

Ana José Bellostas Pérez-Grueso*
Francisco José López Arceiz*

SITUACIÓN ACTUAL DE LOS FONDOS ÉTICOS Y SOLIDARIOS

Una perspectiva comparada

Desde principios del siglo XXI, en el mercado financiero, el perfil del inversor *retail* ha evolucionado hacia la demanda de productos financieros asociados a rentabilidades socialmente responsables. En respuesta, surgen y se desarrollan los fondos de inversión éticos y solidarios como instrumento de intermediación financiera entre este tipo de inversores, empresas socialmente responsables y programas de acción social. El objetivo de este trabajo es proporcionar una panorámica actual, general y descriptiva de los fondos éticos y solidarios desde una perspectiva europea y nacional. Los resultados obtenidos revelan la existencia de un mercado en expansión que, sin embargo, presenta ciertas particularidades en el caso español. De esta forma, aunque aspectos relacionados con el diálogo de las empresas presentan similitudes con otros mercados europeos, no es posible afirmar lo mismo en relación con los filtros de selección aplicados por el fondo, así como respecto de la política de inversiones en beneficio de la comunidad.

Palabras clave: responsabilidad social corporativa, criterio de selección, activismo empresarial, inversión en la comunidad.

Clasificación JEL: G23, M14.

1. Introducción

En los últimos años el perfil del inversor medio ha sido objeto de evolución desde una visión vinculada a criterios exclusivamente financieros hacia una visión marcada por la introducción de criterios no financieros (Albareda, 2001; Ferruz y Marco, 2006; Renneboog, Horst y Zhang, 2008). Fruto de esta evolución aparece el término Inversión Socialmente Responsable (ISR) y dentro de ella los fondos de inversión éticos y solida-

rios como una forma de adaptación a las nuevas demandas del inversor.

El objetivo de este trabajo es presentar una visión descriptiva de esta categoría de fondos. Para ello, se toma como punto de partida el régimen mercantil y fiscal de los fondos de inversión en general para, a continuación, estudiar los fondos éticos y solidarios a nivel europeo y nacional. Los resultados obtenidos en este estudio a nivel nacional ponen de manifiesto la existencia de un mercado en expansión, donde los fondos éticos se orientan hacia una doble línea de trabajo. Por una parte, fomentan la inversión en empresas socialmente responsables, y por otra ▷

* Departamento de Contabilidad y Finanzas. Universidad de Zaragoza.
Versión de mayo de 2014.

favorecen el desarrollo de proyectos sociales a través de la inversión en la comunidad. Frente a la visión tradicional en la que el fondo ético adoptaba una política pasiva en relación con sus inversiones, los resultados obtenidos muestran cómo, en España, los fondos tienden a orientarse, en forma progresiva, hacia la participación directa en la financiación de entidades sociales, siendo esta constatación la principal aportación de este trabajo.

La estructura del artículo se basa en seis apartados: el primer apartado es de carácter introductorio. En un segundo y tercer apartados se realiza una revisión de la normativa mercantil y fiscal relacionada con los fondos de inversión, respectivamente. Los epígrafes cuarto y quinto se centran en la categoría de los fondos de inversión éticos tanto desde un punto de vista normativo como analítico. Finalmente, se aporta un apartado de conclusiones discutiendo las implicaciones de este trabajo.

2. Fondos de inversión. Definición y aproximación normativa

La actual normativa¹ considera los fondos de inversión como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, con el concurso de un depositario. Su objeto es la captación de fondos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes o derechos, estableciéndose el rendimiento del inversor en función de los resultados colectivos. Esta definición contempla la existencia de tres agentes que deben intervenir en la comercialización y custodia de un fondo de inversión: a) partícipe, o inversor que realiza una aportación al patrimonio común del fondo, b) sociedad gestora, con forma de sociedad anónima

cuyo objeto es la administración y gestión del fondo, y c) depositario, que es la entidad a la que se encomienda la custodia de los activos objeto de inversión, así como la vigilancia de la gestora.

Tanto la sociedad gestora como la sociedad depositaria mantienen un fuerte compromiso con la difusión de información al partícipe del fondo. Las últimas reformas legales han profundizado en estos aspectos. En el momento actual es posible encontrar seis instrumentos de información a los partícipes: a) boletín de suscripción y reembolso, b) folleto/reglamento del fondo, c) informe trimestral, d) memoria anual, e) extracto de operaciones y el estado de la cuenta, y f) extracto fiscal. En ellos se hace especial hincapié en los gastos y comisiones soportados por el partícipe. Con carácter general es posible distinguir tres modalidades de comisión dentro de un fondo de inversión:

- Comisión de gestión y depósito. Cuyo fin es remunerar la actividad de gestión y custodia desarrolladas por la sociedad gestora y el depositario, respectivamente.

