar mejor.

Podemos pensar que estas grandes empresas multinacionales, precisamente debido a su tamaño e importancia, son monitorizadas más minuciosamente que otras empresas más locales y más pequeñas. Esto es probablemente cierto, pero no hace que su comportamiento y acciones dejen de ser reprobables y, en muchas ocasiones, directamente ilegales.

Los resultados de este primer análisis de la base de datos de controversias parecen indicar que una cartera que aplique un criterio de selección basado en el screening negativo ligado a las controversias en las que se ven involucradas las empresas difícilmente podrá estar bien diversificada, ni en términos geográficos ni de sectores de actividad.

Por otro lado, se observa que las empresas más grandes del mundo están involucradas en algún tipo de controversia, lo que implicaría tener que excluirlas de la cartera de inversión.

Estos resultados ponen de manifiesto las dificultades de emplear el screening negativo en función de las actividades irresponsables de las empresas para formar carteras de inversión socialmente responsables. Es probablemente por este motivo que los diversos productos de inversión éticos o socialmente responsables existentes actualmente emplean una metodología de screening best-in-class, que les permite invertir sin rubor en empresas que se ven envueltas en escándalos por su comportamiento censurable.

No obstante, esta situación lleva a engaño a los pequeños inversores, quienes probablemente piensan que un fondo de inversión ético o socialmente responsable no invertirá jamás en esta clase de empresas. Aunque esta artimaña no debiera sorprender a nadie, dado que es precisamente el sector financiero el que acumula más controversias por actividades socialmente irresponsables. Si no es posible crear fondos de inversión socialmente responsables por motivos técnicos, la solución ética no parece que sea aplicar una metodología diferente, compleja y poco transparente, que a la postre permite seleccionar a las grandes empresas habituales y poner el calificativo de "socialmente responsable" o "sostenible". Sería más ético reconocer que, dado el comportamiento actual de la gran mayoría de grandes empresas, no se pueden generar carteras de inversión suficientemente diversificadas que solo incluyan a empresas socialmente responsables.

7.3. La inclusión de empresas socialmente irresponsables en el índice sostenible DJSI World

Tal y como hemos comentado en el epígrafe anterior, parece complicado que los gestores de productos de inversión denominados "socialmente responsables" puedan elaborar carteras de inversión que filtren las empresas con comportamiento irresponsable.

En el caso concreto que estamos estudiando, no parece factible que un índice bursátil sostenible pueda prescindir en su composición de todas las empresas involucradas en acciones controvertidas.

Efectivamente, no es extraño que empresas que han sido actoras de comportamientos controvertidos e incluso ilegales, aparezcan entre los componentes de los índices sostenibles de referencia, lo que hace que los inversores se cuestionen la metodología y los criterios empleados para identificar y seleccionar a las empresas de esos índices, supuestamente sostenibles. Esta situación se da con cierta frecuencia, y no es difícil encontrar en estos índices empresas que han generado escándalos mediáticos como consecuencia de su actividad irresponsable en materia económica, social y medioambiental, desde la creación de cárteles y fraude a los consumidores, hasta la creación de estructuras para facilitar la ingeniería fiscal y evitar el pago de impuestos, pasando por el mal uso de los datos de los usuarios y vulneración de su privacidad o la manipulación en los controles de emisiones de automóviles.

En este contexto, cabe preguntarse si la inclusión de estas empresas irresponsables en los índices es algo ocasional y esporádico o si realmente el hecho de que lleven a cabo esta clase de actividades no influye en absoluto a su pertenencia en los índices.

De hecho, como se ha comentado a lo largo de este trabajo, resulta llamativa la similitud existente entre los índices bursátiles convencionales y los índices bursátiles socialmente responsables, en términos de componentes, rentabilidad y riesgo, lo que implicaría que, en realidad, la metodología de selección de empresas socialmente responsables aporta poco frente a la metodología convencional que ignora el comportamiento sostenible de las empresas.

De ser este el caso, nos encontraríamos en una situación difícil de entender, puesto que implicaría que la concepción de lo que es ético, sostenible y socialmente responsable por parte de las empresas que elaboran los índices y por los pequeños inversores es completamente divergente y los índices perderían su razón de ser. O que los criterios de selección empleados por los índices éticos, que como se ha criticado, son poco

transparentes, se elaboran ad hoc para seleccionar a las mismas empresas que los índices convencionales, que suelen utilizar como principal criterio el tamaño de las empresas, unido, en menor medida, a criterios de diversificación.

El objeto del presente epígrafe es, precisamente, desarrollar este análisis. Se trata de estudiar la presencia en el prestigioso índice sostenible Dow Jones Sustainability Index World de empresas que han sido objeto de noticias negativas por parte de la agencia de noticias Reuters debido a su comportamiento irresponsable. Interesa conocer qué porcentaje de las empresas con comportamiento irresponsable consigue pertenecer al índice y cómo ha evolucionado dicho porcentaje en los últimos años, prestando especial atención a ciertos sectores industriales.

Además, analizar qué tipo de comportamiento irresponsable han realizado las empresas incluidas, de forma que podamos conocer qué clase de comportamientos son más penalizados por la metodología del índice. Este estudio se completará con un análisis regional para comprobar si el tratamiento que reciben las empresas es homogéneo por áreas geográficas o la influencia de los comportamientos controvertidos de las empresas difiere en función de la nacionalidad de las empresas

7.3.1. El Dow Jones Sustainability Index World

El Dow Jones Sustainability World Index (en adelante, DJSI World) se creó en 1999 y en la actualidad es reconocido por los inversores como uno de los referentes en cuanto a índices bursátiles sostenibles. La gestión del índice se hace conjuntamente por las empresas RobecoSam, experta en la evaluación de empresas en el ámbito de la sostenibilidad, y la empresa S&P Dow Jones Indices, con gran bagaje en la creación de índices financieros. El objetivo del índice es replicar el rendimiento bursátil de las principales empresas mundiales en términos económicos, medioambientales y sociales, ofreciendo a los inversores con una referencia objetiva para gestionar sus carteras de inversión sostenibles (S&P Dow Jones Indices y RobecoSam, 2016).

El DJSI World pertenece a la familia de índices DJSI, que miden el rendimiento de un grupo selecto de empresas con criterios económicos, medioambientales y sociales utilizando la metodología de best-in-class.

Se trata, por tanto, de seleccionar aquellas empresas que cumplen con ciertos criterios de sostenibilidad mejor que la mayoría de sus pares. Este aspecto es fundamental, pues implica que las empresas no son seleccionadas por su comportamiento socialmente responsable en términos absolutos, sino que se selecciona a aquellas que, en función de ciertos criterios, se estima que se comportan mejor que es resto, lo que puede significar, no que lo hagan bien, sino que lo hagan menos mal que las demás empresas de su sector de actividad.

La metodología best-in-class también implica que no se utiliza ningún criterio excluyente. Esto quiere decir que no hay ningún tipo de actividad ilegal o irresponsable que puedan realizar las empresas que conlleve automáticamente la expulsión del índice. Todas estas acciones censurables se tienen, en principio, en consideración, dentro del criterio de evaluación pertinente, pero su impacto en la calificación final puede verse diluido al ser muchos los criterios analizados y tener ponderaciones muy dispares.

Frente al enfoque best-in-class, existe la alternativa de selección de las empresas que forman parte del índice sostenible denominada negative screening. Esta metodología no selecciona a las mejores o menos malas dentro de las empresas de un sector, sino que define actividades de las empresas que implican la exclusión del índice. Por lo general, la mayoría de los índices sostenibles que aplican esta metodología se centran en la actividad empresarial. Por ejemplo, es habitual encontrar índices sostenibles que explícitamente excluyen a empresa dedicadas a la producción de bebidas alcohólicas, armas, energía nuclear o tabaco. De hecho, el screening negativo basado en la actividad empresarial está en el propio origen de la inversión socialmente responsable (Capelle-Blancard y Monjón, 2012; Gired-Potin *et al.* 2014). No obstante, no hay índices sostenibles que explícitamente empleen el screening negativo para excluir automáticamente a las empresas que realizan ciertas actividades ilegales o

controvertidas, por ejemplo, violar los derechos humanos, contaminar a gran escala o infringir la legislación laboral de forma reiterada.

En resumidas cuentas, es la metodología de selección de empresas escogida la que permite que ciertas empresas que han realizado alguna acción reprochable en términos de sostenibilidad y ética empresarial, por muy grave que ésta sea, puedan aparecer en el índice.

El proceso de selección de las aproximadamente 320 empresas que finalmente son incluidas en el índice es bastante complejo. Un factor decisivo para la incorporación o no al índice es el denominado Total Sustainability Score (TSS) calculado por RobecoSam en su análisis anual de empresas, denominado Corporate Sustainability Assessment (CSA). Este análisis anual comienza en marzo y las puntuaciones son publicadas en septiembre.

Cada año RobecoSam invita a las 2.500 empresas cotizadas más grandes del mundo en términos de capitalización pertenecientes al índice bursátil S&P Global BMI a participar en el CSA, sin que haya ninguna restricción basada en la actividad desarrollada. Este grupo de empresas es el denominado “universo invitado”. A estas empresas, que se agrupan en 59 sectores, se les envía un cuestionario con entre 80 y 120 preguntas, en función del sector de actividad de la empresa. El cuestionario indaga sobre factores relevantes en términos financieros relacionados con la actividad económica, medioambiental y social de las empresas. Se trata, en definitiva, de analizar los factores de sostenibilidad que pueden tener un impacto en el potencial de las empresas para crear valor a largo plazo (Searcy y Elkhawas, 2012). Merece especial mención el hecho de que son las propias empresas las que se encargan de rellenar el formulario online que les remite RobecoSam.

El cuestionario está diseñado para incluir tanto criterios específicos de los diferentes sectores de actividad como criterios generales relativos a las tres dimensiones de la responsabilidad social corporativa: la económica, la medioambiental y la social. De esta manera, cada pregunta del cuestionario está asignada a un criterio y cada criterio pertenece a una dimensión. Obviamente, el peso o importancia de cada pregunta en la

calificación total está ponderado. En términos de las dimensiones, la económica tiene un peso del 27%, la medioambiental del 38% y la social del 35% en la calificación final. La puntuación máxima que se puede obtener es de 100 puntos.

Los criterios de carácter general analizan aspectos como los códigos de conducta, corrupción y sobornos, gobernanza corporativa o gestión de crisis (dimensión económica), política medioambiental y publicación de información medioambiental (dimensión medioambiental) y la filantropía, la gestión del capital humano y la atracción y retención del talento (dimensión social).

No todas las compañías invitadas atienden a la petición de contestar el cuestionario, por lo que el universo de empresas invitadas se reduce al llamado universo analizado (assessed universe). A este universo pertenecen aquellas empresas que hayan respondido y aquellas que tengan un tamaño relevante. Además, se tienen en consideración criterios en cuanto a la región (Norteamérica, Europa y Asia-pacífico) y el sector de actividad, para asegurar la correcta diversificación del índice, por lo que se pueden incluir más empresas del universo invitado que no hayan respondido. En el caso de estas empresas que no han contestado el cuestionario, las preguntas se contestan en base a la información pública disponible.

De las empresas resultantes se obtiene el “universo elegible” (eligible universe), eliminando aquellas compañías con puntuación de sostenibilidad más baja (menos de un 40% que la mejor empresa), asegurándose, no obstante, de que todos los 59 sectores tienen un número de empresas suficientemente elevado.

A partir del universo elegible se seleccionan las empresas que finalmente formarán parte del DJSI World. La selección se hace basándose en la puntuación de sostenibilidad obtenida, manteniendo la diversificación adecuada por sectores y minimizando la rotación de empresas dando prioridad a aquellas que ya pertenecían al índice.

Los componentes del índice DJSI World se revisan cada mes de septiembre. No obstante, las empresas pueden ser eliminadas del índice a lo largo de todo el año si el Comité del DJSI Index determina que una empresa no se está comportando de una forma consistente con la valoración TSS obtenida en la última evaluación.

7.3.2. Análisis descriptivo de las controversias reportadas por la base de datos Eikon relativas a empresas incluidas en el DJSI World

Como se ha comentado, el objetivo del presente epígrafe es dilucidar si el proceso de selección de los componentes del índice sostenible DJSI World, que realiza un screening best-in-class, impide que aquellas empresas con un comportamiento reprochable sean seleccionadas. Se va a definir como comportamiento reprochable aquél que dé lugar a noticias negativas de suficiente magnitud como para que sean recogidas en la base de datos EIKON como controversias.

En principio, se espera que las empresas “controvertidas” no aparezcan en el índice. Efectivamente, para un inversor medio resulta difícil de comprender que una empresa envuelta en un escándalo medioambiental, laboral, de corrupción etc. pueda pertenecer a un índice sostenible, con independencia de la metodología de selección que éste emplee. Si el índice incluye empresas “controvertidas”, su utilidad como referencia para la inversión socialmente responsable se verá indudablemente mermada.

A continuación, se va a estudiar, en primer lugar, la existencia de empresas “controvertidas” en el índice DJSI Global, en su conjunto y diferenciando por sectores. Después, se analizan las diferentes clases de controversias y la inclusión de las empresas “controvertidas” en el índice. Finalmente, se comprueba si la nacionalidad de las empresas “controvertidas” influye a la hora de ser incluidas o no en el índice.

La figura 9 muestra cómo el índice DJSI World sí que incluye empresas que están envueltas en escándalos por realizar algún tipo de comportamiento irresponsable. Así, en 2016, una de cada diez empresas del índice se encontraba en esta situación. No

obstante, cabe destacar la evolución de este porcentaje, que viene disminuyendo claramente en los últimos años. Efectivamente, entre 2011 y 2016 el número de empresas irresponsables incluidas en el DJSI World se ha reducido en un 40%. Parece, por tanto, que la metodología empleada por el índice se ha ido modificando de forma que se excluyen cada vez más empresas con mala reputación en la opinión pública. Y eso a pesar de que, tal y como mostraba la figura 1, en el año 2016 hubo un fuerte incremento de las controversias y las empresas involucradas en estas actividades socialmente irresponsables.

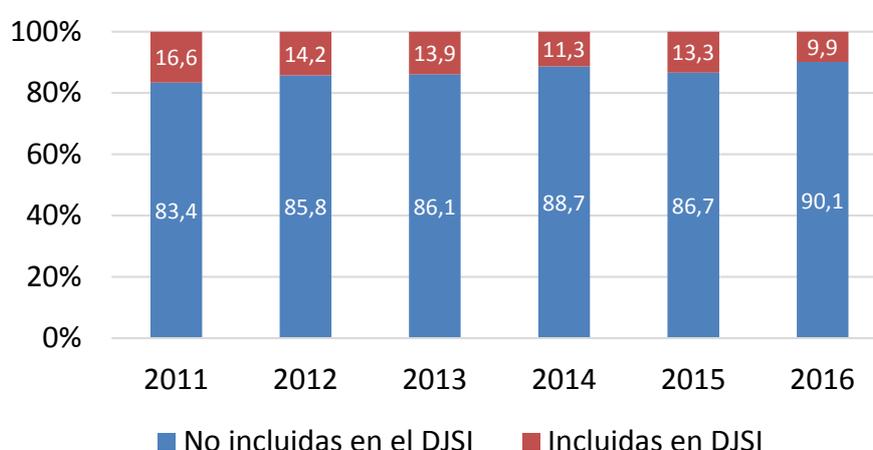


Figura 9. Porcentaje de empresas controvertidas que están incluidas en el DJSI World
Fuente: Elaboración propia a partir de Thomson Reuters EIKON y S&P Dow Jones

Resulta llamativo comprobar cómo el año 2015 presenta un comportamiento un tanto atípico, pues rompe la tendencia descendente, que es retomada de nuevo en 2016.

Un aspecto interesante es analizar si esta reducción se ha producido en igual medida en todos los sectores de actividad. En un primer análisis, se han agrupado las empresas siguiendo la clasificación clásica de goods, services and works. En el periodo analizado, las empresas de goods representan el 48,4% de las empresas con controversias, las de services son un 49,3% y las de Works únicamente el 2,3% restante. Además, ninguna de las empresas de este 2,3% forma parte del índice DJSI. Ante esta situación, no tiene sentido analizar este sector y el análisis se limita a las empresas de goods y services.

La figura 10 muestra una reducción muy llamativa del número de empresas manufactureras incluidas en el DJSI World que han sido objeto de alguna actividad controvertida. Concretamente, de 2011 a 2016 el porcentaje de estas empresas que ha conseguido entrar en el índice ha caído un 45%.

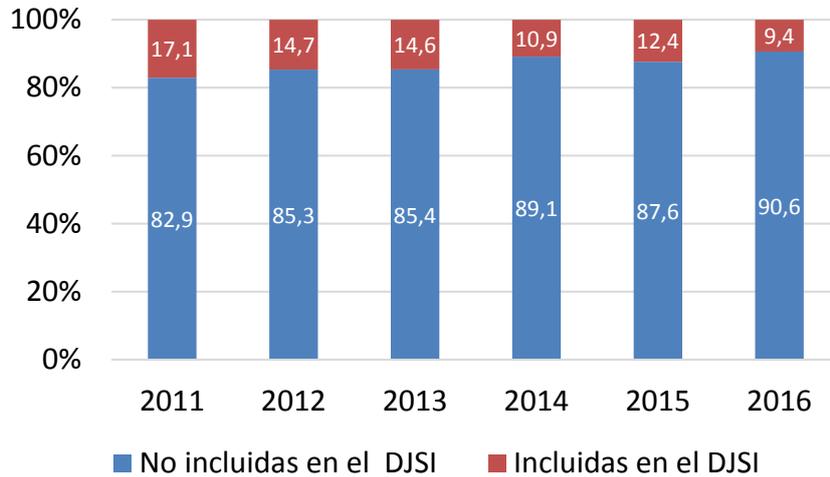


Figura 10. Porcentaje de empresas manufactureras controvertidas que están incluidas en el DJSI World
Fuente: Elaboración propia a partir de Thomson Reuters EIKON y S&P Dow Jones

En cuanto a las empresas de servicios, la evolución ha sido similar, pero no tan pronunciada, tal y como muestra la figura 11. De hecho, el porcentaje de empresas controvertidas en el índice ha disminuido un 35%, diez puntos menos que en el caso de las empresas manufactureras.

