

EL ÍNDICE ÉTICO FTSE4GOOD IBEX COMO ALTERNATIVA PARA LA GESTIÓN PASIVA DE CARTERAS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

THE ETHICAL INDEX FTSE4GOOD IBEX AS AN ALTERNATIVE FOR PASSIVE PORTAFOLIO STRATEGIES IN SPAIN

María Dolores ESPINÓS-VAÑÓ

Universidad Politécnica de Valencia, Facultad de Administración y Dirección de Empresas. Spain.

Email: maesva@ade.upv.es

Fernando GARCÍA

Universidad Politécnica de Valencia, Facultad de Administración y Dirección de Empresas. Spain.

Email: fergarga@esp.upv.es

Javier OLIVER

Universidad Politécnica de Valencia, Facultad de Administración y Dirección de Empresas. Spain.

Email: jaolmun@ade.upv.es

Resumen:

Este artículo compara la rentabilidad obtenida por dos de los principales índices bursátiles españoles: el IBEX 35 y su homólogo ético, el FTSE4Good Ibex. Se trata de comprobar si el proceso de selección de empresas socialmente responsables realizado por el índice ético tiene un impacto negativo en la rentabilidad obtenida. Se comprueba que no es el caso, siendo la correlación entre ambos índices muy

elevada. Esta alta correlación se explica por el hecho de que los activos que componen ambos índices son prácticamente los mismos. Esta situación plantea la cuestión de cuál es la finalidad de un índice ético que replica a un índice convencional también en la selección de empresas integrantes.

Palabras clave: Inversión ética, índices bursátiles, responsabilidad social corporativa, diversificación

Abstract:

This paper compares the return obtained by two of the most important stock indices in Spain: the conventional index IBEX 35 and the ethical index FTSE4Good Ibex. The aim of the study is to check whether the screening process to select only socially responsible companies has a negative impact on the return by the ethical index. The results show that this is not the case, as the correlation between both indices is very high. This high correlation is due to the fact that both indices are composed by almost the same companies. This outcome releases the question of what could be the purpose of an ethical index which is so similar to the conventional one, even regarding companies' selection.

Keywords: Ethical investment, stock index, corporate social responsibility, diversification

JEL: M1, N2, O16

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, 2017). Actualmente existen productos financieros que replican los índices, denominados exchange traded 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 dividendos obtenida 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. 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, 2015). 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, 2015). 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 (Tamosiuniene y Slapikaite, 2012; Slapikaite y Tamosiuniene, 2013, Lean et al., 2015, Rodríguez-Fernández, 2016). 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). Por otro lado, 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.

En este estudio nos proponemos analizar cuál es la situación en el caso de los índices bursátiles españoles. 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.

El resto del artículo se estructura de la siguiente forma. La segunda sección describe los dos índices bursátiles objeto de estudio. La tercera sección compara la evolución de las rentabilidades de ambos índices y analiza los resultados obtenidos. La sección cuarta presenta las principales conclusiones.

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. Por lo tanto, tampoco el tamaño de la empresa es el factor determinante, si bien es fácil que las acciones de las empresas de mayor tamaño sean las que más se negocian, ni la evolución del precio de las acciones, si bien se exige cierto nivel de capitalización. 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, los componentes de los índices IBEX 35 y FTSE4Good IBEX eran los que se muestran en la tabla 1.

Tabla 1. Componentes del IBEX 35 y del FTSE4Good IBEX

IBEX 35	FTSE4Good IBEX
Abertis	
Acciona	
Acerinox	
ACS	
Aena	
Amadeus	
ArcelorMittal	ArcelorMittal
Banco Sabadell	Banco Sabadell
Bankia	
Bankinter	Bankinter
BBVA	BBVA
Caixabank	Caixabank
Cellnex Telecom	
Colonial	
DIA	
Enagas	Enagas
Endesa	
Ferrovial	Ferrovial
Gas Natural	Gas Natural
Grifols	
IAG	