- Comisión de suscripción. Su objetivo es actuar como barrera de entrada al fondo, limitando el acceso de los inversores.

- Comisión de reembolso. Constituye una barrera de salida, evitando que los fondos de inversión se utilicen como un instrumento de inversión a corto plazo.

Estas comisiones pueden fijarse como un porcentaje sobre el patrimonio o rendimiento del fondo, o bien sobre una combinación de ambas variables. En cualquier caso, dentro de los documentos mencionados se deberán recoger la forma de cálculo y el límite máximo de las comisiones, las comisiones efectivamente cobradas y la entidad beneficiaria de su cobro.

3. Régimen fiscal de los fondos de inversión

Los fondos de inversión son sujeto pasivo del Impuesto de Sociedades, tributando las rentas anuales obtenidas al tipo reducido del 1 por 100. ▷

¹ Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

A pesar de no estar en régimen de atribución de rentas, este régimen fiscal traslada *de facto* la carga impositiva a los partícipes del fondo de inversión. Actualmente, la participación en un fondo de inversión por parte de una persona física² será hecho imponible de dos impuestos: Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) e Impuesto de Patrimonio (IP)³. En relación al IRPF, los inversores no tributan hasta el reembolso de su participación. El hecho imponible de este impuesto es la obtención de renta por el contribuyente. En el caso de los fondos de inversión, el contribuyente únicamente obtendrá rentas en el momento de transmisión o venta de participaciones, reconociéndose entonces una ganancia o pérdida patrimonial. El cálculo de esta plusvalía/minusvalía tendrá lugar conforme a la siguiente expresión:

$$\text{Ganancia/pérdida patrimonial } I = \text{Precio Venta} - \text{Precio de Adquisición}$$

Las comisiones y gastos en los que haya incurrido el partícipe deberán ser tenidos en cuenta, bien considerándolas un incremento en el precio de adquisición, bien deduciéndolas del precio de venta. En caso de transmisión parcial, se aplicará el criterio de valoración FIFO (*First In, First Out*) a las participaciones adquiridas. Una vez obtenida la ganancia patrimonial se tributará a los correspondientes tipos de gravamen: 21 por 100 (0-6.000 euros de base liquidable del ahorro), 25 por 100 (6.000-18.000 euros) y 27 por 100 (18.000 euros en adelante). En caso de minusvalía, ésta se puede compensar con plusvalías obtenidas durante el mismo ejercicio, o en caso de no tener plusvalías podrán compensarse en los cuatro ejercicios siguientes.

² La ganancia/pérdida patrimonial obtenida por una persona jurídica formará parte de la base imponible del Impuesto de Sociedades y su reconocimiento tendrá lugar en función del tratamiento contable otorgado al activo financiero (Art. 58 Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo).

³ Tratándose de no residentes se tendrá en cuenta el régimen fiscal del Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo.

El régimen fiscal planteado hasta este momento se aplica a toda ganancia o pérdida patrimonial con independencia de su origen. Los fondos de inversión no perciben, por tanto, un tratamiento especial desde esta perspectiva. Sin embargo, cuando se efectúa un traspaso entre fondos se aplica el régimen específico del Art. 94 de la LIRPF que supone un tratamiento fiscal ventajoso para el partícipe. De esta forma, cuando el importe obtenido como consecuencia del reembolso o transmisión de participaciones se destine a la adquisición o suscripción de otras acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva, no procederá computar la ganancia o pérdida patrimonial, y las nuevas acciones o participaciones suscritas conservarán el valor y la fecha de adquisición de las acciones o participaciones transmitidas o reembolsadas.

Por tanto, se establece un régimen de diferimiento fiscal, en el que las ganancias o pérdidas patrimoniales obtenidas tributarán en la venta final tomando la fecha y valor de adquisición de las participaciones originales. Este diferimiento fiscal no resulta de aplicación a la transmisión o adquisición de participaciones en fondos de inversión cotizados (ETF'S) dado el carácter especulativo de los mismos (Ferruz y Vargas, 2008).