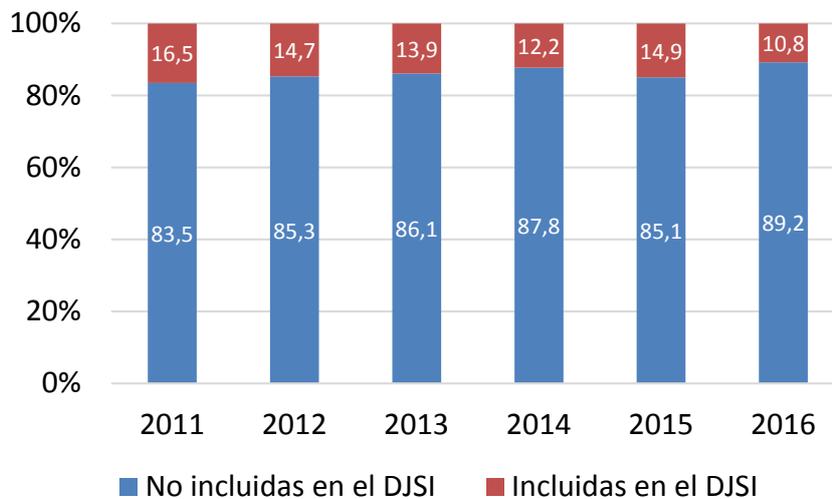


Figura 11. Porcentaje de empresas de servicios controvertidas que están incluidas en el DJSI World
Fuente: Elaboración propia a partir de Thomson Reuters EIKON y S&P Dow Jones

A continuación, la figura 12 muestra la evolución del porcentaje de empresas que han sido objeto de noticias negativas y que forman parte del índice sostenible DJSI World, para unos sectores de actividad seleccionados.

Se han seleccionado los cuatro sectores que han presentado mayor número de empresas con controversias a lo largo de todo el periodo. Estos sectores son: banca, metales y minería, petróleo y gas y empresas farmacéuticas.

Al diferenciar las empresas en función de su actividad, se pone de manifiesto que no todos los sectores siguen la evolución general. Así, la banca y el sector de metales y minería sí que han visto cómo las empresas con controversias van desapareciendo del índice sostenible paulatinamente, con un ligero incremento solo en 2015 con respecto a 2014.

La reducción en el caso del sector bancario es del 51%, y del 44% en el caso del sector de metales y minería. En el caso del sector de petróleo y gas, así como en el de las telecomunicaciones, la situación es diferente.

En primer lugar, el porcentaje de empresas controvertidas que pertenecían al DJSI Global en 2011 era mucho más pequeño que en el caso de los dos sectores anteriores, y estaba muy por debajo del valor global mostrado en la figura 1, el 16,6%. No obstante, en 2015 se produce un fuerte incremento en ambos sectores, para volver en 2016 a valores mucho más reducidos.

De lo expuesto parece desprenderse que el proceso de selección empleado por el DJSI World, de alguna manera, es más estricto con algunos sectores, mientras que con otros permite la entrada al índice de más empresas sujetas a controversias. Cabría analizar si los requisitos de diversificación del índice por sectores influyen en este resultado.

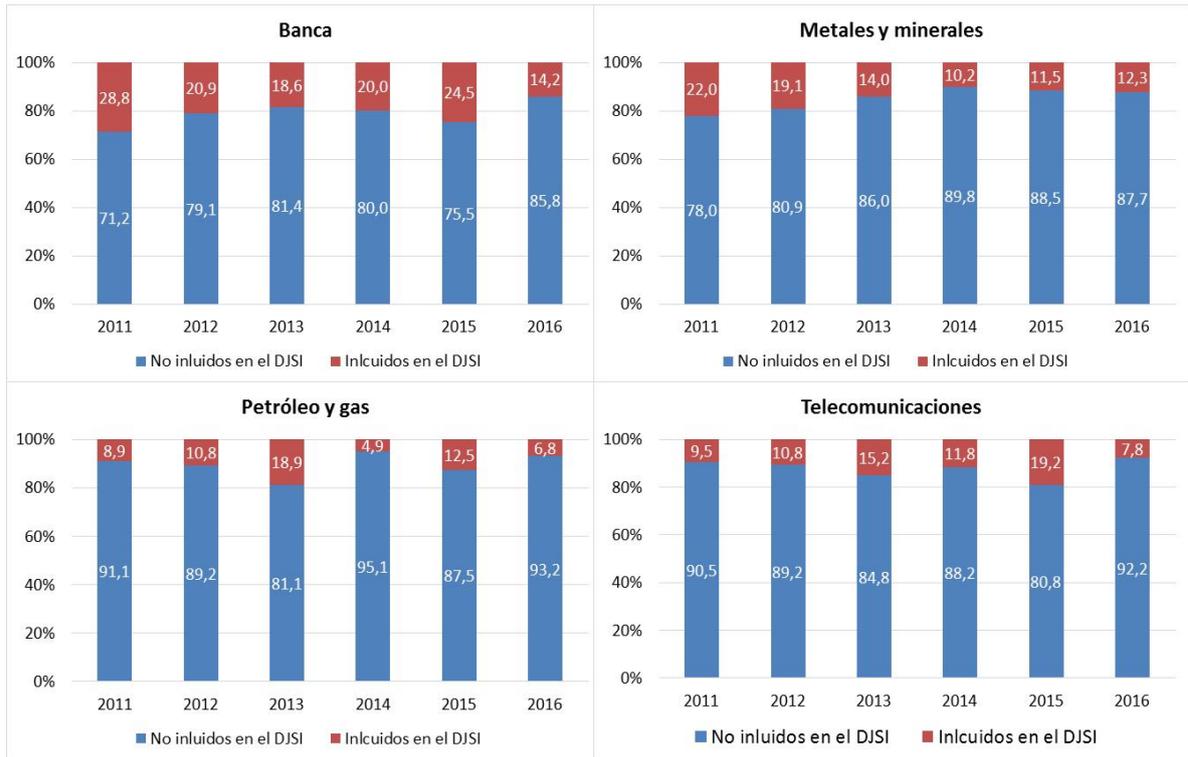


Figura 12. Porcentaje de empresas controvertidas que están incluidas en el DJSI World. Sectores seleccionados

Fuente: Elaboración propia a partir de Thomson Reuters EIKON y S&P Dow Jones

Otro aspecto que resulta interesante analizar es el tipo de actividades irresponsables que realizan las empresas incluidas en el DJSI World. Dicho de otra manera, es importante analizar si los criterios de selección implementados por el índice influyen en que las empresas con alguna clase específica de controversia tengan más o menos posibilidades de entrar a formar parte del índice.

La figura 13 muestra el porcentaje de empresas controvertidas que están incluidas en el DJSI World para las diferentes categorías de controversia: comunidad, medioambiente, derechos humanos, equipo directivo, producto, accionistas y mano de obra.

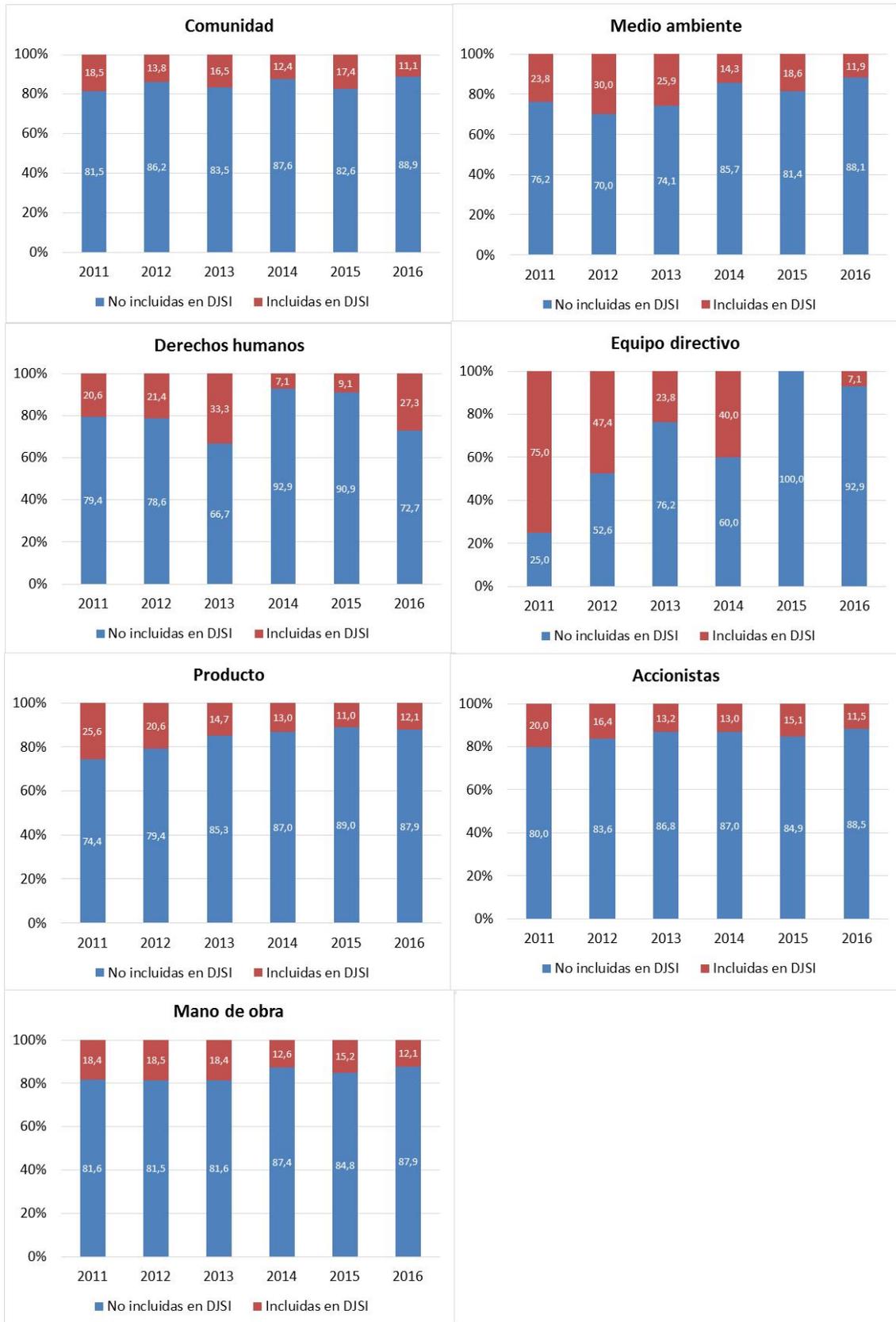


Figura 13. Porcentaje de empresas controvertidas que están incluidas en el DJSI World, según tipo de controversia

Fuente: Elaboración propia a partir de Thomson Reuters EIKON y S&P Dow Jones

En primer lugar, se percibe claramente que los porcentajes de empresas incluidas varían mucho en función del tipo de controversia. No obstante, la tendencia es decreciente, en el sentido de que cada vez el porcentaje de empresas admitidas en el índice que tienen controversias es menor.

Mención especial merecen las empresas con controversias en el ámbito de derechos humanos, donde los porcentajes son elevados. Esto es especialmente llamativo para el año 2016, en el que solo hay 8 empresas en la base de datos de EIKON con controversias sobre derechos humanos, de las que 3 están incluidas en el DJSI World.

También es digna de mención la evolución de las controversias relacionadas con el equipo directivo. En el año 2011, dos de cada tres empresas con actividades irresponsables en este ámbito pertenecían al índice sostenible. Desde entonces, el porcentaje se ha reducido drásticamente, llegando a alcanzar un 0% en 2015. Parece razonable pensar que el proceso de selección del índice se ha modificado para ser más escrupuloso, o menos laxo, con este tipo de comportamientos poco sostenibles.

Finalmente, se va a analizar si el pertenecer a un país aumenta la probabilidad de que las empresas controvertidas entren o no en el DJSI.

La figura 14 muestra el porcentaje de empresas controvertidas que están incluidas en el DJSI World, según país. Se han presentado los 10 países con mayor número de empresas con controversias en el periodo analizado: Alemania, Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Francia, India, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. Estos 10 países se encuentran en el grupo de los 14 países más grandes del mundo en función de su GDP. Esta situación es razonable, puesto que EIKON solo reporta controversias de las mayores empresas del mundo y estas empresas se ubican principalmente en los países con economías más potentes.

Una simple mirada a la figura 14 revela que el tratamiento por países no es homogéneo. Probablemente, la diversificación geográfica realizada en la selección de las empresas tiene un impacto en este sentido. Por otro lado, sí que se aprecia que la evolución

descrita en la figura 9 afecta a todos los países. Es decir, cada vez son menos las empresas controvertidas que tienen cabida en el índice, en todos los países.

No obstante, el porcentaje de empresas irresponsables que forman parte del DJSI World varía enormemente entre países. Los países con mayor porcentaje en 2016, pero también a lo largo de todo el periodo, son Alemania y Francia, seguidas de Reino Unido. Es decir, los países europeos.

En el lado contrario, los países con menor número de empresas controvertidas dentro del DJSI World son los países asiáticos: China, India, Japón y Corea del Sur. También resulta llamativo que Estados Unidos presente unos porcentajes tan bajos, los más bajos de entre los países anglosajones.

Todo esto nos lleva a pensar que la política de diversificación geográfica, la necesidad de incluir un número mínimo de empresas de cada región, influye de manera decisiva en la selección de las empresas, impactando de forma decisiva en la calidad ética de las empresas seleccionadas. Así, por ejemplo, en Estados Unidos al ser el número de grandes empresas más elevado y estar también muy repartido entre todos los sectores permite que se puedan descartar más fácilmente a las empresas controvertidas. En el lado opuesto, los países europeos no ofrecen un abanico de opciones tan amplio.

Por otro lado, cabe preguntarse si el análisis de las empresas es igual de exhaustivo en todas las regiones o si el idioma es una barrera a considerar. De ser este el caso, podría darse la circunstancia de que ciertas empresas incluidas en el DJSI World, por ejemplo, coreanas o japonesas, aun realizando actividades irresponsables y publicándose estas actividades en medios de comunicación nacionales, no sean suficientemente monitorizadas por la base de datos EIKON.

En este sentido, resulta llamativo que dentro de los 10 países con más controversias no aparezcan ni Italia ni Brasil, que son la octava y la novena economía del mundo, respectivamente, pero sí lo haga Australia, que es la 14.

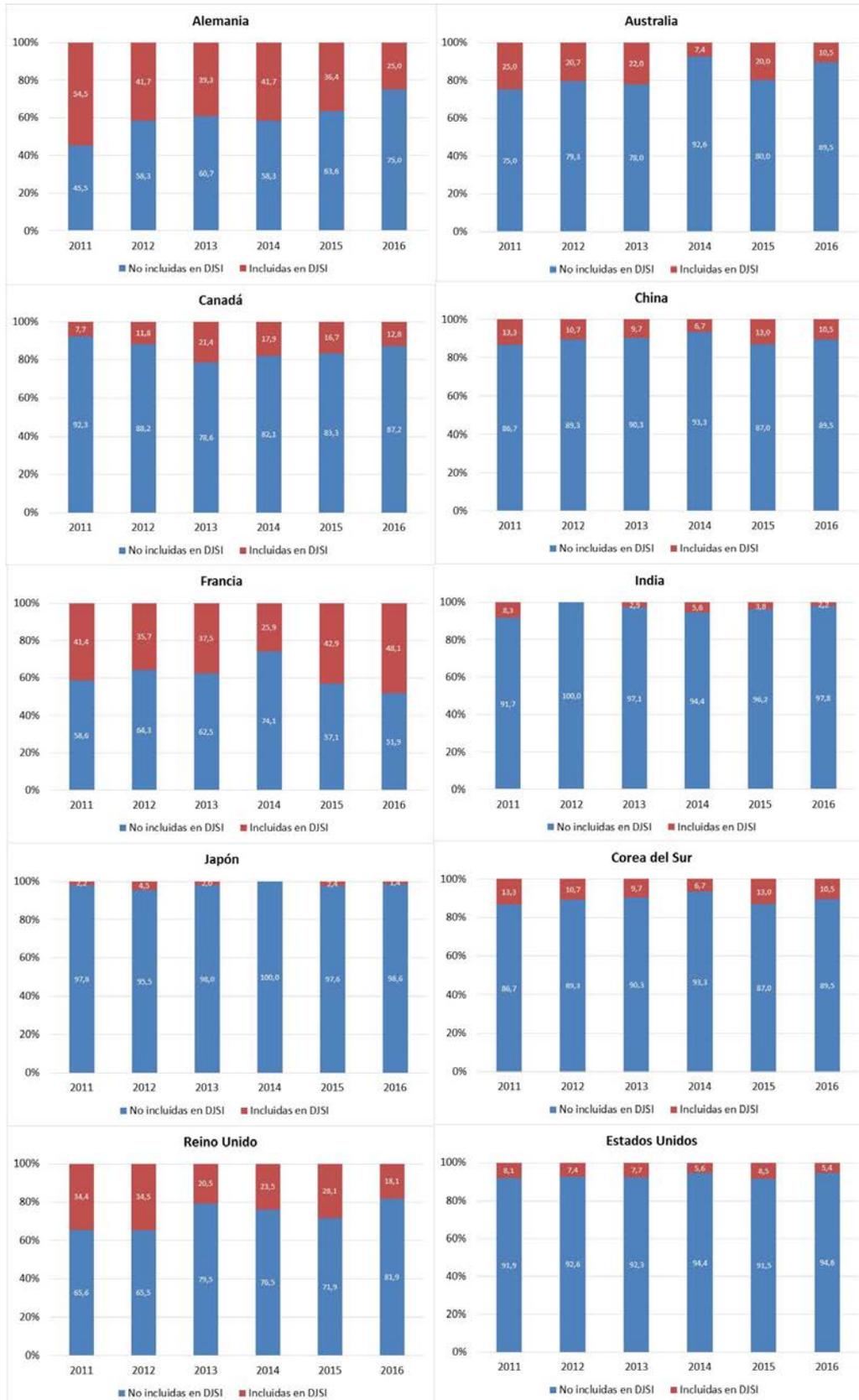


Figura 14. Porcentaje de empresas controvertidas que están incluidas en el DJSI World, según país
Fuente: Elaboración propia a partir de Thomson Reuters EIKON y S&P Dow Jones

La figura 14 vuelve a mostrar que la diversificación geográfica del DJSI influye a la hora de seleccionar a las empresas. Esta figura muestra el porcentaje de empresas con controversias que están incluidas en el DJSI, según su región de procedencia: Europa, Oceanía, Sudamérica, Norteamérica, Asia y África.

Las conclusiones que se pueden extraer están en línea con las obtenidas tras analizar la figura 15. Se comprueba que el porcentaje de empresas con comportamiento irresponsable que logra entrar a formar parte del DJSI es mayor para el caso de Europa. Efectivamente, hay 63 empresas europeas con comportamiento irresponsable según la base de datos EIKON que son componentes del índice DJSI en 2016, de un total de 371 empresas con controversias. En segundo lugar, en términos porcentuales aparece Sudamérica, pero solo hay 5 empresas sudamericanas con controversias que están incluidas en el DJSI.

En el extremo opuesto, no hay ninguna empresa africana en el índice DJSI, por lo que, obviamente, el índice no incluye empresas africanas con comportamiento irresponsable. Le siguen Asia, que solo tiene 4 empresas objeto de controversias en el DJSI y Norteamérica.