Iberdrola	Iberdrola
Inditex	Inditex
Indra	
Mapfre	Mapfre
Mediaset	Mediaset
Melia Hotels	Melia Hotels
Merlin Properties	
Red Electrica	Red Electrica
Repsol	Repsol
Santander	Santander
Siemens Gamesa	Siemens Gamesa
Técnicas Reunidas	
Telefónica	Telefónica
Viscofan	
	BME
	ENCE
	Ercros
	FCC
	Fluidra
	OHL
	PRISA
	Prosegur

La tabla 1 muestra claramente cómo son muchas las empresas que pertenecen simultáneamente a ambos índices. Además, casi todas las empresas que pertenecen al FTSE4Good IBEX y no al IBEX 35 han pertenecido a éste 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.

3. COMPARACIÓN DE LA RENTABILIDAD OBTENIDA POR LOS ÍNDICES BURSÁTILES ESPAÑOLES IBEX-35 Y FTSE4GOOD IBEX

Un simple análisis visual de la figura 1, que muestra la evolución de la rentabilidad de los índices IBEX 35 y FTSE4Good IBEX entre 10/04/2008 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 1: Evolución de la rentabilidad de los índices IBEX 35 y FTSE4Good IBEX en el periodo 10/04/2008 a 29/03/2018



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 FTSE4Good IBEX es 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.

4. CONCLUSIONES

En este trabajo 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. 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, por 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.

Finalmente, sería interesante ampliar este estudio a otros índices y otros mercados.

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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.

Espinós-Vañó, MD. (2016). Análisis de la inversión socialmente responsable en España: Ética y transparencia. *Finance, Markets and Valuation* 2 (2), 73-89.

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.

Eguiguren Balerdi, J., Guijarro, M. (2017). Tendencias de mercado, efecto momentum e hipótesis de mercado eficiente. *Finance, Markets and Valuation* 3 (2), 57-69.

García, F., Guijarro, F., Oliver, J. (2017). Index tracking optimization with cardinality constraint: a performance comparison of genetic algorithms and tabu search heuristics. *Neural Computing and Applications*. In press.

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., 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. (2011). Crisis bursátil: ¿Es preferible una estrategia de gestión activa o pasiva? *Innovar*, 39, 123-132.

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.

Cervelló-Royo, R., Guijarro, M., Michniuk, K. (2015). Stock market trading rule based on pattern recognition and technical analysis: Forecasting the DJIA index with intraday data. *Expert Systems with Applications* 42 (14), 5963.

- 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.
- Kutay, N., Tektüfekçi, F. (2016). A new era for sustainable development: A comparison for sustainability indices. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies* 2 (2), 70-95.
- Tamosiuniene, R., Slapikaite, I. (2012). The effect of socially responsible investing on mutual fund performance. 7th International Scientific Conference “Business and Management 2012”, Vilnius, Lithuania.
- Hellsten, S., Mallin, C. (2006). Are “ethical” or “socially responsible” investments socially responsible?? *Journal of Business Ethics* 66, 393-406.
- Trinks, P.J., Scholtens, B. (2015). The opportunity cost of negative screening in socially responsible investing. *Journal of Business Ethics*.
- Renneboog, L., Horst J.T., Zhang, C. (2011). Is ethical money financially smart? Nonfinancial attributes and money flows of socially responsible investment funds. *Journal of Financial Intermediation* 20, 562-588.
- Riera, M., Iborra, M. (2016). ¿Se puede tener responsabilidad social corporativa y ser irresponsable? Algunas evidencias. I Workshop d’Economia Valenciana, Valencia, España.
- Slapikaite, I., Tamosiuniene, R. (2013). Socially responsible mutual funds. A profitable way of investing. *Scientific Annals of the Alexandru Ioan Cuza University of Iasi Economic Sciences* 60 (1), 1-13.
- Lean, H.H., Ang, W.R., 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.
- Rodríguez-Fernández, M. (2016). Social responsibility and financial performance: The role of good corporate governance. *Business research Quarterly* 19, 137-151.
- Bertrand, P., Lapointe, V. (2015). How performance of risk-based strategies is modified by socially responsible investment universe? *International review of Financial Analysis* 38, 175-190.