Además del IRPF es necesario tener en cuenta la imposición por IP. El IP es un tributo que grava el patrimonio neto de las personas físicas. Las participaciones en fondos de inversión son un activo que incrementará el patrimonio neto a declarar por el partícipe. La valoración de las participaciones en el fondo se computará por el valor liquidativo en la fecha del devengo del impuesto. En este caso, la normativa que regula el impuesto de patrimonio no establece ningún régimen fiscal específico para los traspasos entre fondos.

4. Los fondos éticos y solidarios

Una vez analizado el régimen mercantil y fiscal de los fondos de inversión, este trabajo se ▷

centra en una categoría específica de fondo, los fondos de inversión éticos y solidarios. La CNMV ha implantado el criterio de vocación inversora como fórmula para clasificar los fondos de inversión (Circular 3/2011, Circular 1/2009). Este tratamiento ha sido criticado por algunos autores porque resulta complejo para el inversor medio, al mezclar tipo de activos financieros, orígenes y perfil de riesgo (Ferruz y Vargas, 2008). Además no proporciona información directa sobre la estrategia empresarial de las entidades participadas, y en consecuencia no es capaz de identificar algunos fondos tales como los fondos éticos y solidarios.

Estos fondos constituyen un producto especializado que ofrece a sus partícipes una cartera de activos que, además de producir resultados financieros equivalentes a los del mercado, ofrece a sus accionistas la seguridad de que sus ahorros se destinan a empresas socialmente responsables (Camino, 1993; Moneva y Royo, 2003). Los fondos éticos definen un ideario ético y seleccionan sus carteras atendiendo a criterios de responsabilidad social; mientras que los fondos solidarios se caracterizan por destinar parte de las comisiones de gestión cargadas por el fondo a alguna organización social (Ferruz, Marco y Ortiz, 2007). En la práctica, muchos fondos tienen naturaleza dual, ético-solidaria (De Lara y Roig, 2003).

La gestión de estos productos financieros exige tomar decisiones en torno a tres cuestiones: a) determinación de los criterios de selección, b) política de relaciones con las empresas cuyas acciones figuran en el fondo, y c) generación de beneficios a la comunidad (Argandoña y Sarsa, 2000; López y Ferruz, 2013).

En relación a la determinación de los criterios de selección, la Circular de INVERCO de 15 de noviembre de 1999 establece dos tipos de criterios: criterios negativos (excluyen inversiones en empresas que realizan actividades contrarias a las convicciones del inversor) y criterios valorativos (apoyan las inversiones en empresas que contribuyan positivamente al desarrollo de los valores del inversor).

Una vez seleccionada la empresa objeto de inversión de acuerdo con los criterios fijados en el ideario ético del fondo es necesario tener en cuenta la relación entre ambas entidades (Jensen, 1993; De la Cuesta, 2005). Esta relación supone que los gestores del fondo ejercen los derechos políticos inherentes a los títulos-valor en las compañías objeto de inversión. De esta forma, el activismo accionarial es la vía para desarrollar el ideario ético del fondo en la política de las compañías participadas y orientarlas hacia la RSC y el desarrollo sostenible (Ferruz, Marco y Acero, 2010).

Por último, otro aspecto que distingue a un fondo ético-solidario es la generación de beneficios a favor de la comunidad en la que opera, bien por su inversión en empresas socialmente responsables o bien por el destino de parte de sus comisiones a entidades sociales (Social Investment Forum, 2014).

Por tanto, estos fondos trabajan en una doble dirección. A través de los filtros éticos y la política de relaciones con las empresas en cartera, los fondos éticos y solidarios fomentan el desarrollo de empresas socialmente responsables; y mediante la inversión en beneficio de la comunidad consiguen favorecer la financiación de entidades y colectivos que podrían tener dificultades de acceso a recursos financieros.