En el caso de Asia, podríamos pensar que el índice es más estricto con las empresas de esta región y por eso hay menos empresas con controversias entre los componentes del DJSI. No obstante, también es posible que el control que realiza EIKON sobre las empresas de esta región sea menos exhaustivo que con las empresas de otras regiones, por ejemplo, por la dificultad de analizar las noticias en muy diversos idiomas. De esta manera, es posible que haya empresas asiáticas en el DJSI con comportamiento irresponsable que EIKON no haya identificado, lo que podría explicar el bajo valor de 1,6% de empresas asiáticas irresponsables incluidas en el índice.

En el caso de Norteamérica hay 23 empresas con controversias que son componentes del DJSI, sobre un total de 281 empresas con controversias. En el caso de Norteamérica, en comparación con Europa, se puede concluir que el abanico de grandes empresas entre las que seleccionar a los componentes del DJSI es más amplio y por lo tanto

incluye a más empresas que no están implicadas en actividades socialmente irresponsables, lo que explicaría el porcentaje de 6,2% norteamericano frente al 22,1% europeo.

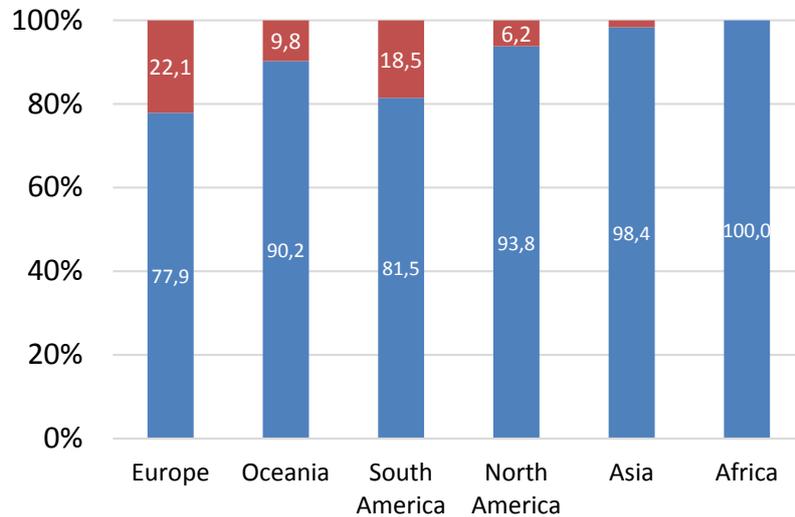


Figura 15. Porcentaje de empresas controvertidas que están incluidas en el DJSI, según región. Año 2016
Fuente: Elaboración propia a partir de Thomson Reuters EIKON y S&P Dow Jones

Para concluir, el análisis descriptivo realizado ha puesto de manifiesto que, tal y como se esperaba, el índice bursátil sostenible DJSI World, uno de los más prestigiosos a nivel mundial y obligada referencia para las inversiones sostenibles, sí que incluye empresas que se han visto implicadas en actividades que han sido objeto de controversia. No obstante, es de destacar que el número de empresas controvertidas incluidas en el índice muestre una tendencia decreciente.

Además, se ha puesto de manifiesto que el proceso de selección de empresas por parte del DJSI World, debido principalmente a la lógica necesidad de diversificar en términos de sector de actividad y geográficos, tiene como resultado que empresas controvertidas de algunos sectores específicos y de algunos países parece que tengan más posibilidades de entrar en el índice.

Finalmente, al analizar las diferentes categorías en las que se agrupan las controversias, se concluye que casi todos los tipos de controversia han visto decrecer el número de empresas admitidas en el índice. Esto es especialmente relevante en el caso de las controversias relacionadas con el equipo directivo, que se han reducido de forma tajante.

Una vez tenemos estos conocimientos, ya estamos en condiciones de plantear un modelo cuantitativo que nos permita conocer con mayor precisión las características que deben tener las empresas para poder ser incluidas en el índice DJSI World.

7.4. Conclusiones

Al analizar los componentes de los índices bursátiles sostenibles es fácil encontrar empresas que no son precisamente ejemplares y, por tanto, no deberían estar ahí. El que empresas irresponsables consigan ser incluidas en los índices sostenibles se debe a las metodologías de screening positivo que se emplean, en lugar de utilizar un screening negativo que filtrara en primer lugar a las empresas con comportamiento irresponsable.

En la primera parte de este capítulo se han analizado las dificultades de emplear un screening negativo como el propuesto. Para ello, se han definido como actividades reprochables o irresponsables que determinarían la no inclusión en el índice aquellas recogidas como “controversias” en la base de datos Eikon. Esta base de datos recopila información sobre comportamientos irresponsables de las 7.000 empresas cotizadas más grandes del mundo.

Del estudio de esta base de datos se extrae que aplicar el screening negativo propuesto conlleva dificultades a la hora de diversificar correctamente los riesgos de la cartera, en términos geográficos y por área de actividad. Además, se observa que muchas de las empresas más grandes del mundo están involucradas en controversias.

Dado este contexto, no es de extrañar que al analizar el índice sostenible DJSI World en el siguiente capítulo, nos encontremos con que éste incluye empresas señaladas por Eikon. En el periodo analizado (2011 a 2016), las empresas con controversias incluídas en el índice DJSI World han supuesto entre el 16,6% en 2011 al 9,9% en 2016 de las empresas del índice. Es decir, que, si bien hay empresas irresponsables, entendiendo como irresponsables el que estén incluídas en la base de datos de Eikon, el porcentaje de las mismas en el índice ha decrecido considerablemente.

Por otro lado, parece que las empresas controvertidas que se incluyen en el índice se concentran en ciertas actividades de servicios, y en ciertas áreas geográficas y países, concretamente los países más grandes en términos económicos. Este hecho está en línea con las dificultades relacionadas con la correcta diversificación del riesgo identificadas en la primera parte del capítulo.

Tras realizar este análisis estamos en situación de poder plantear un modelo cuantitativo que nos permita conocer, más allá del análisis descriptivo realizado, qué factores influyen en la probabilidad de que una empresa forme parte del índice DJSI World y si entre estos factores se incluye su actividad irresponsable, medida por las controversias. Este análisis se presenta en el siguiente capítulo.

8. DETERMINANTES DE LA INCLUSIÓN EN EL ÍNDICE SOSTENIBLE DJSI WORLD

8. DETERMINANTES DE LA INCLUSIÓN EN EL ÍNDICE SOSTENIBLE DJSI WORLD

8.1. Introducción

En el capítulo anterior se ha realizado un análisis descriptivo que nos permite intuir qué variables determinan el que una empresa sea incluida o no en el índice sostenible DJSI World. Obviamente, muchas de esas variables vienen determinadas por la propia política del índice y la lógica necesidad de diversificar correctamente en términos geográficos y de sector industrial.

También se ha comprobado cómo el proceso de selección de empresas del DJSI World no garantiza la exclusión de empresas irresponsables, en el sentido de que sí que hay componentes del índice que se han visto inmersos en actividades controvertidas según la base de datos Eikon. No obstante, este hecho no implica que las controversias o actividades irresponsables de las empresas no sean consideradas en absoluto en el proceso de selección de los componentes del índice.

En este capítulo se va a proponer un modelo cuantitativo para identificar las variables que influyen en la inclusión de las empresas en el DJSI World. En primer lugar, se presentan las variables a incluir en el modelo y las hipótesis que se desea contrastar. A continuación, se presenta el modelo básico y finalmente se muestran los resultados en los que se contrastan las diversas hipótesis propuestas.

8.2. Identificación de las variables del modelo

La selección de las variables a incluir en el modelo que identifique qué características de las empresas son tenidas en consideración para determinar su inclusión o exclusión del índice sostenible DJSI World se ha realizado teniendo en cuenta diferentes fuentes. Lógicamente, la principal fuente es el proceso de selección de empresas descrito por la propia agencia de rating social encargada de realizar la selección de empresas, RobecoSam, y que ha sido descrito en el epígrafe anterior. Además, se incluyen en el modelo variables de naturaleza económico financiera acerca de las empresas, en la línea de Ziegler y Schröder (2010).

Finalmente, se incluye información relativa a las controversias, con la finalidad de conocer si éstas son tenidas en consideración en el proceso de selección de los componentes del índice o, dicho de otro modo, si las controversias disminuyen la probabilidad de las empresas de entrar a formar parte del DJSI World, tal y como se debería esperar, o por el contrario, el proceso de selección es completamente independiente a este tipo de comportamientos.

Así, las variables que se incluirán en el modelo cuantitativo se van a ir describiendo a lo largo de este punto, empezando por:

— Sector industrial

Dado el proceso de selección de empresas del índice y los resultados obtenidos en el análisis mostrado en el epígrafe anterior, se considera que el sector industrial al que pertenecen las empresas debe ser tenido en consideración en el modelo cuantitativo.

Las empresas analizadas se han agrupado en 8 sectores industriales (construcción, servicios financieros y aseguradoras, información y comunicación, manufacturas, otros servicios, comercio al por mayor y al por menor, suministros y agricultura y minería, que será el sector de referencia en el modelo), siguiendo la clasificación de la base de datos Orbis, que es la base de datos de la que se ha extraído la información de

naturaleza económico financiera de las empresas. No se ha empleado la clasificación de RobecoSam puesto que ésta emplea 23 sectores diferentes, lo que implica que algunos sectores solo incluyan unas pocas empresas, con el consiguiente impacto sobre el análisis que se va a realizar.

La distribución porcentual de las empresas de la muestra entre los 8 sectores es la que muestra la tabla 13:

SECTORES INDUSTRIALES	%
AGRICULTURA Y MINERÍA	5,2
MANUFACTURAS	37,2
SUMINISTROS	6,3
CONSTRUCCIÓN	2,5
COMERCIO AL POR MAYOR Y AL POR MENOR	7,3
OTROS SERVICIOS	16,7
INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN	8,0
SERVICIOS FINANCIEROS Y ASEGURADORAS	16,7

Tabla 13. Distribución de las empresas por sectores industriales
Fuente. Elaboración propia

Se observa que la distribución es bastante heterogénea, con el sector de manufacturas con más del 37% de las empresas y el de construcción con menos del 3%.

— Área geográfica

Teniendo en cuenta la diversificación geográfica que implementa el índice y vistos los análisis precedentes, parece razonable pensar que la ubicación de la empresa puede influir en las probabilidades que ésta tiene de ser incluida en el DJSI World.

Siguiendo la clasificación geográfica especificada en el documento que describe la metodología aplicada por el índice, las zonas geográficas del modelo serán 6 (África, Europa, Norteamérica, Sudamérica, Oceanía y Asia, que será la referencia en el modelo).

La distribución geográfica de las empresas se muestra en la siguiente tabla:

DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA	%
ASIA	36,2
SUDAMÉRICA	2,2
EUROPA	22,4
OCEANIA	2,6
NORTEAMÉRICA	35,0
ÁFRICA	1,5

Tabla 14. Distribución de las empresas por área geográfica
Fuente. Elaboración propia

La tabla 14 muestra cómo 3 regiones, Asia, Europe y North America acaparan más del 93% de las empresas, mientras que la presencia de empresas de Africa, Oceania y South America es prácticamente testimonial.

— Pertenencia previa al DJSI

En la metodología que aplica el índice en su proceso de selección se hace uso en repetidas ocasiones de un denominado “buffer”, cuya finalidad es, tal y como se indica en el documento que describe la metodología, reducir la rotación de empresas, de forma que se limite el número de empresas que entran y salen del índice cada año y de esta forma no haya cambios bruscos en cuanto a las empresas componentes de un año para otro.

Obviamente, la aplicación de este buffer que considera la pertenencia previa de la empresa al DJSI World puede tener un impacto en la probabilidad que tienen las empresas de incorporarse al índice o mantenerse en él.

Se defina una variable, denominada *djsi*, dicotómica que toma el valor 1 cuando la empresa estaba incluida en el índice y valor 0 en caso contrario. Recordemos que para cada año en torno al 8% de empresas de la muestra formaba parte del DJSI.

— Ubicación de la empresa en uno de los 20 países con mayor producto interior bruto (PIB)

La ubicación de las empresas, desde una perspectiva estrictamente geográfica, se realiza en función del área geográfica. Adicionalmente, se ha considerado interesante incluir una variable que indique el tamaño económico relativo del país donde se encuentra ubicada la empresa.

Así, es posible que, dentro de una misma área geográfica, una empresa ubicada en uno de los 20 países con mayor PIB del mundo tenga más o menos probabilidades de entrar en el índice que otra empresa de la misma área geográfica, pero de un país que no esté entre los 20 de mayor PIB. Se trata de una variable dicotómica, denominada Top20, en la que 1 indica que la empresa tiene la sede social en un país que se encuentra entre los 20 de mayor PIB y 0 en caso contrario.

De las empresas de la muestra, el 77,1% se encuentran ubicadas en los 20 países con mayor GDP.

— Capitalización bursátil

El llamado universo invitado, que incluye a todas las empresas que potencialmente pueden pertenecer al DJSI World, engloba a las compañías más grande del mundo por capitalización bursátil, tal y como se ha comentado anteriormente. Por lo tanto, es evidente que el tamaño de las empresas es un factor que se considera en su inclusión o no en el índice. La variable “capitalización bursátil” permitirá comprobar si, dentro de este grupo de las empresas más grandes del mundo, el tamaño sigue siendo un factor determinante para entrar a formar parte del índice.

Esta variable entrará en el modelo a través de su transformación logarítmica. La información de la capitalización se ha extraído de la base de datos Orbis y corresponde a la obtenida a final de año.

AÑO	MEDIA	DESV. TIPICA	MIN	MAX
2011	11.016,90	22.561,80	928,66	406.272,30
2012	12.450,01	26.017,85	1.117,91	625.348,84
2013	14.497,22	28.063,97	1.445,42	442.093,58
2014	15.245,78	29.970,83	1.613,11	603.277,60
2015	14.404,00	29.662,08	1.757,99	629.010,25
2016	15.221,56	30.847,26	1.844,34	607.331,41

Tabla 15. Capitalización bursátil de las empresas de la muestra
Fuente. Elaboración propia según datos ORBIS

De la tabla 15 se desprende que la capitalización bursátil mínima de las empresas más grandes del mundo ha ido en aumento, mientras que el máximo se ve sujeto a las fluctuaciones en los mercados de acciones.

— Rendimiento sobre activos

Junto al tamaño de las empresas, es habitual encontrar en la literatura otras variables de control relacionadas con la rentabilidad y el apalancamiento. En nuestro análisis, la variable ROA muestra la rentabilidad sobre activos o return on assets, calculada a partir de los datos de Orbis. Esta variable nos permitirá conocer si la rentabilidad obtenida por las empresas en el año anterior influye en el proceso de selección del índice.

AÑO	MEDIA	DESV. TIPICA	MIN	MAX
2011	0,08	0,09	-0,57	1,22
2012	0,08	0,10	-0,36	2,07
2013	0,08	0,10	-0,95	2,52
2014	0,08	0,10	-0,31	2,83
2015	0,07	0,11	-1,10	2,72
2016	0,07	0,10	-0,40	2,67

Tabla 16. ROA de las empresas de la muestra
Fuente. Elaboración propia

De la tabla 16 se puede resaltar que la rentabilidad media de las empresas analizadas se sitúa entorno al 8%, si bien hay empresas con rentabilidad negativas y otras con rentabilidades superiores al 250%.

— Apalancamiento

La ratio de apalancamiento o endeudamiento (Apalancamiento) se calcula a partir de los datos de ORBIS.

AÑO	MEDIA	DESV. TIPICA	MIN	MAX
2011	0,59	0,22	0,00	1,69
2012	0,59	0,22	0,00	2,01
2013	0,58	0,22	0,00	1,81
2014	0,59	0,22	0,00	1,67
2015	0,60	0,22	0,00	1,59
2016	0,60	0,22	0,00	2,03

Tabla 17. Ratio de apalancamiento de las empresas de la muestra
Fuente. Elaboración propia

— Controversias totales

La variable Controversias es una variable que muestra el número de acciones controvertidas en las que la empresa se ha visto implicada en un año concreto, sumando todos los tipos o dimensiones de controversias. Si es significativa y con signo negativo, se podrá concluir que, *ceteris paribus*, un aumento de las controversias totales reduce las probabilidades de las empresas de ser incluidas en el DJSI World.

AÑO	MEDIA	DESV. TIPICA	MIN	MAX
2011	0,37	1,49	0	40
2012	0,45	1,58	0	31
2013	0,54	1,88	0	35
2014	0,48	1,80	0	31
2015	0,26	1,30	0	34
2016	0,64	3,13	0	118

Tabla 18. Controversias de las empresas de la muestra
Fuente. Elaboración propia

La tabla 18 se muestra el brusco aumento del máximo de controversias en 2016, año en que aumentó también la media y la desviación típica.

— Dimensión o tipo de controversia

Con independencia de la información que nos da la variable Controversias, también es interesante conocer si el número de controversias en cada dimensión influye. Es decir, se trata de comprobar qué tipo de controversias en concreto es más relevante en el proceso de selección de empresas del DJSI World o si todas las dimensiones son igual de determinantes. La siguiente tabla muestra la información descriptiva para cada dimensión de controversias.

TIPO DE CONTROVERSIA	AÑO	MEDIA	DESV. TIPICA	MIN	MAX
COMUNIDAD	2011	0,16	0,82	0	25
	2012	0,24	1,02	0	25
	2013	0,31	1,24	0	29
	2014	0,26	1,17	0	23
	2015	0,15	0,91	0	29
MEDIOAMBIENTE	2016	0,40	1,83	0	61
	2011	0,01	0,09	0	2
	2012	0,00	0,07	0	2
	2013	0,01	0,11	0	3
	2014	0,01	0,14	0	4
DERECHOS HUMANOS	2015	0,02	0,31	0	10
	2016	0,06	0,58	0	17
	2011	0,01	0,10	0	2
	2012	0,01	0,09	0	2
	2013	0,01	0,11	0	2
DIRECCIÓN	2014	0,01	0,10	0	3
	2015	0,00	0,07	0	3
	2016	0,00	0,06	0	1
	2011	0,01	0,14	0	2
	2012	0,01	0,13	0	2
RESPONSABILIDAD PRODUCTO	2013	0,01	0,15	0	3
	2014	0,01	0,12	0	3
	2015	0,00	0,00	0	0
	2016	0,00	0,11	0	4
	2011	0,08	0,46	0	8
ACCIONISTAS	2012	0,07	0,40	0	7
	2013	0,09	0,50	0	8
	2014	0,10	0,58	0	17
	2015	0,04	0,29	0	7
	2016	0,12	1,00	0	36
MANODE OBRA	2011	0,02	0,18	0	6
	2012	0,03	0,20	0	5
	2013	0,03	0,19	0	3
	2014	0,02	0,18	0	3
	2015	0,01	0,15	0	4
	2016	0,01	0,11	0	2
	2011	0,09	0,45	0	7
	2012	0,09	0,41	0	5
	2013	0,09	0,43	0	6
	2014	0,08	0,39	0	5
	2015	0,03	0,21	0	5
	2016	0,05	0,35	0	7

Tabla 19. Controversias de las empresas de la muestra, por dimensión

Fuente. Elaboración propia

Finalmente, es importante comprobar la correlación entre las variables, puesto que de ser ese el caso se podrían tener problemas de multicolinealidad que afectarían a la validez del modelo. La tabla 20 muestra la matriz de correlaciones de Pearson.