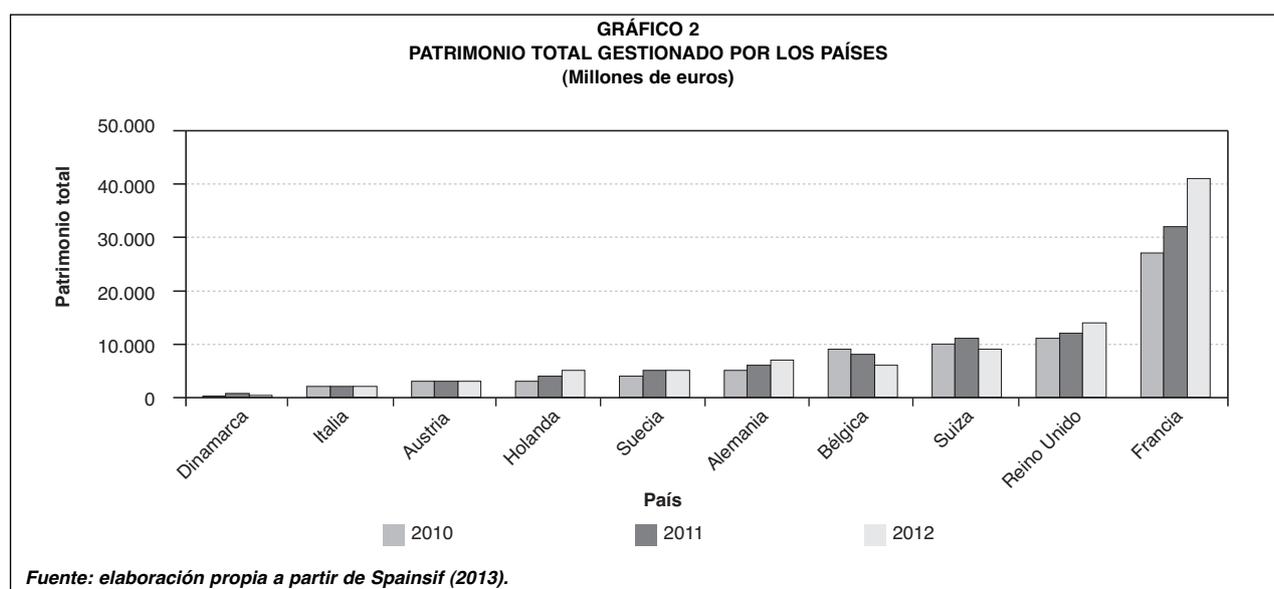
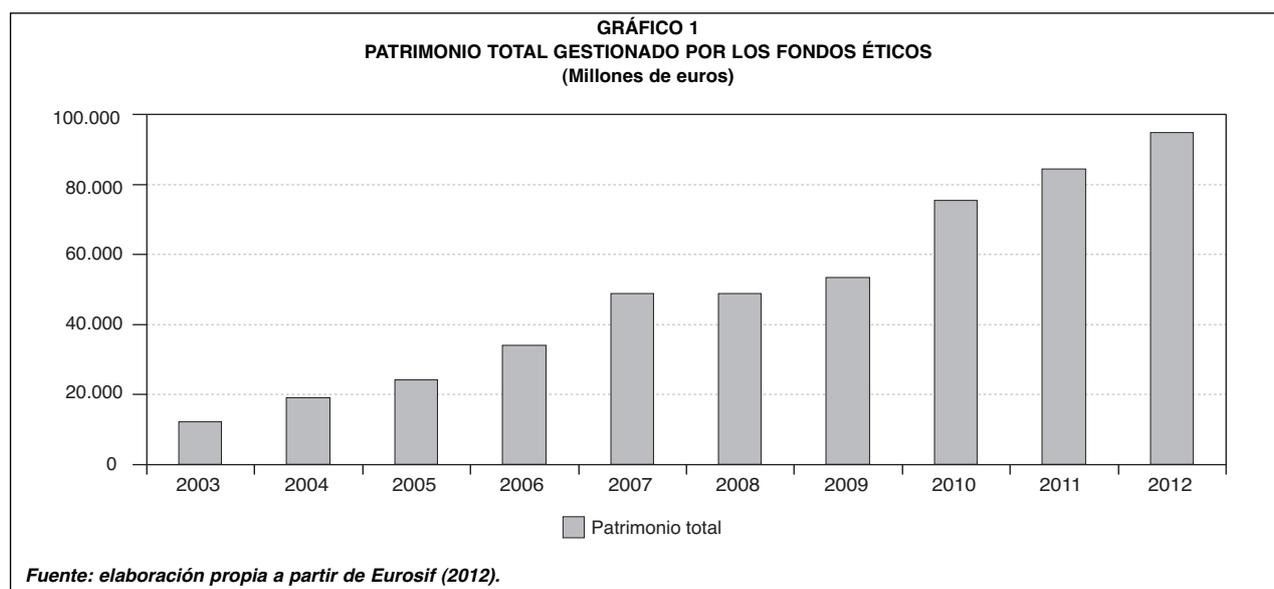
5. Situación actual de los fondos éticos y solidarios

5.1. Contexto europeo

En los últimos años ha ido creciendo a nivel europeo la inversión en productos vinculados a la ISR, como son los fondos de inversión éticos (Gráfico 1). Actualmente en el mercado europeo de fondos de inversión se comercializan 1.196 fondos éticos que suponen un total de 94.770 millones de euros de patrimonio total (Eurosif, 2012).

El Gráfico 1 manifiesta una evolución favorable de estos fondos de inversión en términos de ▷

SITUACIÓN ACTUAL DE LOS FONDOS ÉTICOS Y SOLIDARIOS ESPAÑOLES



patrimonio total gestionado. Resulta especialmente llamativo el crecimiento experimentado por estos fondos en período de crisis (Bono y Pezzolato, 2012), con incrementos superiores al 10 por 100 (41,27 por 100 en el período 2009-2010, del 12,09 por 100 en 2010-2011 y del 12,34 por 100 en 2011-2012). Ahora bien, aunque se observa un crecimiento continuado, es necesario apuntar que esta evolución no es homogénea entre los distintos países (Gráfico 2).

Como puede apreciarse, los mercados francés y británico alcanzan las cuotas más elevadas de

patrimonio gestionado en los últimos años. En este sentido, Spainsif (2013) define al mercado francés como el mayor mercado de fondos de inversión de Europa, donde existe una fuerte demanda de ISR institucional y pública, combinada con una sensibilidad de los gestores y un fuerte apoyo sindical y público. Asimismo, en este informe se explica la expansión del mercado británico más como una consecuencia de cambio de regulación que como un incremento en su cuota de mercado.

En relación a la combinación rentabilidad-riesgo, Gómez-Bezares, Vargas y Muñoz (2013) cons- ▷

TABLA 1
DISTRIBUCIÓN DE FILTROS POR PATRIMONIO GESTIONADO

Subcriterio	Criterio	Porcentaje
<i>Best-in-class</i>	Positivo	2,92
Integración	Positivo	32,99
Temático.....	Positivo	0,50
Exclusión normas.....	Negativo	24,16
Exclusión valores.....	Negativo	39,43

Fuente: Eurosif (2012).

tatan una situación muy similar tanto entre los distintos países como en relación con otros fondos, lo que confirma para el mercado europeo la afirmación de Renenboog *et al.* (2008) sobre la equivalencia en términos de rentabilidad y riesgo entre los fondos de inversión éticos y los fondos de inversión convencionales.

Para diseñar su cartera, los fondos ético-solidarios europeos, al igual que los españoles, utilizan tanto criterios valorativos como criterios de exclusión. Sin embargo, dentro de estas dos categorías Eurosif (2012) identifica subcriterios de selección. Dentro de los criterios valorativos se plantean tres posibles estrategias: a) *best-in-class* (establece un primer filtro basado en la política de RSC implantada por la empresa y un segundo filtro seleccionando aquellas empresas más rentables dentro de esta clase), b) integración (aúna factores basados en le RSC junto con los factores financieros en la selección de la cartera) y c) temáticos (selecciona activos que potencian el desarrollo humano y la sostenibilidad). Paralelamente, dentro de los criterios negativos existe una subdivisión atendiendo al origen de la exclusión: exclusión basada en las normas (se evita la inversión en empresas que incumplen con normas o estándares de conducta elaborados por diversos organismos), y exclusión basada en los valores (evita la inversión en determinadas empresas como consecuencia de la actividad desarrollada).

La Tabla 1 muestra el uso de los distintos filtros cuando se atiende al volumen de patrimonio gestionado.

La mayor parte de los fondos éticos utilizan criterios negativos de selección, bien basados en

normas (24,16 por 100), bien basados en los valores (39,43 por 100). En relación a los criterios valorativos la mayor parte de las entidades optan por integrar los criterios de RSC junto con el análisis financiero tradicional (32,99 por 100). Por el contrario, las estrategias temáticas (0,5 por 100) y *best-in-class* (2,92 por 100) ocupan un papel residual en el sistema de filtros.

Una vez seleccionada la entidad participada, el fondo ético tendrá la posibilidad de participar en su gestión en función del instrumento elegido. El diálogo con las empresas y el activismo accionarial se realiza fundamentalmente a través de la renta variable. El informe Eurosif (2012) estima una inversión en renta variable de un 33 por 100, lo que supone un aumento significativo en relación a periodos anteriores. Este dato revela una tendencia en los fondos éticos europeos a centrar su atención en cuestiones de gobierno corporativo a través del ejercicio del derecho de voto.