	CAPITALIZACION BURSATIL	COMUNIDAD	MEDIO AMBIENTE	DERECHOS HUMANOS	DIRECCIÓN	RESPONSABILIDAD DEL PRODUCTO	ACCIONISTAS	MANO DE OBRA	CONTROVERSIAS	ROA	LEV
CAPITALIZACION BURSATIL	1										
COMUNIDAD	0,35	1									
MEDIO AMBIENTE	0,11	0,3	1								
DERECHOS HUMANOS	0,12	0,12	0,08	1							
DIRECCIÓN	0,06	0,18	0,09	0,07	1						
RESPONSABILIDAD DEL PRODUCTO	0,27	0,52	0,27	0,09	0,2	1					
ACCIONISTAS	0,16	0,32	0,06	0,03	0,08	0,21	1				
MANO DE OBRA	0,25	0,26	0,14	0,21	0,07	0,21	0,1	1			
CONTROVERSIAS	0,38	0,91	0,45	0,2	0,27	0,73	0,39	0,47	1		
ROA	0,05	-0,04	-0,03	0,01	-0,01	-0,01	-0,03	0	-0,03	1	
LEV	0,07	0,1	0	0,01	0,03	0,07	0,04	0,04	0,1	-0,31	1

Tabla 20. Coeficientes de correlación de Pearson (n = 17,232)

Fuente. Elaboración propia

Las variables del modelo se han recopilado durante el periodo 2011-2016 para un total de 2.872 empresas, que se han encontrado entre las 4.000 más grandes del mundo por capitalización bursátil a lo largo de todos los años desde 2011 hasta 2016. La información, tal y como se ha venido comentando, se ha recopilado de diversas fuentes: El DJSI World para conocer las empresas incluidas cada año en el índice, la base de datos Thomson Reuters Eikon para las controversias y la base de datos Orbis para la información económico-financiera de las empresas, el sector al que pertenecen y su ubicación. Los 20 países con mayor PIB se han obtenido del Fondo Monetario Internacional.

Como se ha comentado anteriormente, la selección de las variables se ha realizado tras analizar el proceso de selección de empresas que se especifica en la metodología de elaboración del índice DJSI World y otros análisis adicionales.

8.3. Hipótesis del modelo

A continuación, se van a especificar las hipótesis en cuanto a qué variables de las expuestas pueden incidir, y en qué medida, en la inclusión de las empresas en el índice sostenible.

H1. Inercia o buffer.

Las empresas que pertenecen al índice un determinado año tienen más posibilidades de formar parte de él en el año próximo que aquellas que no pertenecían al índice.

H2. Estrategia de diversificación

H2.1. Las empresas de ciertos sectores tienen más probabilidad de entrar en el índice

H2.2. Las empresas ubicadas en ciertas regiones o países tienen más probabilidad de entrar en el índice.

H3. Tamaño.

Las empresas de mayor tamaño tienen más probabilidad de entrar a formar parte del DJSI World.

H4. Controversias

H4.1. Las empresas con mayor número total de controversias tienen menos probabilidad de entrar en el índice

H4.2. No todos los tipos de controversias influyen igual en la probabilidad de entrar a formar parte del DJSI World.

H5. Moderación del efecto de las Controversias.

H5.1. El efecto del número total de controversias sobre la probabilidad de entrar en el índice está moderado por el tamaño de la empresa.

H5.2. El efecto del número total de controversias sobre la probabilidad de entrar en el índice está moderado por la pertenencia previa al índice DJSI.

H5.3. El efecto del número total de controversias sobre la probabilidad de entrar en el índice está moderado por el área geográfica.

H5.4. El efecto del número total de controversias sobre la probabilidad de entrar en el índice está moderado por el sector empresarial.

A continuación, se presenta el modelo cuantitativo que nos permitirá contrastar la validez de las hipótesis expuestas.

8.4. Metodología: El modelo de datos de panel

Tal y como se ha comentado, se dispone de una base de datos panel para un total 2872 empresas durante los años 2011 a 2016 (seis años). El análisis de una base de datos panel permite eludir ciertos problemas de endogeneidad que se observan en el análisis de datos de corte transversal, causados por la existencia variables relevantes no observadas (Greene, 2003). Por ejemplo, una determinada *cultura de empresa* puede afectar a su clasificación como empresa ética y también influir en determinados ratios

financieros. Si no se incorpora esta variable en el modelo, por no poder ser observada, se obtendrán estimaciones sesgadas e inconsistentes de los efectos que se desean medir. Los modelos con datos panel permiten eliminar la heterogeneidad no observada a través de la inclusión de variables retardadas y por medio de la inclusión de efectos aleatorios específicos de las empresas.

La variable de interés en este estudio es la inclusión de una empresa en el DJSI, es decir, es una variable dicotómica. Definimos la variable dicotómica $DJSI_{it}$ que vale 1 si la empresa i esté incluida en el DJSI en el año t , y 0 en caso contrario. Dado el vector de variables explicativas x_{it} , sea p_{it} la probabilidad de que la empresa i esté incluida en el DJSI en el año t dado x_{it} ,

$$p_{it} = Prob(DJSI_{it} = 1|x_{it}).$$

Si se asume que la función *logit* vincula dicha probabilidad con la combinación lineal de las características de la empresa, se tiene que,

$$\log\left(\frac{p_{it}}{1-p_{it}}\right) = \alpha + \beta'x_{it} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T \quad [1]$$

El vector de variables explicativas x_{it} puede contener variables contemporáneas y_{it} y variables desfasadas $z_{i,t-1}$, es decir $x_{it} = (y_{it}, z_{i,t-1})$. Por tanto, el vector de parámetros del modelo se puede descomponer en $\beta = (\gamma, \delta)$. Para considerar la heterogeneidad entre empresas, se asumirá que el término del error tiene dos componentes, una que es específica de la empresa e invariante en el tiempo, y otra idiosincrática del modelo que depende tanto de la empresa como del año. Es decir, $\varepsilon_{it} = \mu_i + \epsilon_{it}$ y

$$\log\left(\frac{p_{it}}{1-p_{it}}\right) = \alpha + \gamma'y_{it} + \delta'z_{i,t-1} + \mu_i + \epsilon_{it}. \quad [2]$$

En el contexto de los modelos logit, cada componente estocástica del error se distribuye como una Normal de media 0 y varianza constante; para cada componente, los errores son independientes entre si; y para cada observación las dos componentes del error también son independientes entre si.

Es decir,

$$\mu_i \sim (0, \sigma_\mu^2) \text{ i.i.d,}$$

$$\epsilon_{it} \sim (0, \sigma_\epsilon^2) \text{ i.i.d,}$$

$$\text{cov}(\epsilon_{it}, \mu_i) = 0 \text{ para todo } i = 1, \dots, N; \quad t = 1, \dots, T.$$

Además, se asumirá que la componente idiosincrática del error es independiente del vector de variables explicativas, $\text{cov}(\epsilon_{it}, x_{it}) = 0$. Sin embargo, la componente del error que depende de la empresa puede ser independiente de los regresores o puede ser dependiente. En el segundo caso, se considera que μ_i es un vector adicional de N parámetros que debe ser estimado, como si en el modelo [1] se aceptara que $\alpha = \alpha_i$ y $\epsilon_{it} = \epsilon_{it}$. Este es el *modelo de efectos fijos*. Si, por el contrario, se acepta que μ_i es independiente de los regresores, entonces se tiene un modelo de *efectos aleatorios*, en el que hay que estimar la varianza de las dos componentes del error, para lo cual existen diferentes métodos (véase Swamy y Arora (1972), Wallace y Hussain (1969), Amemiya (1971) o Nerlove (1971)).

Así, en ambos modelos hay que estimar los parámetros relacionados con las variables explicativas contemporáneas y retardadas $\beta = (\gamma, \delta)$. Además, en el modelo con efectos fijos hay que estimar los N parámetros asociados a los efectos dependientes de la empresa e invariantes en el tiempo α_i , $i = 1, \dots, N$, mientras que en el modelo de efectos aleatorios hay que estimar la varianza de la componente del error independiente del tiempo σ_μ^2 .

En ambos casos, la estimación se hace por máxima verosimilitud. Aunque la mayoría de los programas estadísticos no tienen problema para estimar modelos logit con datos de corte transversal, no todos permiten realizar esta estimación con datos panel. Por este motivo, para la estimación de los modelos se ha utilizado el programa R (R Core Team (2013). R: A language and environment for statistical computing. R Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria. URL <http://www.R-project.org>) con el paquete *Rchoice* (Sarrias, 2016).

En concreto en nuestro modelo las variables contemporáneas y_{it} incluidas son el sector industrial, el área geográfica y Top20. Las variables desfasadas $z_{i,t-1}$ son DJSI, la transformación logarítmica de la capitalización bursátil, el ROA, el Apalancamiento y las Controversias totales y por tipo. Además, en todos los modelos se ha incluido un efecto fijo año.

8.5. Estimación de los modelos

8.5.1. Efectos fijos versus efectos aleatorios

Como se ha indicado en el apartado de metodología, el efecto de la empresa puede considerarse fijo (modelo [1]) o aleatorio (modelo [2]). Así, en primer lugar, es necesario comprobar qué clase de modelo es más acertado emplear. Para ello, se han estimado ambos modelos y se ha realizado el contraste de Durbin-Wu-Hausman (Greene, 2012). Para datos panel, bajo la hipótesis nula el estimador por efectos aleatorios es consistente y eficiente pero el estimador de efectos fijos es solo consistente.

Bajo la hipótesis alternativa el estimador de efectos aleatorios es inconsistente y el estimador de efectos fijos es consistente. Es decir, bajo la hipótesis nula es preferido el estimador de efectos aleatorios y bajo la hipótesis alternativa el de efectos fijos. En nuestro caso, el contraste ofrece un valor de p inferior a 0.0001, por lo que se rechaza la hipótesis nula y se prefiere la estimación de los coeficientes del modelo de efectos fijos.

Dado el elevado número de empresas en la base de datos, cualquier modelo que incluya efectos fijos en empresa implica una gran reducción en los grados de libertad. Por este motivo nos planteamos si el efecto empresa es causa por las características individuales de cada empresa o puede ser caracterizado por alguno de sus determinantes como son el sector industrial al que pertenece o el área geográfica donde se ubica. Así en segundo lugar, se ha contrastado si hay diferencias significativas entre la capacidad explicativa de un modelo de efectos fijos en empresa y un modelo, más parsimonioso, de efectos fijos en sector y área geográfica. El contraste de ratio de verosimilitudes concluye que no hay diferencias significativas en la verosimilitud de ambos modelos (LR = 1380,7 g.d.l. = 2859, p-valor = 1.000) por lo que se selecciona como modelo base el más parsimonioso.

8.5.2. Análisis de resultados

Atendiendo a las conclusiones el epígrafe previo, se considerará como modelo base de partida el que incluye como variables explicativas el efecto fijo área geográfica, sector industrial, Top20 y la variable DJSI desfasada un periodo (que recoge el efecto “buffer”). Este modelo (véase Modelo 1 en Tabla 21) ya nos permite extraer ciertos resultados de interés en relación con dos de las hipótesis planteadas anteriormente.

En primer lugar, se observa que se verifica la hipótesis H1, relacionada con la inercia o buffer, según la cual, las empresas que el año precedente estaban incluidas en el índice DJSI World tienen mayor probabilidad de repetir como componentes del mismo al año siguiente. El coeficiente que acompaña en el Modelo 1 a la variable lag(DJSI) 6,158 es significativo para un nivel de significatividad de 0,001.

En segundo lugar, se verifica parcialmente el impacto de la estrategia de diversificación sectorial y geográfica del índice, que es la hipótesis H2. En concreto, el sector industrial no influye significativamente en la probabilidad de pertenencia al DJSI, por lo que la hipótesis H2.1 es rechazada. No obstante, el área geográfica sí que influye. Así, las empresas que se ubiquen en Oceanía, Sudamérica o Europa tienen, *ceteris paribus*, más probabilidades de entrar en el índice que las empresas asiáticas (nivel de referencia),

como muestra el que los coeficientes para estas variables son significativos al 1%. Además., dentro de una misma área geográfica, una empresa ubicada en un país con el PIB entre los 20 mayores del mundo tiene más probabilidades de entrar a formar parte del índice que una radicada en un país que no pertenezca a ese grupo de países (para un nivel de significatividad del 0,001). En conclusión, la hipótesis H2.2 es aceptada.

Con el fin de contrastar las restantes hipótesis planteadas, el modelo base se va a ir ampliando paulatinamente, incorporándose los diferentes grupos de variables en sucesivos modelos.

A continuación, se incluyen en el modelo las variables de naturaleza económico financiera: capitalización bursátil, ROA (retorno sobre activos totales) y Apalancamiento, todas ellas desfasadas un periodo (véase Modelo 2 en Tabla 21).

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
constant	-5.129*** (0.325)	-10.403*** (0.666)	-10.852*** (0.699)	-10.979*** (0.708)
factor(Industry)Manufacturing	0.175 (0.282)	0.367 (0.294)	0.355 (0.293)	0.423 (0.301)
factor(Industry)Supplies	-0.131 (0.362)	0.091 (0.373)	0.052 (0.374)	0.111 (0.381)
factor(Industry)Construction	0.379 (0.464)	0.760 (0.474)	0.732 (0.477)	0.794 (0.482)
factor(Industry)Wholesale and Retail Trade	-0.066 (0.361)	0.184 (0.370)	0.176 (0.369)	0.279 (0.377)
factor(Industry)Other services	0.246 (0.304)	0.701* (0.317)	0.689* (0.316)	0.765* (0.323)
factor(Industry)Information and Communication	0.493 (0.333)	0.583 (0.344)	0.562 (0.343)	0.641 (0.352)
factor(Industry)Financial and Insurance Activities	0.101 (0.303)	-0.011 (0.332)	-0.048 (0.331)	0.045 (0.343)
factor(AreaGeo)Sudamerica	1.027** (0.391)	1.196** (0.379)	1.206** (0.379)	1.189** (0.382)
factor(AreaGeo)Europa	0.914*** (0.163)	0.711*** (0.166)	0.746*** (0.167)	0.748*** (0.167)
factor(AreaGeo)Oceania	1.211*** (0.311)	1.067*** (0.314)	1.115*** (0.315)	1.108*** (0.316)
factor(AreaGeo)Norteamérica	0.173 (0.171)	-0.255 (0.179)	-0.210 (0.180)	-0.208 (0.181)
factor(AreaGeo)Africa	0.289 (0.462)	0.976* (0.462)	1.017* (0.463)	0.989* (0.466)
lag(DJSI)	6.158*** (0.124)	5.780*** (0.126)	5.807*** (0.128)	5.813*** (0.128)
Top 20		0.598** (0.184)	0.608*** (0.184)	0.613*** (0.184)

lag(log(Capitalizacion bursatil))	0.534***	0.587***	0.592***
	(0.061)	(0.066)	(0.066)
lag ROA	-1.006	-1.171	-1.133
	(0.848)	(0.852)	(0.861)
lag Apalancamiento	0.302	0.347	0.350
	(0.336)	(0.335)	(0.336)
lag CONTROVERSIAS		-0.174*	
		(0.081)	
lag Comunidad			0.081
			(0.196)
lag Medioambiente			-0.208
			(0.538)
lag Derechos humanos			-0.005
			(0.533)
lag Equipo directivo			-0.119
			(0.588)
lag Responsabilidad de producto			-0.642*
			(0.255)
lag Accionistas			-0.088
			(0.357)
lag Mano de obra			-0.176
			(0.234)

AIC	2448.857	2361.032	2358.492
N	14360	14360	14360
=====			

Significance: *** = p < 0.001; ** = p < 0.01; * = p < 0.05

Todos los modelos incluyen efectos fijos en año

Tabla 21. Modelo básico de efectos fijos más variables económico financieras
Fuente. Elaboración propia

Al incluir estas variables comprobamos no solo que las variables que eran significativas en el modelo básico lo siguen siendo, sino que los coeficientes no han variado en magnitud sensiblemente. Además, se han vuelto significativas a nivel de 5% el factor “other services”, que hace referencia al sector industrial, y también Africa, ambas con coeficientes positivos.

De las variables económico financieras, sólo la capitalización bursátil es significativa (nivel de significatividad del 0,001), mientras que la variable que mide la rentabilidad y la que mide el endeudamiento no lo son.

Por lo tanto, el tamaño de las empresas sí que importa, incluso cuando nos estamos refiriendo siempre a las 4.000 empresas de mayor capitalización del mundo. Así, las empresas de mayor tamaño tienen más probabilidades de entrar en el índice bursátil. Por otro lado, en el proceso de selección de empresas, no se tienen en consideración variables empresariales como la rentabilidad o el endeudamiento. Resumiendo, se ha comprobado que la hipótesis H3 es correcta.

Seguidamente se incluirá en el modelo la variable Controversias desfasada un periodo, que recoge el número de controversias que ha tenido una empresa el año anterior (véase Modelo 3 en Tabla 21).

De nuevo, las variables que salían significativas en los modelos anteriores han mantenido su significatividad y la magnitud de los coeficientes es similar. Además, la variable incluida, Controversias, también es significativa para un nivel del 5%, con el signo negativo esperado. Por lo tanto, a mayor número de controversias, *ceteris paribus*, menor es la probabilidad de que una empresa entre a formar parte del DJSI World. Es decir, si tenemos dos empresas iguales en términos de sector, ubicadas en la misma región y en un país, por ejemplo, de los 20 más ricos por PIB, que hayan pertenecido al índice el año anterior y que tengan un tamaño similar en términos de capitalización bursátil, el hecho de que una tenga más controversias que la otra hace que su probabilidad de entrar en el índice sea menor que la probabilidad de la empresa con menos controversias.

Este análisis se ha realizado incluyendo las controversias en el modelo de diversas formas, obteniéndose siempre el mismo resultado. Así, se han probado como número de controversias, como variable dicotómica (con controversias/sin controversias), se han categorizado las controversias de diversas maneras y se ha analizado si las controversias presentaban efectos constantes o decrecientes añadiendo la variable controversias al cuadrado.

En definitiva, el contraste de la hipótesis H.4.1. demuestra que la hipótesis es correcta y que el proceso de selección de empresas sí que tiene en consideración las controversias en las que las empresas se ven involucradas.