Para alcanzar la categoría de fondo solidario, finalmente es necesario analizar el porcentaje de beneficios que el fondo destina a favorecer proyectos sociales. A nivel europeo, esta modalidad de actuación se conoce como inversión de impacto. La Tabla 2 muestra la escala de estrategias en relación con la inversión en proyectos sociales. Las cuatro primeras columnas caracterizan fondos de inversión destinados al ahorro remunerado. El llamado «tradicional» responde al fondo de inversión convencional, y los fondos nombrados como «responsable», «sostenible» y «temático» constituyen tres versiones alternativas de fondo ético.

El titulado como fondo «solidario» es un modelo híbrido de ahorro para los partícipes y financiación para las entidades beneficiarias. En cuanto a los fondos «filantrópicos», a pesar de que responden a la forma jurídica de fondo de in- ▷

SITUACIÓN ACTUAL DE LOS FONDOS ÉTICOS Y SOLIDARIOS ESPAÑOLES

TABLA 2
ESTRATEGIAS DESARROLLADAS POR LOS FONDOS DE INVERSIÓN

	Tradicional	Responsable	Sostenible	Temático	Solidario	Filantrópico
Objetivo	Maximización de la rentabilidad financiera	Restricción por criterios excluyentes	Utilización de criterios valorativos	Cluster por áreas de actividad	Financiación proyecto social	Creación de un proyecto social
Ejemplo	Fondo de Inversión Activos mercado monetario	Fondos exclusión industria armamentística	Fondos de inversión ASG	Fondos ecológicos	Fondos de inversión solidarios	Fondos Fundaciones

Fuente: elaboración propia a partir de Bridges Venture (2012).

TABLA 3
FONDOS DOMICILIADOS Y COMERCIALIZADOS EN ESPAÑA.

Fondo	Gestora	Depositaria	Creación	Inv. mín (euros)
FONENGIN ISR, FI	CAJA INGENIEROS GESTION, SGIIC, SA	CAIXA DE CREDIT DELS ENGINYERS- CAJA DE CREDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP.	24/09/1992	500
BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI	BBVA ASSET MANAGEMENT, SA, SGIIC	BANCO DEPOSITARIO BBVA, SA	29/09/1997	600
MICROBANK FONDO ETICO, FI	INVERCAIXA GESTION, S.A., SGIIC	CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS	09/04/1999	600
SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA, FI	SANTANDER ASSET MANAGEMENT, SA, SGIIC	SANTANDER INVESTMENT, SA	03/06/1999	58,611
BANKIA PRO UNICEF, FI	BANKIA FONDOS, SGIIC, SA	BANKIA, SA	16/06/1999	100
BBVA SOLIDARIDAD, FI	BBVA ASSET MANAGEMENT, SA, SGIIC	BANCO DEPOSITARIO BBVA, SA	21/07/1999	807,93
SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI	SANTANDER ASSET MANAGEMENT, SA, SGIIC	SANTANDER INVESTMENT, SA	06/06/2003	115,17
BANKINTER SOSTENIBILIDAD, FI	BANKINTER GESTION DE ACTIVOS, SA, SGIIC	BANKINTER, SA	06/11/2003	60
SABADELL BS INVERSION ETICA Y SOLIDARIA, F.I.	BANSABADELL INVERSION, SA. SGIIC, Sociedad Unipersonal	BANCO DE SABADELL, SA	09/12/2003	100.000
BBK SOLIDARIA, FI	BBK GESTION, SA, SGIIC	KUTXABANK, SA	15/06/2005	300
COMPROMISO FONDO ETICO, FI	BNP PARIBAS GESTION DE INVERSIONES, SGIIC, SA.	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, SUCURSAL EN ESPAÑA	08/02/2006	0
BMN ETICO Y SOLIDARIO, FI	BMN GESTION DE ACTIVOS, SGIIC, SA	ACA, SA. SOCIEDAD DE VALORES	28/11/2008	30
ESAF GLOBAL SOLIDARIO, FI	ESPIRITO SANTO GESTION, SA, SGIIC	BANCO ESPIRITO SANTO, SA, SUCURSAL EN ESPAÑA	04/09/2009	10
MICROBANK FONDO ETICO GARANTIZADO, FI	INVERCAIXA GESTION, SA, SGIIC	CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS	17/02/2012	600
SEGURO FONDO ETICO CARTERA FLEXIBLE, FI	INVERSEGUROS GESTION, SA, SGIIC	INVERSEGUROS, SOCIEDAD DE VALORES, SA	15/06/2012	0

Fuente: elaboración propia.

versión, son en realidad productos que no están orientados al inversor *retail* (Bridges Ventures, 2012). Por lo tanto, en la práctica financiera estos últimos no son comparables con el resto de categorías de fondos analizados.