El Modelo 4 de la Tabla 21 contrasta la hipótesis H.4.2, es decir, si todos los tipos de controversias influyen en la probabilidad de entrar o si, por el contrario, algunas controversias son más importantes que otras. Para poder realizar esta comprobación, del modelo debe extraerse la variable desfasada total de Controversias y sustituirse por las variables que miden los diferentes tipos de controversias, también desfasadas.

Se comprueba que, efectivamente, las variables que eran significativas en el Modelo3 lo siguen siendo en el Modelo 4. En cuanto a los tipos de controversias, sólo las relacionadas con la responsabilidad de producto son significativas, para un nivel del 5%. El signo es negativo, es decir, el esperado. Este resultado implica que, ceteris paribus, una empresa que tenga controversias relacionadas con los productos tiene menos probabilidades de pertenecer al índice DJSI World que una empresa que no presente controversias de este tipo. En cuanto los demás tipos de controversias, es de destacar que no resultan significativas, por lo que no podemos confirmar que influyan en el proceso de selección de componentes del índice bursátil sostenible.

Este resultado es, a priori, algo inesperado, pues se podría pensar que otros tipos de controversias debieran ser más influyentes en la metodología de selección. No obstante, debemos recordar que el número de algunas controversias, como las relacionadas con los derechos humanos, es muy reducido, lo que explicaría su falta de significatividad.

Por otro lado, el resultado es coherente con el trabajo de Girerd-Potin *et al.* (2014), quienes analizan las dimensiones de la responsabilidad social corporativa que preocupan a los inversores. Ellos concluyen que la dimensión “business stakeholders”, que incluye a los empleados, clientes y proveedores, es la más importante para los inversores, de forma que exigen una prima de riesgo mayor a las empresas que muestran un peor comportamiento en estos aspectos. En nuestro caso, la responsabilidad de producto podría asimilarse en parte con la relación con los clientes, pues la calidad del producto es un aspecto importante para éstos. Parece, además, comprensible, que los gestores del índice tengan en consideración en su metodología de selección de empresas aquellos factores que más interesan a los potenciales usuarios del índice, los inversores.

Para contrastar la hipótesis H.5, presencia de variables moderadoras del efecto de las controversias en la probabilidad de pertenencia al DJSI, se ha tomado como modelo de partida el Modelo 3 y se han estimado cinco nuevos modelos, cada uno incluyendo una variable moderadora diferente. Cada uno de estos modelos permitirá contrastar cada una de las cuatro sub-hipótesis incluidas en H5, teniendo en cuenta que la hipótesis relacionada con el área geográfica se contrasta considerando dos variables diferentes.

La Tabla 22 muestra la estimación de los cuatro modelos considerados. El modelo 5 incluye como variable moderadora el tamaño de la empresa; el modelo 6 incluye el “buffer”; los modelos 7 y 8, el área geográfica y Top20 respectivamente; y el modelo 9 la variable sector industrial.

Se observa que la única variable moderadora del efecto de las controversias que resulta significativa es el “buffer” con un nivel de significatividad de 0.001. Es decir, de las cuatro hipótesis planteadas en H5, sólo H5.2 es aceptada y las demás deben ser rechazadas.

Para interpretar correctamente este efecto moderador hay que resaltar que en el modelo 6 el efecto de las controversias sobre la probabilidad de pertenecer al DJSI ha dejado de ser significativo, por lo tanto, el número de controversias influyen en la medida en que la empresa ya estaba en el año previo en el índice DJSI.

Así pues, una empresa que en el año anterior ya estaba en el índice si que verá disminuir su probabilidad de mantenerse conforme aumenten el número de controversias en las que se vea implicada.

Por contra, una empresa que en el año anterior no estaba en el índice, no verá afectada su probabilidad de ser incluida en el DJSI por cometer más o menos controversias. Este hecho parece indicar que los comportamientos irresponsables por parte de las empresas ya incluidas en el índice penalizan, mientras que estos mismos comportamientos no afectan a las empresas que no estaba en el índice.

Por otro lado, un comportamiento de empresas ya incluidas el en índice que no origine controversias aumenta su probabilidad de permanencia, mientras que este mismo comportamiento en las empresas no incluidas no facilitará su inclusión, todo ello *ceteris paribus*.

	modelo5f	modelo6f	modelo7f	modelo8f	modelo9f
constant	-11.102*** (0.742)	-10.681*** (0.699)	-10.824*** (0.702)	-10.831*** (0.701)	-10.816*** (0.724)
factor(Year)2013	0.027 (0.195)	0.020 (0.194)	0.021 (0.194)	0.026 (0.195)	0.035 (0.195)
factor(Year)2014	-0.298 (0.197)	-0.305 (0.196)	-0.312 (0.197)	-0.301 (0.197)	-0.296 (0.197)
factor(Year)2015	-0.171 (0.197)	-0.193 (0.197)	-0.185 (0.197)	-0.174 (0.197)	-0.169 (0.198)
factor(Year)2016	0.020 (0.197)	0.011 (0.199)	0.006 (0.197)	0.011 (0.197)	0.020 (0.197)
factor(Industry)Manufacturing	0.362 (0.293)	0.313 (0.287)	0.291 (0.292)	0.358 (0.293)	0.370 (0.347)
factor(Industry)Supplies	0.054 (0.374)	0.010 (0.372)	-0.009 (0.376)	0.051 (0.374)	0.090 (0.433)
factor(Industry)Construction	0.744 (0.476)	0.690 (0.484)	0.665 (0.479)	0.734 (0.477)	0.775 (0.519)
factor(Industry)Wholesale and Retail Trade	0.185 (0.369)	0.150 (0.364)	0.135 (0.369)	0.173 (0.369)	0.246 (0.423)
factor(Industry)Other services	0.698* (0.316)	0.665* (0.312)	0.610 (0.316)	0.688* (0.316)	0.651 (0.368)
factor(Industry)Information and Communication	0.562 (0.343)	0.531 (0.338)	0.490 (0.344)	0.562 (0.343)	0.343 (0.406)
factor(Industry)Financial and Insurance Activities	-0.031 (0.331)	-0.016 (0.325)	-0.090 (0.330)	-0.053 (0.331)	-0.132 (0.387)
factor(AreaGeo)Sudamerica	1.199** (0.380)	1.212** (0.390)	1.139** (0.405)	1.203** (0.379)	1.234** (0.380)
factor(AreaGeo)Europa	0.741*** (0.167)	0.754*** (0.171)	0.806*** (0.177)	0.748*** (0.167)	0.772*** (0.169)
factor(AreaGeo)Oceania	1.102*** (0.315)	1.091*** (0.317)	1.359*** (0.339)	1.116*** (0.315)	1.134*** (0.317)
factor(AreaGeo)Norteamerica	-0.217 (0.180)	-0.217 (0.183)	-0.272 (0.196)	-0.211 (0.180)	-0.188 (0.182)
factor(AreaGeo)Africa	0.993* (0.464)	0.982* (0.474)	0.713 (0.513)	1.020* (0.462)	1.034* (0.467)
lag DJSI	5.799*** (0.128)	6.053*** (0.145)	5.826*** (0.128)	5.807*** (0.128)	5.811*** (0.128)
TOP 20	0.604** (0.184)	0.620*** (0.187)	0.611*** (0.185)	0.581** (0.195)	0.597** (0.185)
lag(log(Capitalizacion bursatil))	0.613*** (0.071)	0.562*** (0.066)	0.587*** (0.066)	0.587*** (0.066)	0.583*** (0.066)
lag ROA	-1.101	-1.117	-1.098	-1.168	-1.203

lag Apalancamiento	(0.853)	(0.851)	(0.854)	(0.852)	(0.859)
	0.336	0.284	0.362	0.344	0.358
lag CONTROVERSIAS	(0.335)	(0.338)	(0.336)	(0.336)	(0.338)
	0.563	0.174	-0.036	-0.267	-0.209
Lag (log(Capitalizacion_bursatill) * CONTROVERSIAS)	(0.727)	(0.104)	(0.297)	(0.234)	(0.263)
	-0.070				
	(0.069)				
(DJSI * CONTROVERSIAS)		-0.529***			
		(0.124)			
factor(AreaGeo)Sudamerica x CONTROVERSIAS			0.286		
			(0.649)		
factor(AreaGeo)Europa x CONTROVERSIAS			-0.236		
			(0.313)		
factor(AreaGeo)Oceania x CONTROVERSIAS			-0.596		
			(0.399)		
factor(AreaGeo)Norteamérica x CONTROVERSIAS			-0.017		
			(0.318)		
factor(AreaGeo)Africa x CONTROVERSIAS			0.978		
			(0.747)		
TOP20 x CONTROVERSIAS				0.103	
				(0.242)	
factor(Industry)Manufacturing x CONTROVERSIAS					-0.047
					(0.285)
factor(Industry)Supplies x CONTROVERSIAS					-0.133
					(0.422)
factor(Industry)Construction x CONTROVERSIAS					-0.690
					(1.403)
factor(Industry)Wholesale and Retail Trade x CONTROVERSIAS					-0.164
					(0.348)
factor(Industry)Other services x CONTROVERSIAS					0.083
					(0.347)
factor(Industry)Information and Communication x CONTROVERSIAS					0.482
					(0.350)
factor(Industry)Financial and Insurance Activities x CONTROVERSIAS					0.144
					(0.305)

AIC	2359.463	2344.552	2360.933	2360.314	2366.894
N	14360	14360	14360	14360	14360

Significance: *** = p < 0.001; ** = p < 0.01; * = p < 0.05					

Tabla 22. Modelo de efectos fijos con variables moderadoras
Fuente. Elaboración propia

8.6. Conclusiones

El índice bursátil sostenible DJSI World es uno de los más prestigiosos del mundo, por lo que resulta de interés conocer qué variables influyen en la probabilidad de que una empresa pueda formar parte del mismo. Con este motivo, se ha presentado un modelo cuantitativo en el que se han considerado las variables que, según la descripción de la metodología publicada por la empresa gestora del índice, son tenidas en consideración. Además, se han incluido variables relacionadas con las características económicas de la empresa y las controversias en las que se ven involucradas las empresas.

Como era de esperar, dado que así se especifica en la propia metodología del índice y conforme a los resultados obtenidos en el capítulo anterior, la ubicación de las empresas influye, *ceteris paribus*, en la probabilidad de ser incluidas en el índice. Así, las empresas ubicadas en Sudamérica, Europa y Oceanía tienen más probabilidades de entrar en el índice que las de otros continentes. Además, la importancia económica del país de origen también es significativa, de forma que las empresas sitas en los 20 países con mayor PIB tienen más posibilidades de ser componentes del DJSI World.

La metodología de elaboración del DJSI World especifica que el universo invitado engloba a las empresas de mayor capitalización del planeta. Dentro de este grupo de grandes empresas, las que son más grandes tienen más probabilidad de ser incluidas en el índice, *ceteris paribus*.

Como se podía prever al examinar la metodología empleada, la existencia de un buffer para evitar la excesiva rotación de empresas componentes de un año a otro hace que las empresas que ya están dentro del índice tengan más probabilidades de permanecer en él, como siempre *ceteris paribus*.

Las variables relacionadas con la situación económico financiera de la empresa, ROA y apalancamiento, no han resultado significativas, lo que indica que en la elaboración del índice no se utilizan criterios que podríamos denominar “oportunistas”, para seleccionar a las empresas con mejor performance económica.

En cuanto a las controversias, se ha constatado que el número de controversias en las que se ve implicada una empresa influye negativamente en su probabilidad de entrar en el índice. Es decir, las controversias de las empresas sí que son consideradas por la metodología, aunque no se utilicen como un criterio excluyente, a modo de screening negativo, tal y como se ha puesto de manifiesto en el capítulo anterior.

Al analizar las clases de controversias separadamente, se concluye que solo las relacionadas con la responsabilidad de producto son significativas. Este resultado puede estar relacionado con el hecho de que los inversores valoren más este tipo de controversias, en el sentido del impacto que los problemas relacionados con la calidad de los productos pueden tener en los resultados empresariales, a través de sanciones y multas, así como dañando la imagen de la empresa frente a los consumidores.

Al emplear el número de controversias como variable moderadora, se observa que sólo es significativa conjuntamente con la variable DJSI retardada, la que señala si la empresa pertenecía el año anterior al DJSIWorld o no. Por lo tanto, se puede decir que el cometer acciones irresponsables recogidas en la base de datos de controversias tiene un impacto diferente en la probabilidad de inclusión en el índice en función de si la empresa está o no incluida previamente en el mismo. Una empresa que ya forma parte del índice sí se verá afectada negativamente. No obstante, una empresa que no realice ninguna acción irresponsable tampoco verá por ello aumentar sus posibilidades de entrar en el índice, *ceteris paribus*.

9. CONCLUSIONES

9. CONCLUSIONES

En este capítulo se exponen los resultados de esta investigación, en base al objetivo general y a los objetivos específicos planteados en esta tesis doctoral. Para ello en primer lugar se presentan las conclusiones generales extraídas de la revisión de la literatura. Seguidamente se presentan las conclusiones de los resultados obtenidos, para finalizar con la exposición de futuras líneas de investigación que se puedan plantear desde este trabajo.

9.1. Conclusiones extraídas de la revisión de la literatura

Efectuado el estudio de los orígenes, evolución y situación actual de la inversión socialmente responsable (ISR), que consiste fundamentalmente en incorporar criterios no financieros (sociales, medioambientales y de buen gobierno) en el proceso de selección de activos, se constata la importancia a nivel global de esta tendencia de inversión, hecho que se ve reflejado por una parte en el aumento del volumen de inversión global sostenible así como en el considerable aumento de productos financieros éticos, fundamentalmente fondos de inversión, planes de pensiones e índices bursátiles.

Otro hecho destacable relacionado con la ISR son los numerosos estudios que encontramos sobre esta temática, destacando que los más numerosos son los que comparan la rentabilidad de los fondos de inversión y los planes de pensiones éticos con sus homologos convencionales. Aunque no existe unanimidad de criterios, un número considerable de autores concluye en sus investigaciones que la rentabilidad obtenida por estos productos es muy similar a la obtenida por sus homólogos convencionales. Esta realidad resulta chocante, ya que existen teorías que señalan que la rentabilidad debería ser diferente.

Así, según unos autores, la rentabilidad de los productos éticos, sostenibles o socialmente responsables debería ser menor por el hecho de reducir la base de empresas elegibles. Otros autores argumentan que la mayor responsabilidad corporativa de las empresas seleccionadas se traduce en una mayor rentabilidad a medio y largo plazo. La obtención de rentabilidades similares evidenciaría, según diversos autores, que se aplican procesos de selección de empresas que no son adecuados para discriminar entre empresas responsables e irresponsables, por lo que al final las empresas que forman parte de los productos de inversión éticos y de los convencionales acaban siendo las mismas, lo que explicaría la similitud en los resultados obtenidos.

Otra característica fundamental encontrada que choca con la importancia de la ISR es la falta de regulación a nivel internacional y nacional. La normativa es escasa y no vinculante, por lo que su aplicación está sujeta en muchos casos a la voluntariedad de las empresas. Se constata en numerosos estudios la falta de definiciones estandarizadas y claras en conceptos fundamentales como la definición de empresa ética o socialmente responsable, que por otra parte es el pilar fundamental de la ISR, recayendo sobre instituciones privadas la responsabilidad de definir e identificar empresas éticas.

A nivel internacional destacamos la aportación de organismos tan prestigiosos como la Unión Europea con sus directrices recogidas en El Libro Verde, las Naciones Unidas con su Declaración de Derechos Humanos, El Pacto Mundial y los Objetivos del Desarrollo Sostenible, la Organización Internacional del Trabajo con sus principios sobre condiciones de trabajo y vida y, finalmente, la Organización para la Cooperación del Desarrollo Económico con sus directrices para promover las condiciones empresariales, se consideran imprescindibles para impulsar la responsabilidad social de las empresas.

En España la normativa existente tiene como finalidad aplicar la normativa europea. De esta normativa destacamos por su aportación al fomento de la responsabilidad social corporativa de las empresas cotizadas españolas: El Código de Buen Gobierno con sus 64 recomendaciones propuestas en los informes Aldama y Olivencia y La Ley 2/2011 de Economía Sostenible.

9.2. Agencias de rating social e índices sostenibles

Las agencias de rating social son entidades e institutos particulares, que ante la ausencia de normativa internacional que defina qué empresas son éticas o socialmente responsables, son las que se encargan de seleccionar y clasificar a las empresas responsables mediante unas metodologías que han sido criticadas por opacas, al incluir numerosos criterios que deben ser ponderados, lo que aumenta la subjetividad, pues la importancia de criterios que podrían ser fundamentales queda diuída entre una miríada de indicadores. Otro de los aspectos más criticados es que en numerosas ocasiones se basan en información aportada por la propia empresa. También se critica que en ocasiones basta una simple declaración de intenciones por parte de la empresa, como la adhesión a los pactos internacionales mencionados anteriormente para recibir el calificativo de empresa socialmente responsable. A nivel internacional destacamos El Instituto Ethispere y su prestigioso anuario” The Yearbook”, que recoge las empresas más éticas del mundo seleccionadas a través de la metodología de screening positivo best in class.

Junto con las agencias de rating social otro referente para los inversores comprometidos lo constituyen los índices sostenibles. Tanto las agencias de rating social como las empresas gestoras de índices bursátiles, mediante la aplicación de sus metodologías de selección de empresas sostenibles, producen un gran impacto en las rentabilidades de las carteras de inversión sostenibles, ya que la selección como hemos analizado varía según el método de screening utilizado.

Destacamos por su importancia internacional la familia de índices sostenible Dow Jones Sustainability, que selecciona a las empresas que cumplen ciertos criterios de sostenibilidad y que además demuestran un comportamiento mejor que el resto de sus competidoras.

También a la familia de índices FTSE4 Good, que basa su selección de empresas en tres pilares básicos:1) inclusión en base a la información facilitada por las empresas 2) aplicación del prestigioso Rating Rusell y 3) exclusión de las empresas que realizan

actividades consideradas dañinas como la producción y venta de armas, tabaco, alcohol y juegos de azar, es decir, screening negativo relacionado con la actividad empresarial, no el comportamiento de la empresa.

A nivel español destacamos el índice sostenible FTSE4 Good Ibex, que está compuesto por las empresas cotizadas españolas más éticas.

En referencia a las empresas españolas cabe destacar que, salvo excepciones, como consecuencia de su baja capitalización bursátil comparada con las grandes multinacionales, su presencia en los índices globales se encuentra más reducida que en los índices de ámbito europeo. No obstante, si confiamos en las metodologías de los índices éticos podemos afirmar que la mayoría de las grandes empresas españolas cotizadas son éticas o socialmente responsables.

Son muchas de las empresas seleccionadas por los índices éticos que, a todas luces, y basándonos solamente en el estricto cumplimiento de la legalidad, no presentan un comportamiento acorde con lo que se espera de este tipo de empresas, como demuestran múltiples escándalos empresariales. Por tanto, resulta muy simplista afirmar que todas las empresas que forman parte de los índices sostenibles se pueden considerar éticas o socialmente responsables.