5.2. Contexto nacional

Actualmente existen 15 fondos de inversión éticos comercializados y domiciliados en el mercado

español. Para su análisis se han utilizado datos de corte transversal contenidos en los informes públicos semestrales depositados en la CNMV durante el año 2012. La Tabla 3 recoge el nombre del fondo, las entidades gestoras, las depositarias, la fecha de creación y la inversión mínima. En relación a las entidades gestoras destaca que el 27 por 100 de los fondos es gestionado por sociedades dependientes de Banco de Santander y BBVA (Santander Investment, SA y Banco Depositario BBVA, SA). Si además se tienen en cuenta los fondos ▷

TABLA 4
PATRIMONIO TOTAL Y FRECUENCIAS RELATIVAS CORREGIDO POR RENTABILIDAD

Fondo	Patrimonio 2012 (euros)	fi*100	Patrimonio 2011 euros	fi*100	Patrimonio 2010 (euros)	fi*100
FONENGIN ISR, FI	19.845.204,6	17,1%	9.150.022,0	7,7%	10.235.051,5	8,6%
BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI	24.750.143,6	21,3%	25.166.299,2	21,3%	13.805.000,0	11,6%
MICROBANK FONDO ÉTICO, FI	4.427.457,6	3,8%	3.590.000,0	3,0%	5.868.000,0	4,9%
SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA, FI	9.462.822,6	8,2%	9.963.612,3	8,4%	13.024.000,0	10,9%
BANKIA PRO UNICEF, FI	1.703.788,0	1,5%	2.181.000,0	1,8%	2.427.000,0	2,0%
BBVA SOLIDARIDAD, FI	14.028.125,2	12,1%	14.820.095,4	12,5%	16.973.815,3	14,2%
SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI	17.351.920,4	15,0%	25.489.736,1	21,5%	30.127.564,7	25,2%
BANKINTER SOSTENIBILIDAD, FI	2.518.415,2	2,2%	2.618.624,7	2,2%	3.203.525,0	2,7%
SABADELL BS INVERSION ÉTICA Y SOLIDARIA, FI	5.200.904,0	4,5%	4.851.711,5	4,1%	8.085.204,5	6,8%
BBK SOLIDARIA, FI	5.431.478,8	4,7%	6.080.049,0	5,1%	5.258.794,8	4,4%
COMPROMISO FONDO ÉTICO, FI	7.127.777,3	6,1%	7.315.008,0	6,2%	7.132.132,8	6,0%
BMN ÉTICO Y SOLIDARIO, FI	300.862,5	0,3%	3.552.927,0	3,0%	639.071,0	0,5%
ESAF GLOBAL SOLIDARIO, FI	3.845.296,0	3,3%	3.585.281,0	3,0%	2.571.000,0	2,2%
MICROBANK FONDO ÉTICO GARANTIZADO, FI	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
SEGUFRONDO ÉTICO CARTERA FLEXIBLE, FI	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
TOTAL	115.994.195,8	100,0%	118.364.366,2	100,0%	119.350.159,6	100,0%

Fuente: elaboración propia.

que dependen de la Confederación Española de Cajas de Ahorro, el porcentaje anterior se eleva a un 40 por 100, lo que muestra un elevado grado de concentración en el sector de las Instituciones de Inversión Colectiva éticas. La Tabla 3 también muestra las distintas fechas de creación de los fondos de inversión, apreciándose como el 60 por 100 de los fondos nacen en la década de los 2000, por lo que nos encontramos ante un producto financiero relativamente novedoso.

La última columna refiere la inversión mínima en el fondo de inversión. Las entidades cuya inversión mínima se expresa con decimales son entidades que no exigen más capital mínimo que el valor liquidativo de la participación. En cambio, aquellas que no los presentan han fijado en el folleto informativo un importe mínimo, destacando uno de los fondos que exige un capital mínimo de 100.000 euros (Sabadell BS inversión ética y solidaria, FI, dependiente del Banco de Sabadell, SA). En cualquier caso, las cuantías indican que

se trata de un mercado accesible a una pluralidad de ahorradores, sin que la capacidad de renta sea una barrera persuasiva para la participación de los inversores de renta media y baja.