En el estudio hemos analizado la composición de los índices sostenibles y hemos comprobado que es muy similar a la de los índices convencionales. Este hecho nos lleva a cuestionarnos, en línea con otros estudios, la idoneidad de las metodologías empleadas por los índices sostenibles. Éstas se basan fundamentalmente en el screening positivo denominado best-in-class, el cual selecciona de entre las grandes empresas de cada sector, por así decirlo, las menos malas o, por expresarlo de forma positiva, las mejores (best-in-class).

Por todo lo expuesto, en el estudio se han aplicado a las empresas que forman parte del índice bursátil sostenible español FSE4GOOD IBEX sencillos screenings negativos para detectar si la metodología empleada por el índice permite que empresas que no

pasan nuestros filtros por su comportamiento irresponsable sí que están incluidas en el índice.

9.3. Conclusiones de la investigación

9.3.1. Conclusiones de aplicar como criterio excluyente el incumplimiento de la normativa de competencia y los informes negativos de ONGs

Este trabajo aplica el screening negativo en el proceso de identificación y selección de empresas sostenibles, ya que este proceso se considera la esencia de la ISR, garantizando a los inversores éticos que las empresas en las que van a invertir no presentan comportamientos irresponsables, para lo cual vamos a aplicar varios tipos de screening con el fin de recoger diferentes sensibilidades, dado que los filtros son necesariamente subjetivos, y analizar los resultados obtenidos.

En primer lugar, atendiendo a la definición de empresa ética dada por la Unión Europea, vamos a proceder a aplicar un sencillo screening negativo para comprobar qué les ocurre a las empresas cotizadas europeas, en las que están incluidas las españolas, que previamente han sido clasificadas como éticas.

Parece razonable y fuera de discusión, a la par que sencillo, aplicar esta metodología que consiste en excluir de los índices éticos a aquellas empresas que han incumplido el Reglamento 1/2003 relativo a la Competencia de la Comisión Europea, para lo cual nos basaremos en las multas impuestas por la Comisión durante el periodo comprendido entre el año 2005 y el año 2017 por incumplimiento de los artículos 101 y 102 de esta legislación, considerados fundamentales, ya que su propósito es proteger a los consumidores de la Unión Europea de las prácticas abusivas y monopolísticas de las grandes empresas.

Aplicado este screening, el resultado es bastante llamativo ya que numerosas grandes empresas europeas han incumplido esta legislación y por tanto no deberían ser consideradas éticas o socialmente responsables, como Google, Facebook, Henkel, Telefónica, Repsol, Iberdrola y un largo etcétera.

Se obtiene un resultado similar cuando aplicamos el segundo screening basado en identificar como irresponsables a las empresas que han sido acusadas por prestigiosas ONG de cometer actos controvertidos en contra del medioambiente, los derechos humanos, los derechos laborales, estar acusadas de corrupción o de incumplimiento con la fiscalidad vigente. El estudio se ha llevado a cabo sobre las empresas pertenecientes al FTSE4Good Ibex. Se comprueba que la práctica totalidad de las grandes empresas cotizadas españolas han sido acusadas por las ONG de cometer acciones controvertidas en todas las áreas detalladas.

Resulta totalmente contradictorio que las empresas más éticas según los prestigiosos índices sostenibles no superen la aplicación de un screening negativo. Así, la sociedad en su conjunto y muy especialmente los inversores minoristas sostenibles, que esperan un comportamiento ejemplar de estas empresas, ven cómo éstas se encuentran envueltas en escándalos de toda índole, aunque estos hechos no se traducen en expulsiones de los índices sostenibles. Esta conclusión nos hace recapacitar de nuevo acerca de la conveniencia de las metodologías utilizadas en la definición y selección de empresas socialmente responsables.

No obstante, cabe señalar que cuando el screening negativo se hace solo en función de la adhesión a los pactos o directrices internacionales, que solo requieren una serie de requisitos burocráticos por parte de la empresa, todas las grandes empresas cotizadas pasan el filtro.

9.3.2. Criterios de inclusión y exclusión del índice DJSI World por comportamientos irresponsables

En la actualidad vemos constantemente en los medios de comunicación cómo muchas de las grandes compañías globales que pertenecen a los más prestigiosos índices bursátiles sostenibles como el DJSI World se encuentran envueltas en escándalos de toda índole. Esta situación nos lleva a pensar que las metodologías que utilizan estos índices deberían tener más en cuenta estos comportamientos irresponsables, es decir, habría que definir qué comportamientos son irresponsables y contar con una base de datos que recopilara toda esa información.

Actualmente ya existen bases de datos que recopilan todas las noticias negativas relativas a las compañías más grandes del mundo sobre comportamientos irresponsables en términos medioambientales, sociales y de gobernanza que aparecen en las agencias de información y que, por tanto, nos ofrecen una imagen privilegiada de los comportamientos irresponsables. Un ejemplo de estas bases de datos es Eikon, de Thomson Reuters, que es la que se emplea en esta Tesis Doctoral.

Analizados y clasificados los datos de las controversias en Eikon, vemos que en términos generales y contrariamente a lo que podríamos pensar en un periodo económico de bonanza, el número total de controversias ha aumentado desde el 2011 al 2016. Por tipo de controversias, la corrupción, el fraude fiscal y la salud pública suponen casi las 2/3 partes de las controversias totales.

Del análisis se desprende que si aplicáramos un screening negativo para excluir empresas por tipo de controversia veríamos reducido drásticamente el universo de empresas elegibles, afectando la capacidad de diversificación de una cartera de inversión socialmente responsable, tanto en términos geográficos como por sector industrial. Además, la cartera podría sufrir de gran rotación en cuanto a las empresas incluidas.

Esta situación permite explicar que el índice DJSI World tenga en su composición empresas implicadas en actividades objeto de controversias incluidas en la base de Eikon, tal y como se desprende de nuestro estudio. No obstante, también hay que indicar que en el periodo comprendido entre 2011 y 2016 el número de empresas con controversias se ha reducido en un 40%, lo cual nos lleva a pensar que la metodología del índice, o la implementación de la misma, se ha modificado.

No obstante, el hecho de que en la composición de índice DJSI World aparezcan empresas controvertidas no implica necesariamente que las controversias o acciones irresponsables de las empresas no sean tenidas en consideración en la metodología del índice. Efectivamente, tras elaborar un modelo cuantitativo para determinar las variables que influyen en la probabilidad de que una empresa forma parte del DJSI World, el número de controversias aparece como variable significativa.

Así, el número de controversias afecta negativamente a la probabilidad de que una empresa sea incluida en el índice. No obstante, el efecto de las controversias desaparece si se considera la variable moderadora que mide el impacto de las controversias junto con la presencia previa en el índice. Así, en realidad, el modelo nos indica que el número de controversias solo afecta, negativamente, a las empresas que ya estaban en el índice. Para las empresas que no formaban parte del índice el año precedente, el número de controversias no tiene ningún impacto, ni negativo ni positivo, en el sentido de que no verán aumentar su probabilidad de entrar en el DJSI World por no tener controversias, ni verán que esta probabilidad se reduzca por cometer muchas acciones irresponsables.

Por otro lado, y como era previsible, las variables relacionadas con el tamaño de la empresa y la ubicación de su sede social tienen un fuerte impacto en la probabilidad de ser incluida en el índice. Además, la variable que más influye en la probabilidad de que una empresa entre o no a formar parte del DJSI World un año es que el año anterior ya hubiera sido componente del mismo, lo que está en línea con la política del gestor del índice de minimizar la rotación en los componentes del índice.

9.4. Futuras Líneas de Investigación

Esta tesis doctoral ha analizado el impacto que tendría sobre los productos financieros socialmente responsables o sostenibles la aplicación de definiciones más sencillas y transparentes, más fáciles de implementar, basadas en el screening negativo con el propósito de poner el foco de atención en la problemática que genera para los inversores la aplicación del screening positivo best-in-class.

El estudio se puede completar de numerosas maneras. Así, por ejemplo, es importante seguir trabajando sobre la definición de lo que se entiende por empresa ética, sostenible, o socialmente responsable. Incluso si se trabaja con métodos de screening negativo, como las multas y sanciones, las controversias o los escándalos empresariales, hay que recordar que en muchas ocasiones la definición de empresa ética no deja de ser subjetiva. En este sentido, puede que no sea adecuado valorar simplemente el número de controversias, sino que se podría ponderar en función de la dimensión a la que pertenecen.

Además, puede que diferentes controversias en la misma dimensión no deban ser consideradas con la misma ponderación. En este sentido, sería necesario estudiar con precisión qué es ético, sostenible o socialmente responsable para los inversores minoristas, de forma que las definiciones que se empleen para seleccionar a las empresas de los productos financieros socialmente responsables se identifiquen con esta definición. Al fin y al cabo, se supone que estos productos financieros van destinados a los inversores minoristas, quienes invertirán su dinero a través de fondos de inversión y fondos de pensiones especializados.

Siguiendo con el tema de las controversias, se ha señalado que la base de datos empleada en esta Tesis Doctoral probablemente puede ser sesgada, dando predominancia a las empresas anglosajonas o que operen en los mercados angloparlantes. Sería conveniente contrastar esta hipótesis, así como buscar bases de datos alternativas, preferiblemente de bajo coste económico.

También se podría realizar el análisis cuantitativo sobre otros índices bursátiles, a parte del DJSI World. Sería especialmente interesante comprobar si, al reducirse el área geográfica se modifica la importancia de las variables.

Finalmente, otro de los ámbitos que se debería investigar es si al aplicar métodos de screening negativo se obtienen resultados más evidentes en cuanto a la diferencia entre las carteras de inversión éticas y las convencionales.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Accountability, 2008 < https://www.accountability.org/wp-content/uploads/2016/.../AA1000AS_spanish.pdf > (Consultado: 16 de noviembre de 2017).

Aguilar, Francis J. (1994). *Managing Corporate Ethics: Learning From America's Ethical Companies How to Supercharge Business Performance*. Oxford University Press.

Albareda, L. y Balaguer, M. R. (2007). Análisis comparativo de la rentabilidad financiera de los fondos de inversión socialmente responsables en España. *Análisis Financiero*, 105, 34-44.

Amemiya, T. (1971). The Estimation of the Variance in a Variance-Components Model. *International Economic Review*, 12, issue 1, p.1-13.

Amnistía Internacional, Fundi Pau, Greenpeace y Oxfam Intermon, 2015). ¿Licencias para matar? [https://doc.es.amnesty.org/cgi-bin/ai/BRSCGI.exe/Licencias%20para%20matar?Amnistía Internacional](https://doc.es.amnesty.org/cgi-bin/ai/BRSCGI.exe/Licencias%20para%20matar?Amnistía%20Internacional)< <https://www.amnesty.org/es/>> (Consultado: 19 de noviembre de 2017).

Amnistía Internacional< <https://www.amnesty.org/es/>> (Consultado: 19 de noviembre de 2017).

Arévalo, R., García, J., Guijarro, F., Peris, A. (2017). A dynamic trading rule based on filtered flag pattern recognition for stock market price forecasting. *Expert Systems with Applications*, 81, 177.

Arjaliès, D. L. (2010). *Qu'est-ce que l'investissement Socialement Responsable*. Ecole Polytechnique, CNRS, Cahier no 2010–2011.

Baccaro, L. and Mele, V. (2011). For lack of anything better? International organizations and global corporate codes, *Public Administration* 89: 451-470. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-9299.2011.01918.x>.

Barreda-Tarazona, I; Matallin-Saez, J.; Balaguer-Franch, M. (2011). Measuring Investors' Socially Responsible Preferences in Mutual Funds. *Journal of Business Ethics*, 103 (2), 305-330.

Bauer, R., Koedijk, K and Otten, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style, *Journal of Banking & Finance*, 29 (7), 1751-1767.

Bello, Z.Y. (2005). Socially responsible investing and portfolio diversification. *Journal of Financial Research*, 8 (1), 41-57.

Beloe, Seb, Jan Scherer and Ivo Knoepfel (2004). Values for Money: Reviewing the Quality of SRI Research. (2004). London/Stockholm: SustainAbility/Mistra.

Bénabou, R. and Tirole, J. (2009). Individual and corporate social responsibility IZA Discussion Papers 4570 <<http://hdl.handle.net/10419/36339>>

Bengtsson, E. (2008). A History of Scandinavian Socially Responsible Investing. J Bus Ethics 82: 969. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9606-y>

Benson, K. L. and Humphrey, J. E. (2008). Socially responsible investment funds: Investor reaction to current and past returns. Journal of Banking & Finance, 2008, vol. 32, issue 9, 1850-1859.

Benson, K.L; Brailsford, T.J. and Humphrey, J.E. (2006). Do socially responsible fund managers really invest differently? Journal of Business Ethics 65: 337-357. <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-006-0003-8>

Berry, R. H., y Yeung, F. (2013). Are investors willing to sacrifice cash for morality? Journal of Business Ethics, 117, 477-492. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1529-6>

Bertrand, P. and Lapointe, V. (2014). How performance of risk-based strategies is modified by socially responsible investment universe? International Review of Financial Analysis 38: 175- 190. <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2014.11.009>.

Bird, R., Hall, A., Momentè, F. and Reggiani F.(2007) J Bus Ethics 76: 189 <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9268-1>

Björklund, L. and B. Persson: 2002, 'Därför placerar vi iföretag som tillverkar vapen', Kyrkans Tidning 42(2),14–17 (A History of Scandinavian SRI. Journal of Business Ethics (2008) 82:969–983 DOI 10.1007/s10551-007-9606-y).

Bolsa de Madrid (2017). IBEX-35.Cotizaciones <<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Empresas/FichaValor.aspx?ISIN=ES0184262212>> (Consultado: 26 de octubre de 2017)

Bolsa de Madrid, 2017. FTSE4Good Ibex. Cotizaciones <<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Mercados/Precios.aspx?indice= ESI230000000>> (Consultado: 23 de octubre de 2017)

Boons, F. and Wagner, M. (2009). Assessing the Relationship between economic and ecological performance: Distinguishing system levels and the role of innovation. Ecological Economics, 68, 1908-1914.

Boxenbaum, E. and J.-P. Gond: 2006, 'Micro-Strategies of Contextualization: Cross-National Transfer of Socially Responsible Investment', DRUID Working Paper No. 06-24.

Börse AG,(2018) < <http://en.boerse-frankfurt.de/sustainable-securities>> (Consultado: 15 de noviembre de 2018).

Brammer, S., and Pavelin, S. (2008). Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 17, 120-136. <https://doi.org/10.1002/bse.506>

Brown, B. *Corp Reputation Rev* (1998) 1: 271. <https://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540048>

Calvert, (2018) < <https://www.calvert.com/>< (Consultado: 15 de noviembre de 2018).

Capelle-Blancard, G. an Monjon, S.(2012) Trends in the literature on socially responsible investment: Looking for the keys under the lamppost. *Bus. Ethics* 2012, 21, 239–250.

Capelle-Blancard, G., Monjon, S. (2014). The Performance of Socially Responsible Funds: Does the Screening Process Matter? *Eur Financial Management*, 20, 494–520.

Carasco, E. F. y Singh, J. B. (2008),” Human Rights in Global Business Ethics Codes”. *Business and Society Review*, 113: 347–374. doi:10.1111/j.1467-8594.2008.00324.

CE, 2018. COMISION EUROPEA. Brussels, 24.5.2018. COM (2018) 353 final2018/0178 (COD). Proposal for a: REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL, on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment.

CEO (SOMO) (2014): Conquistadores Corporativos, los ataques de Repsol SA contra las selvas tropicales y las comunidades indígenas de Perú. <https://www.tni.org/files/download/corporate_conquistadors-es-web0912.pdf> (Consultado: 26 de octubre de 2017).

Cervelló-Royo, R., Guijarro, M., Michniuk, K. (2015). Stock market trading rule based on pattern recognition and technical anaysis: Forecasting the DJIA index with intraday data. *Expert Systems with Applications* 42 (14), 5963.

Charlo, M.J.; Moya, I.; Muñoz, A.M. (2015). Sustainable development and corporate financial performance: A study based on the FTSE4Good Ibex index, *Business Strategy and the Environment* 24: 277-288. <http://dx.doi.org/10.1002/bse.1824>

Chatterji, A. K., Levine, D. I. y Toffel, M. W. (2009). How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), 125-169. <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2009.00210.x>

Chatterji, A., D. Levine. (2006) Breaking down the wall of codes: evaluating non-financial performance measurement. *California Management Review*, 48 (2) 29–51

Clavin B., Lewis A. (2005). Focus groups on consumers' ethical beliefs. R. Harrison, T. Newholm, D. Shaw (Eds.), *The ethical consumer*, Sage, London (2005), pp. 173-187.

Climent, F., Soriano, P. (2011). Green and Good? The investment performance of US environmental mutual funds. *Journal of Business Ethics*,103(2),275-287.

Clouder S., Harrison R. (2005). The effectiveness of ethical consumer behaviour. R. Harrison, T. Newholm, D. Shaw (Eds.), *The ethical consumer*, Sage, London (2005), pp. 89-104.

CNMC. Consultas a registros oficiales. <https://www.cnmc.es/buscarador?t=MULTAS%20COMPETENCIA> (Consultado: 26 de Octubre de 2017)

CNMV. Consultas a registros oficiales. <https://www.cnmv.es/portal/consultas/Registro Sanciones/IniRegSanciones.aspx> (Consultado: 26 de octubre de 2017).

Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (2013). <https://www.cnmv.es/portal/legislacion/COBG.aspx> (Consultado: 26 de octubre de 2017)

Comisión Aldama (2003). Informe de la Comisión especial para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas <https://www.cnmv.es/Portal/Legislacion/COBG/COBG.aspx> (Consultado: 26 de octubre de 2017).

Comisión Conthe, (2006). Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas <https://www.cnmv.es/portal/legislacion/COBG/COBG.aspx>. (Consultado: 25 de octubre de 2017)

Comisión Europea, (2009). Caso Intel. Caso número 37990 http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?.37990 (Consultado: 25 de octubre de 2017)

Comisión Europea, (2007) Caso Telefónica. Asunto COMP/38.784. Wanadoo España contra Telefónica. http://ec.europa.eu/competition/antitrust/cases/dec_docs/38784/38784_437_4.pdf. (Consultado: 25 de octubre de 2017).

Comisión Europea. (2007b). Caso Betun número 38710/ http://ec.europa.eu/competition/antitrust/cases/dec_docs/38710/38710_791_1.pdf (Consultado: 25 de octubre de 2017)

Comisión Europea, (2011). Caso Unilever. Caso número 39579 http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?395798 (Consultado: 25 de octubre de 2017)

Comisión Europea, (2013). Deutsche Bank Case. Number 39914 http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?proc_code=1_39914 (Consultado: 25 de octubre de 2017)

Comisión Europea, (2016) Caso Google. Caso número 40411. http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-2532_es.htm (Consultado: 25 de octubre de 2017)

Comisión Europea, (2017). Trucks case Number 39824 http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?proc_code=1_39824 (Consultado: 27 de octubre de 2017)

Comisión Europea, (2015). Caso Air France-KLM.Caso número 39964. < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2015:212:FULL&from=LV>> (Consultado: 25 de octubre de 2017)

Comisión Europea (2014) Caso Facebook. Caso número M 7217 <http://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m7217_20141003_20310_3962132_EN.pdf> (Consultado: 25 de octubre de 2017)

Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) (2005-2016) www.cnmv.es/Portal/MemoriasCompetencia.pdf.<<https://www.cnmc.es/sobre-la-cnmc/memorias>> (Consultado:14 de diciembre de 2018).

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2005). Código unificado de buen gobierno de las empresas cotizadas <www.cnmv.es/portal/Publicaciones/CodigosGovCorp.aspx> (Consultado: 20 de octubre de 2017)

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2015). Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. <www.cnmv.es/portal/Publicaciones/CodigosGovCorp.aspx> (Consultado: 20 de octubre de 2017)

Comisión Olivencia (1998). El gobierno de las sociedades cotizadas. <<https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf> > (Consultado: 26 de octubre de 2017).

Comisión Olivencia. (1998). Comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades

Consolandi, C., Jaiswal-Dale, A., Poggiani, E. (2009) Global Standards and Ethical Stock Indexes: The Case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index. *Journal of Business Ethics*, 87, 185-197.

Cortez, M.C.; Silva, F.; Areal, N. (2009). The performance of European socially responsible funds. *Journal of Business Ethics*, 87 (4), 573-588.

Cowton, C. J.: 1994, 'The Development of Ethical Investment Products', In A. Prindle and B. Proshan (eds.), *Ethical Conflicts in Finance* (Blackwell, Oxford).

Cowton, C. J.: 1999, 'Playing by the Rules: Ethical Criteria at an Ethical Investment Fund', *Business Ethics: A European Review* 8(1), 60-69.

Cummings, L.S. *Journal of Business Ethics* (2000)25:79 <https://doi.org/10.1023/A:1006102802904>.

Cunha, F. A. and Samanez, C. P. (2013). Performance analysis of sustainable investments in the Brazilian stock market: a study about the corporate sustainability index (ISE). *Journal of Business Ethics*, 117(1), 19-36. <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-012-1484-2>.

Cuta Durán, C.A. (2017). Identificación de señales en los precios de las acciones del mercado colombiano con el uso de medias móviles y osciladores. *Finance, Markets and Valuation* 3 (1), 49-82.

Darby, Michael R. and Edi Karni. "Free Competition and the Optimal Amount of Fraud". *Journal of Law and Economics*.16.1(1973):67-68. Print

Delmas, Magali and Vered Doctori-Blass. "Measuring Corporate Environmental Performance: The Trade-Offs of Sustainability Ratings." *Business Strategy and the Environment* 19.4 (2010): 245–260. Print.

Dillenburg, Stephen, Timothy Green Devinney, Timothy (2009) M., Is the Socially Responsible Corporation a Myth? The Good, Bad and Ugly of Corporate Social Responsibility. *Academy of Management Perspectives*, May 2009. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1369709>.

Di Giuli, A. y Kostovetsky, L. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 158-180.

Doh, J. P. y Teegen, H. (2002). Nongovernmental organizations as institutional actors in international business: theory and implications. *International Business Review*, 11(6), 665-684. [https://doi.org/10.1016/S0969-5931\(02\)00044-6](https://doi.org/10.1016/S0969-5931(02)00044-6).

Domini, A.: 2001, *Socially Responsible Investing: Making a Difference and Making Money* (Dearborn Trade, Chicago, IL).

Dow Jones.Blue Chip,(2018) Dow Jones Sustainability IndicesMethodologyfile:///C:/Users/LOLI/Downloads/methodology-dj-sustainability-indices%20(4).pdf (Consulta:20 de Abril de 2019)

ECPI. (2017) <<http://www.ecpigroup.com/2017>> (Consulta:19 de Noviembre de 2017).

Eguiguren Balerdi, J., Guijarro, M. (2017). Tendencias de mercado, efecto momentum e hipótesis de mercado eficiente. *Finance, Markets and Valuation* 3 (2), 57-69.

El Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa<<http://observatoriorsc.org>> (Consulta: 19 de noviembre de 2017)

El Observatorio Responsabilidad Social Corporativa (2015) informe. Los derechos humanos y los derechos laborales en las memorias anuales del IBEX-35. <<http://observatoriorsc.org/los-derechos-humanos-los-derechos-laborales-las-memorias-anuales-del-ibex-35/>> (Consultado: 19 de Noviembre de 2017).

El Observatorio Responsabilidad Social Corporativa (2014), 12 informe. La Responsabilidad Social Corporativa en las memorias anuales de las empresas del IBEX-35. Análisis Fiscal del ejercicio R.de: <http://observatoriorsc.org/la-responsabilidad-social-corporativa-en-las-memorias-anuales-de-las-empresas-del-ibex-35/>. (Consultado: 19 de Noviembre de 2017).

El Observatorio Responsabilidad Social Corporativa (2015) informe. Los derechos humanos y los derechos laborales en las memorias anuales del IBEX-35. <<http://observatoriorsc.org/los-derechos-humanos-los-derechos-laborales-las-memorias-anuales-del-ibex-35/>>

Escrig-Olmedo, E., Muñoz-Torres, M. y Fernandez-Izquierdo, M. (2010). Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies. *International Journal of Sustainable Economy*. DOI:10.1504/IJSE.2010.035490.

Epstein, Marc J. (2008). *Making Sustainability Work: Best Practices in Managing and Measuring Corporate Social, Environmental, and Economic Impacts*. Sheffield: Greenleaf Publishing, 2008. Print.

Escrig-Olmedo, E., Muñoz-Torres, M.J., Fernández-Izquierdo, M.A y Rivera-Lirio, J.M. (2017). Measuring corporate environmental performance: A methodology for sustainable development. *Business Strategy and the Environment*, 26. 142-162.

Espinós- Vañó, M.D., García, F., Oliver, J. (2018a). El índice ético FTSE4Good Ibex como alternativa para la gestión pasiva de carteras de inversión en España. *Finance, Markets and Valuation* 4 (1), 117-129.

Espinós- Vañó, M.D.; García, F. (2018b). Irresponsible behavior of Spanish FTSE4Good Ibex companies based on NGO reports. 10th International Scientific Conference “Business and Management 2018”. May 3-4, Vilnius, Lithuania. VGTU Press.

Espinós-Vañó, M.D. (2016). Análisis de la inversión socialmente responsable en España. *Ética y transparencia*. *Finance, Markets and Valuation*, 2 (2), 73-89.

ETHIBEL, (2017). <http://www.vigeo-eiris.com/wp-content/uploads/2016/10/ESI_EUR_2017_09-IndexConstituentsList_with-multiplier>

Ethisphere, 2018. <https://www.worldsmoethicalcompanies.com/#methodology>. Consultado el 21-01-2019.

European Sustainable Investment Forum (2016). *European SRI Study* <<http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR>>(Consultado: 21 de noviembre de 2017).

Eurosif (2016) <http://www.eurosif.org/sri-study-2016/> (Consulta: 11 octubre 2018).

Eurosif (2018) <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study-LR.pdf>

Expansión, 2017. La CNMC solo ha recaudado un 3% de las sanciones impuestas desde su creación <<http://www.expansion.com/mercados/2017/06/04/5933dede46163f000c8b45e2>> (Consultado: 26 de octubre de 2017)

Facua 2015. < <https://www.facua.org/es/noticia.php?Id=11020>> (Consultado: 22 de noviembre de 2017).

Facua,(2016) Tras la denuncia de FACUA, la Junta multa a Telefónica con 6,23 millones por la subida de Movistar Fusión <<https://www.facua.org/es/noticia.php?Id=11020>> (Consultado:18 de junio de 2017).

Filbeck, G. and Gorman, R.F. (2004) The Relationship between the environmental and financial performance of public utilities. *Environmental and Resource Economics*, 29, 137-157.

Fowler, S.J. and Hope, C. J. (2007) A Critical Review of Sustainable Business Indices and their Impact. *Bus Ethics* (2007) 76: 243.-252. Print.<https://doi.org/10.1007/s10551-007-9590-2>

Fritz, T. M. and Von Schnurbein, G. (2015). Nonprofit Organizations as Ideal Type of Socially Responsible and Impact Investors. *ACRN Oxford Journal of Finance and Risk Perspectives*, 4(4), 129-145

FTSE4Good Ibox. Cotizaciones <<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Mercados/Precios.aspx?indice=ESI230000000>> (Consultado: 23 de octubre de 2017).

FTSE-RUSELL(2017a) < <https://www.ftserussell.com/financial-data/sustainability-and-esg-data/sustainability-esg-indexes>>. (Consultado:10 de noviembre de 2017).

FTSE RUSELL (2017b) < <https://www.ftse.com/products/indices/FTSE4Good>> (Consultado: 10 de noviembre de 2017).

FTSE, 2017. <https://www.ftse.com/products/indices/geis-series> (Consultado: 14 de diciembre de 2017).

Galavielle J.P. (2004). Business ethics is a matter of good conduct and of good conscience. *J Bus Ethics*, 53 (2004), pp. 9-16.

García C M., Martínez J A. (2011). Optimización de portafolios de pensiones en Colombia: el esquema de multifondos, 2003-2010.*Ecos de Economía*, 15 (33) (2011), pp. 139-183.

García, F., Guijarro, F. (2011). Crisis bursátil: ¿Es preferible una estrategia de gestión activa o pasiva? *Innovar*, 39, 123-132.

- García, F., Guijarro, F., Moya, I. (2011). The curvature of the tracking frontier: A new criterion for the partial index tracking problem. *Mathematical and Computer Modelling* 54, 1781 -1784.
- García, F., Guijarro, F., Moya, I. (2013). A multiobjective model for passive portfolio management; an application on the S&P 100 index. *Journal of Business Economics and Management* 14 (4), 758-775.
- García, F., Guijarro, F., Oliver, J. (2018). Index tracking optimization with cardinality constraint: a performance comparison of genetic algorithms and tabu search heuristics. *Neural Computing and Applications*. 30, 2626-2641.
- García, F., Moya, I. (2009). Efecto de las NIIF en el valor bursátil de las empresas españolas. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de las Empresa* 15 (1), 61-79.
- García-Melón, M., Gómez-Navarro, T., Pérez-Gladish, B., Mendez-Rodriguez, P. (2016). Assessing mutual funds' corporate social responsibility: a multistakeholder-AHP based methodology. *Annals of Operations Research*, 244 (2) 475-503.
- Garz, H., C. Volk, M. Gilles (2002), More Gain than Pain - SRI: Sustainability Pays Off, WestLB Panmure, http://www.westlbanmure.com/sri/pdf/sri_nov2002.pdf
- Girerd-Potin, I.; Jimenez-Garces, S.; Louvet, P. (2014). Which dimensions of social responsibility concern financial investors? *Journal of Business Ethics*, 121, 559–576.
- Global Sustainable Investment Alliance, (2016). *Global Sustainable Investment Review* <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016> (Consultado: 20 de noviembre de 2017)
- Greene, W.H. (2003). *Econometric Analysis*. Prentice Hall.
- Greene, William H. (2012). *Econometric Analysis* (7th ed.). Pearson. pp. 379–380, 420.
- Greenpeace 2009. *Multinacionales españolas en América latina*. Available from internet: <http://archivo-es.greenpeace.org/espana/es/reports/100219-02/> (Consultado: 29 de noviembre de 2017).
- Greenpeace 2017b. *Le devolvemos la contaminación a Endesa, Iberdrola y Gas Natural Fenosa en sus sedes*< <http://archivo-es.greenpeace.org/espana/es/Blog/accin-le-devolvemos-al-contaminacin-a-endesa-/blog/59071/>> (Consultado: 29 de noviembre de 2017).
- Greenpeace (2007). *Los Nuevos Conquistadores. Multinacionales Españolas en América Latina*. <http://archivoes.greenpeace.org/espana/Global/espana/report/other/090930-03.pdf> (Consultado: 20 de noviembre de 2017).
- Greenpeace (2015). *El bosque destruido del Banco de Santander*.< <http://archivo-es.greenpeace.org/espana/es/Blog/el-bosque-destruido-del-banco-santander/blog/52102/>> (Consultado: 29 noviembre de 2017).

Greenpeace (2017). Greenpeace exige medidas para restringir el poder de las eléctricas y evitar casos como la denuncia de Anticorrupción a Iberdrola<. <http://archivo-es.greenpeace.org/espana/es/news/2017/Mayo/>> -(Consultado: 29 de noviembre 2017)

Greenpeace (2016) Mapfre. Presa Belo Monte< <http://archivo-es.greenpeace.org/espana/es/Blog/la-presa-de-belo-monte-en-la-amazonia-un-erro/blog/56552/>> (Consultado: 20 de abril de 2018)

Greenpeace (2017a).<<http://www.greenpeace.org/espana/es/>> (Consultado: 29 de noviembre de 2017).

Greenpeace. (2017b). Le devolvemos la contaminación a Endesa, Iberdrola y Gas Natural Fenosa en sus sedes.< <http://archivo-es.greenpeace.org/espana/es/Blog/accin-le-devolvemos-al-contaminacin-a-endsa-/blog/59071/>> (Consultado: 27 de octubre de 2017).

GRI (2011). Guia para la elaboración de Memorias de Sostenibilidad-<https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Spanish-G3.1-Completo.pdf>.

Hansen, E. G., Grosse-Dunker, F., Reichwald, R. (2009). Sustainability innovation cube- a framework to evaluate sustainability-oriented innovations. *International Journal of Innovation Management*, 13(4), 683-713.

Hellsten, S. and Mallin, C. (2006). Are “ethical” or “socially responsible” investments socially responsible? *Journal of Business Ethics* 66: 393- 406. <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-006-0001-x>.

Hill, R. P., Ainscough, T., Shank, T., Manullang, D. (2007). Corporate social responsibility and socially responsible investing: a global perspective. *Journal of Business Ethics*, 70, 165-174. <https://doi.org/10.1007/s10551-006-9103-8>.

Human Rights. (1948). Universal Declaration of Human Rights (UDHR). <https://www.youthforhumanrights.org>. (Consultado: 1 de marzo de 2019).

ICAN, 2016. Don't Bank on the Bomb.A Global Report on the financing of nuclear weapons producers.<https://www.dontbankonthebomb.com/>(Consultado: 20 de octubre de 2017).

International Labour Organization 2001. Tripartite declaration of principles concerning multinational enterprises and social policy (MNE Declaration).< http://www.ilo.org/empent/Publications/WCMS_094386/lang--en/index.htm> (Consultado: 12 de mayo de 2017).

International Labour Organization, (2017). Declaración tripartita de principios sobre las empresas multinacionales y la política social - 5ª edición http://www.ilo.ch/empent/Publications/WCMS_124924/lang--es/index.htm> (Consultado: 12 de mayo de 2017) .

INVERCO, 2014. <http://www.inverco.es/archivosdb/c93-memoria-2014.pdf> J. Clean. Prod. 2012, 35, 79–92.

Jansson, M. and Biel, A. (2011). Motives to Engage in Sustainable Investment: A Comparison Between Institutional and Private Investors, *Journal in Sustainable Development* 19(2),135-142. doi:10.1002/sd.512.

Jiménez, E. (2008). Las conexiones a internet en España son caras y lentas. <http://www.ocu.org/organizacion/prensa/notas-de-prensa/2008/las-conexiones-a-internet-en-espana-son-caras-y-lentas386544> (Consultado: 26 de octubre de 2017).

Jones, B.; Bowd, R.; Tench, R. (2009). Corporate irresponsibility and corporate social responsibility: Competing realities”. *Social Responsibility Journal*, 5 (3), 300-310. *Journal of Ecological Economics and Statistics*, 23, 105-128.

Kempen (2017). < <https://www.kempen.com/-/.../ESG/Kempen-AnnualReport2017>>. (Consultado: 18 de abril de 2019).

Kreander, N., Gray, R. H., Power D. M. and Sinclair C.D. (2005) Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32, No. 7-8, pp. 1465-1493, September 2005. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=877431> or <http://dx.doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00636.x>.

Kutay, N., Tektüfekçi, F. (2016). A new era for sustainable development: A comparison for sustainability indices. *Journal of Accounting, Finance and auditing studies*, 2, 70-95.

Laufer, William S. (2003) “Social Accountability and Corporate Greenwashing.” *Journal of Business Ethics* 43.3 (2003): 253–61.

Lamata, M.T., Liern, V., Pérez-Gladish, B. (2016). Doing good by doing well: a MCDM framework for evaluationg corpoptae social responsibility attractiveness. *Annals of Operations Research* <https://doi.org/10.1007/s10479-016-2271-8>.

Lean, H. H.; Ang, W. R. and Smyth, R. (2015) Performance and performance persistence of socially responsible investment funds in Europe and North America, *North American Journal of Economics and Finance* 34: 254-266. <http://dx.doi.org/10.1016/j.najef.2015.09.011>.

Lesser, K; Rössle, F. and Walkshäusl, C. (2016). Socially responsible, green, faith-based investment strategies: Screening activity matters! *Finance Research Letters* 16: 171-178. <http://dx.doi.org/10.1016/j.frl.2015.11.001>.

Libro Blanco, 2014: Hacia un control más eficaz de las concentraciones de empresas en la UE [COM (2014) 449 final de 9.7.2014].

Liondis, G. (2005). Mainstream managers wake up to social responsibility. *Money Management*, 19, 15-15.

- Louche, C. and Lydenberg, S. (2006). Socially Responsible Investment: Differences Between Europe And United States. Vlerick Leuven Gent Working Paper 2006/22.
- Mackenzie, C., and Lewis, A. (1999). Morals and markets: The case of ethical investing. *Business Ethics Quarterly*, 9(3), 439–452.
- Mallin, C. A., Saadouni B. and Briston R.J. (1995). ‘The Financial Performance of Ethical Investment Funds’, *Journal of Business Finance and Accounting* 22 (4) (June), 483–496.
- Managi, Shunsuke, Tatsuyoshi Okimoto, and Akimi Matsuda, (2012) “Do Socially Responsible Investment Indexes Outperform Conventional Indexes?” Munich Personal RePEc Archive, Unpublished, (2012).
- Markowitz, H. (1959) *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*; Yale University Press: New Haven, CT, USA, 1959.
- Matallín Sáez, J.C., Fernández Izquierdo, M.A. (2003). “Análisis de la evolución de los Fondos de Inversión en España”, *Análisis Financiero*, Núm. 89, pp. 36-45.
- Morningstar, (2018). *Does Investing Sustainably Mean Sacrificing Returns*_March2018pdf. (Consultado: 16 de enero de 2019).
- MSCI, (2017b) *ESG Indexes*< <https://www.msci.com/esg-indexes>< (Consultado: 11 de abril de 2017).
- MSCI, (2017a). *Index Constituents* <<http://www.msci.com/constituents>> (Consultado: 11 de abril de 2017).
- Nainggolan, Y.; How, J. y Verhoeven, P. (2016). Ethical screening and financial performance: The case of Islamic equity funds, *Journal of Business Ethics* 137 (1): 83-99< <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-014-2529-5>> (Consultado: 7 de noviembre de 2017).
- Nasdaq OMX Green, (2019) <https://business.nasdaq.com/media/Research_Green_economy_tcm5044-15556.pdf>. (Consultado: 20 de abril de 2019).
- Nerlove, M. (1971). A Note on Error Components Model. *Econometrica* 39, issue 2, p.383-96
- Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa 2017. < <http://observatoriorsc.org> > (Consultado: 19 de noviembre de 2017).
- Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa. (2014). *La Responsabilidad Social Corporativa en las memorias anuales de las empresas del IBEX-35. Análisis: Fiscalidad del ejercicio*.< <http://observatoriorsc.org/la-responsabilidad-social-corporativa-en-las-memorias-anuales-de-las-empresas-del-ibex-35/>> (Consultado: 26 de octubre de 2017).

Observatorio de Responsabilidad Social Corporativa. (2015). Los derechos humanos y los derechos laborales en las memorias anuales del IBEX-35. <://observatoriosc.org/los-derechos-humanos-los-derechos-laborales-las-memorias-anuales-del-ibex-35/> (Consultado: 26 de octubre de 2017)

OCDE, (2011). Líneas Directrices de la OCDE para empresas multinacionales. <http://www.oecd.org/daf/inv/mne/MNEguidelines> (Consultado: 16 de mayo de 2017).

OIT, (2001). Declaración Tripartita de Principios sobre las Empresas Multinacionales y la Política Social <<http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/@dgreports/@dcomm/documents/normativeinstrument/kd00121es>>.

ONU, (2015). Agenda para el Desarrollo Sostenible. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/2015/09/la-asamblea-general-adopta-la-agenda-2030-para-el-desarrollo-sostenible/>.

Oxfam Intermon, (2013). El impacto social debe ser la piedra angular de la actuación de la empresa española en el exterior. <<https://www.oxfamintermon.org/es/sala-de-prensa/nota-de-prensa/impacto-social-debe-ser-piedra-angular-de-actuacion-de-empresa-espagnol>> (Consultado: 18 de mayo de 2017).

Oxfam Intermón, (2017) < <http://www.oxfamintermon.org/es/quienes-somos> > (Consultado: 19 de noviembre de 2017)

Oxfam Intermon, (2015). ¿Beneficios para Quién? <https://www.oxfamintermon.org/es/que-hacemos/proyectos/desigualdad/ilusion-fiscal>. (Consulta 26 de noviembre de 2017).

Oxfam Intermón. (2015b). La Ilusión Fiscal. Demasiadas sombras en la fiscalidad de las grandes empresas. Informe número 36. <https://www.ara.cat/2015/03/05/1315148474.pdf> (Consultado: 26 de noviembre de 2017).

Oxfam Intermón < <http://www.oxfamintermon.org/es/quienes-somos> > (Consultado: 19 de Noviembre 2017).

Pacto Mundial (2000) <<http://www.pactomundial.org/global-compact/>> (Consultado: 19 noviembre de 2017).

Parlamento Europeo, 2015. Informe A8-0184/2015 sobre la elusión y la evasión fiscal <http://uoparl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A8-2015-0184+0+DOC+XML+V0//ES>.

Petrillo, A., De Felice, F., García-Melón, M., Pérez-Gladish, B. (2016). Investing in socially responsible mutual funds: Proposal of non-financial ranking in Italian market. *Research in International Business and Finance*, 37, 541-555.

Pla-María, M., García, F. (2015). Inversión en bolsa mediante estrategias de análisis técnico: El cruce de medias móviles. *Finance, Markets and Valuation* (1), 35-50.

Renneborg, L.; Ter Horst, J. and Zhang, C. (2011). Is ethical money financially Smart? Nonfinancial attributes and money flows of socially responsible investment funds, *Journal of Financial Intermediation* 20 (4): 562-588. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfi.2010.12.003>.

Revelli, C., Viviani, J.L. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review*, 24 (2) 158-185.

Riera, M., Iborra, M. (2016). ¿Se puede tener responsabilidad social corporativa y ser irresponsable? Algunas evidencias. I Workshop d'Economia Valenciana, Valencia, España.

RobecoSam (2016). RobecoSam. Measuring Intangibles. <http://www.robecosam.com/images/Measuring_Intangibles_CSA_methodology> (Consultado: 20 de octubre de 2017).

RobecoSam (2017 b) RobecoSam. Dow Jones Sustainability World Index <http://www.robecosam.com/images/DJSI2017_componentlist_World> (Consultado: 22 de octubre de 2017).

RobecoSam (2017 c). RobecoSam Dow Jones Sustainability Europe Index <http://www.robecosam.com/images/DJSI2017_componentlist_Europe> (Consultado: 22 de octubre de 2017).

RobecoSam (2017 a). The Year Book < <http://yearbook.robecosam.com/methodology>> (Consultado: 22 de octubre de 2017).

RobecoSam (2017c). The Year Book 2017. < <http://yearbook.robecosam.com/>> (Consultado: 22 de octubre de 2017).

RobecoSam Methodology, 2019 < <https://yearbook.robecosam.com/methodology/>> (Consultado: 4 de marzo de 2019).

Robinson, M., Kleffner, A. and Bertels, S. (2011). Signaling sustainability leadership: empirical evidence of the value of DJSI membership. *Journal of Business Ethics*, 101(3), 493-505. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0735-y>.

Rodriguez-Fernandez, M. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance, *BRQ Business Research Quarterly* 19 (2): 137-151. <http://dx.doi.org/10.1016/j.brq.2015.08.001>.

Ruggie John. 2007. Business and Human rights: The Evolving International Agenda, Corporate Social Responsibility Initiative, working paper 31. Cambridge: John F. Kennedy School of Government, Harvard University.

S&P Dow Jones Indices,2018.https://www.spice-indices.com/idpfiles/spice/assets/resources/public/documents/725551_spdji2018countryclassification.consultation6.13.18.pdf.

S&P Dow Jones Indices; RobecoSam (2018). Dow Jones Sustainability Indices. Methodology.<<https://www.sustainability-indices.com/>> (Consultado: 17 de octubre de 2018).

S&P Dow Jones Indices RobecoSam (2017). Dow Jones Sustainability Index family. <<https://www.sustainability-indices.com/index-family-overview/>> (Consultado: 10 de julio de 2017).

Sadowski, M., Whitaker, K. y Buckingham, F. (2010). Rate the raters: Phase one. London: SustainAbility.

Sandberg, J. (2011). Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: putting the Freshfields Report into Perspective. *Journal of Business Ethics*, 101(1), 143-162.

Schäfer, H., Beer, J., Zenker, J. and Fernandes, P. (2006). Who is who in Corporate Social Responsibility Rating? A survey of internationally established rating systems that measure Corporate Responsibility. Gütersloh/Stuttgart: Bertelsmann Foundation/University Stuttgart.

Schaltegger, S. and Burrit, S. (2005). Sustainability,” in: Folmer, Henk and Tom Tietenberg (eds.): *The International Yearbook of Environmental and Resource Economics*. Cheltenham: Edward Elgar, 2005. 185–232. Print.

Schröder, M. (2007). Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34, 331–348.

Searcy, C., and Elkhawas, D. (2012). Corporate sustainability ratings: an investigation into how corporations use the Dow Jones Sustainability Index. *Journal of Cleaner Production*, 35, 79-92. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2012.05.022>

Slapikaite, I. and Tamosiuniene, R. (2013). Socially responsible mutual funds: A profitable way of investing. *Analele Stiintifice ale Universitatii*.

SOMO. (2014). Flawed fabrics.< <https://www.somo.nl/flawed-fabrics/>> (Consultado: 22 de noviembre de 2017)

SOMO<<https://www.somo.nl/about-somo/>> (Consultado: 22 de noviembre de 2017).

SPAINSIF, (2014). Forética. Empresas sostenibles, país competitivo. Informe RSE y marca España. <http://www.foretica.org/wp-content/uploads/2016/01/informe_rse_marca_espana> (Consultado: 25 de octubre de 2017).

Spainsif, (2016). La Inversión Socialmente Responsable en España.< http://www.spainsif.es/wp-content/uploads/dlm_uploads/2017/01/estudio-spainsif-2016.pdf > (Consultado: 25 de octubre de 2017).

Spainsif. (2017). <http://www.spainsif.es/info-vdos/> (Consultado: 25 de octubre de 2017)

Spainsif, (2018) <<https://www.spainsif.es/los-bonos-verdes-cogen-impulso-en-espana/>> (Consultado:13 de febrero de 2019).

Sparkes, R. y Cowton, C. J. (2004): "The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility", *Journal of Business Ethics* 52, 45-57.

Sparkes, R.: 2002, *Socially Responsible Investment: A Global Revolution* (Wiley, Chichester, UK).

Standard ISO 26000(2010): <https://www.iso.org/obp/ui/#iso:std:iso:26000:ed-1:v1:es>

Standard SA 8000: [http://www.sa-intl.org/_data/global/files/SA8000Standard_Español\(1\).pdf](http://www.sa-intl.org/_data/global/files/SA8000Standard_Español(1).pdf) (Consultado: 25 de octubre de 2017).

Statman, M. y Glushkov, D., 2009. - The Wages of Social Responsibility. *The Financial Analysts Journal*, 65,33-46. <https://doi.org/10.2469/faj.v65.n4.5>.

Statman, M. (2000). Socially responsible mutual funds. *Financial Analyst Journal*, 56(3), 30–39.

Statman, M. and Klimek, G., (2005). Socially Responsible Indexes: Composition, Performance & tracking Errors. *The Journal of Portfolio Management*. N 32(3):100-109 March 2006.

STOXX Índices, (2017). *Stoxx Europe Sustainability* <<http://www.stoxx.com/index-details?symbol=SUTP>> (Consultado: 23 de octubre de 2017).

STOXX ESG. (2018) *Stoxx ESG Index Methodology* <https://www.stoxx.com/document/Indices/Common/Indexguide/stoxx_esg_guide.pdf>

Strike, V. M.; Gao, J.; Bansal, P. (2006). Being good while being bad: social responsibility and the international diversification of US firms. *Journal of International Business Studies*, 37 (6) 850-862.

Sun, M., Nagata, K., Onoda, H. (2011). The investigation of the current status of socially responsible investment indices. *Journal of Economics and International Finance*, 3 (13), 676-684.

Sustainabilitycs (2017) <https://www.global-sustainability-sisustainability.com/natories-index/> (Consulta 23 de Octubre de 2017).

Swamy, P. and Arora, S. (1972). The Exact Finite Sample Properties of the Estimators of Coefficients in the Error Components Regression Models. *Econometrica* 40, issue 2, p.261-75.

Tamosiuniene, R. and Slapikaite, I. (2012). The effect of socially responsible investing on mutual fund performance. 7th International Scientific Conference "Business and Management 2012", Vilnius, Lithuania.

Tebini, H., M'Zali B., Lang P. and Pérez-Gladis B. (2016.) The economic impact of environmentally responsible practices, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 23: 333-344. <http://dx.doi.org/10.1002/csr.1383>.

Thomson Reuters (2019) Thomson Reuters ESG Scores < https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf> (Consulta: 17 de octubre de 2018).

Trinks, P.J. and Scholtens, B. (2017). The opportunity cost of negative screening in socially responsible investing, *Journal of Business Ethics* 140 (2): 193-208. <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-015-2684-3>.

Tükenmez, N. M. and Gençyürek, A. G. (2017). Sustainability indices in developing countries: a study about Borsa Istanbul Sustainability Index. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 2 (2), 39-69.

UN Human Rights. (1948). <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc> United Nations. (1948). Universal Declaration of Human Rights, Dec 10, 1948, U.N. DocA/810. (Consulta el 17 de octubre de 2017).

UN.Global Compact(2000).10 Principios <<http://www.pactomundial.org/>> (Consultado: 10 de junio de 2017).

UN. Global Compact, (2017). Red Española de Pacto Mundial <<http://www.pactomundial.org/2017/01/los-socios-pacto-mundial-espana-crecen-8-2016>> (Consultado: 25 de octubre de 2017).

UNI Global Unión. (2014). UNI global Union denuncia Prosegur. <<https://www.facebook.com/VigilantesdeSeguridad/posts/800392923345651>>.

UNI Global Union 2017 <<://www.uniglobalunion.org/>> (Consultado: 19 de noviembre de 2017).

Unión Europea (2001). Libro Verde, Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas. Diario Oficial de la UE referencia *COM/2001/0366* < <https://eur-lex.europa.eu/legal-Content/ES/TXT/?uri=celex%3A52001DC0366>> (Consultado: 1 de marzo de 2018).

Unión Europea (2014). Libro Blanco. Hacia un control más eficaz de las concentraciones de empresas en la UE Diario Oficial de la UE, referencia COM/2014/449 < <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0449>< (Consultado: 1 de marzo de 2018).

Unión Europea (2017). Directrices sobre la presentación de informes no financieros.2017/C 215/01. [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX%3A52017XC0705\(01\)&from=ES](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX%3A52017XC0705(01)&from=ES) (Consultado:1 de marzo de 2018).

Utz, S., Wimmer, M. (2014). Are they any good at all? A financial and ethical analysis of socially responsible mutual funds. *Journal of Asset Management*, 15 (19) 72-82.

Van Liedekerke, L., De Moor, L. y Vanwalleghem, D. (2007). Risk-Return of Belgian SRI Funds (April 2007). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1088979> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1088979>.

Van Marrewijk, Marcel. "Concepts and Definitions of CSR and Corporate Sustainability: Between Agency and Communion." *Journal of Business Ethics* 44.2/3 (2003): 95–105. Print.

Verheyden, T., De Moor, L. (2015) Multi-criteria decision analysis: methods to define and evaluate socially responsible investments. *International Journal of Management and Decision Making*, 14 (1) 44-65.

Vigeo Eiris, (2016) < <https://ecodes.org/documentos/Green-Social-and-Ethical-funds.pdf>> (Consultado: 20 de abril de 2019).

Vigeo Eiris, 2019. <http://www.vigeo-eiris.com/solutions-for-investors/sustainability-ratings/> (Consultado: 22 de enero de 2019).

Vogel, D.: 1983, 'Trends in Shareholder Activism: 1970–1982', *California Management Review* 25, 68–87.

Von Wallis, M.; Klein, C (2015). Ethical requirement and financial interest: A literature review on socially responsible investing. *Bus. Res.* 2015, 8, 61–98.

Wai K. and Cheung, A. J (2011). Do Stock Investors Value Corporate Sustainability? Evidence from an Event Study *Bus Ethics* (2011) 99: 145. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0646-3>.

Wallace, I.D. and Hussain, A. (1969). The Use of Error Components Models in Cobining Cross Section with Time Series Data. *Econometrica* 37, issue 1, p.55-72.

Wier, M. and Calverley, C. (2002) "Market potential for organic foods in Europe. *British Food Journal* 104.1 (2002): 45–62".

Windolph, S. E. (2011). Assessing corporate sustainability through ratings: challenges and their causes. *Journal of Environmental Sustainability*, 1(1), 61-80. <https://doi.org/10.14448/jes.01.0005>.

Windsor, D. (2013). Corporate social responsibility and irresponsibility: A positive theory approach. *Journal of Business Research*, 66, 1937-1944.

Ziegler, A., Schröder, M. (2010). What determines the inclusion in a Sustainability Stock Index? A Panel Data Analysis for European Firms. *Ecological Economics*, 69 (4) 848-856.

Legislación

Unión Europea. Reglamento (CE) no 1/2003 del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativo a la aplicación de las normas sobre competencia previstas en los artículos 81 y 82 del Tratado. *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, 4 de enero de 2003, p. L 1/1-25.

Unión Europea. Reglamento (CE) no 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas. Diario Oficial Unión Europea, 29 de enero de 2004, p. L24/1-21.

Unión Europea. Reglamento (UE) No 330/2010 de la Comisión de 20 de abril 2010 relativo a la aplicación del artículo 101, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea a determinadas categorías de acuerdos verticales y prácticas concertadas. Diario Oficial de la Unión Europea, 23 de abril de 2010, p. L 102/1- 7.

Unión Europea. Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34 UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos. .Diario Oficial de la Unión 15 de Noviembre de 2014,p L 330/1.

Unión Europea. Directiva 2014/104/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26-11 de 2014, relativa a determinadas normas por las que se rigen las acciones por daños en virtud del Derecho nacional, por infracciones del Derecho de la competencia de los Estados miembros de la UE. Diario Oficial de la Unión Europea 5 de diciembre de 2014, p. L 349/1- 19.

España. Ley 1/2002, de 21 de febrero, de Coordinación de las Competencias del Estado y las Comunidades Autónomas en materia de Defensa de la Competencia. BOE, de 22 de febrero de 2002, núm.46, p .7148 a 7153.

España. Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. BOE, 4 de julio de 2007, núm.159, p. 28848 a 28872.

España, Ley 29/2009, de 30 de diciembre de 2009 por la que se modifica el regimen legal de la competencia desleal y de la publicidad para la mejora de la protección de los consumidores y usuarios. BOE, de 31 de diciembre de 2009, núm.315, p. 112039 a 112060.

España. Real Decreto 681/2014, de 1 de agosto, por el que se modifica el Reglamento de planes y fondos de pensiones, aprobado por Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero, el Reglamento sobre la instrumentación de los compromisos por pensiones de las empresas con los trabajadores y beneficiarios, aprobado por Real Decreto 1588/1999, de 15 de octubre, el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, y el Real Decreto 764/2010, de 11 de junio, por el que se desarrolla la Ley 26/2006, de 17 de julio, de mediación de seguros y reaseguros privados en materia de información estadístico-contable y del negocio, y de competencia profesional. BOE de 2 de agosto de 2014, núm. 187, p. 62236 a 62300.

España. Orden ESS/1554/2016, de 29 de septiembre, por la que se regula el procedimiento para el registro y publicación de las memorias de responsabilidad social y de sostenibilidad de las empresas, organizaciones y administraciones públicas. BOE de 1-10-2016, núm.238, p.70263 a 70270.

España. Ley 11/2018, de 29 de diciembre de 2018, por la que se modifica el Código de Comercio, el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de Julio y la Ley 22/2015, de 20 de Julio de Auditoría de Cuentas, en material de información no financier y diversidad. BOE de 29 de diciembre de 2018, núm.314, p.129833 a 129854.