La Tabla 4 refleja una evolución del patrimonio total (en euros) manejado por estos fondos en los tres últimos años, incorporando la corrección por rentabilidad (Andreu, Ortiz y Alfonso, 2008).

De los datos presentados en la Tabla 4 se observa que sólo cuatro fondos existentes recibieron entradas de dinero nuevo entre 2010-2012 (Fonengin ISR, FI; ESAF Global Solidario FI; BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible FI y BBK Solidaria FI), dos fondos fueron creados a lo largo de este periodo trianual (Microbank Fondo Ético Garantizado FI y Segurfondo Ético Cartera Flexible FI), mientras que los restantes perderían flujos de dinero. En relación a la evolución del valor liquidativo de las participaciones del fondo, su volatilidad y la rentabilidad media, la Tabla 5 muestra los resultados para los ejercicios 2011 y 2012. En términos ▷

SITUACIÓN ACTUAL DE LOS FONDOS ÉTICOS Y SOLIDARIOS ESPAÑOLES

TABLA 5
VALOR LIQUIDATIVO, VOLATILIDAD DEL VALOR LIQUIDATIVO Y RENTABILIDAD

Fondo	Valor liquidativo (euros)		Volatilidad (euros)		Rentabilidad (porcentaje)	
	2012	2011	2012	2011	2012	2011
FONENGIN ISR, FI	10,6189	10,3442	2,75	3,27	2,66	1,78
BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI	10,1902	9,3075	13,53	19,9	9,48	-5,04
MICROBANK FONDO ÉTICO, FI	6,2546	6,0691	6,82	14,27	3,06	-9,64
SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA, FI	58,6105	58,3905	16,37	22,47	0,38	-8,33
BANKIA PRO UNICEF, FI	6,6101	6,5835	8,08	7,38	0,4	-1,35
BBVA SOLIDARIDAD, FI	807,939	797,362	6,79	7,78	1,33	-2,87
SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI	115,1715	115,9927	3,74	4,63	-0,71	-0,31
BANKINTER SOSTENIBILIDAD, FI	69,5677	68,8696	0,98	1,24	1,06	2,33
SABADELL BS INVERSIÓN ÉTICA Y SOLIDARIA, FI	1.142,16	1.146,34	5,36	6,77	1,6	-0,15
BBK SOLIDARIA, FI	6,5031	6,5183	4,58	5,44	-0,23	0,83
COMPROMISO FONDO ÉTICO, FI	5,098	5,0333	2,39	3,65	1,29	-0,8
BMN ÉTICO Y SOLIDARIO, FI	9,2528	10,4263	15,56	6,74	-11,25	-3,19
ESAF GLOBAL SOLIDARIO, FI	9,3192	9,5775	5,52	8,63	-2,7	-6,9
MICROBANK FONDO ÉTICO GARANTIZADO, FI	5,7527	Nd	13,53	Nd	-4,08	Nd
SEGURO FONDO ÉTICO CARTERA FLEXIBLE, FI	9,9932	Nd	Nd	Nd	Nd	Nd
MEDIA	151,54	173,14	7,57	8,63	0,16	-2,48

Nd: no disponible.

Fuente: elaboración propia.

TABLA 6
CRITERIOS DE SELECCIÓN DE INVERSIONES APLICADOS POR EL FONDO

Fondo	Criterio	Criterio valorativo	Criterio excluyente
FONENGIN ISR, FI	Desarrollo humano, armamento, tabaco	Sí	Sí
BBVA BOLSA DESARROLLO SOSTENIBLE, FI	Responsabilidad Social Corporativa	Sí	No
MICROBANK FONDO ÉTICO, FI	Desarrollo humano	Sí	Sí
SANTANDER SOLIDARIO DIVIDENDO EUROPA, FI	Armamento, inserción, m. ambiente	Sí	Si
BANKIA PRO UNICEF, FI	Armamento, alcohol y tabaco	No	Sí
BBVA SOLIDARIDAD, FI	Proyecto social	Sí	No
SANTANDER RESPONSABILIDAD CONSERVADOR, FI	Doctrina Social Iglesia Católica	No	Sí
BANKINTER SOSTENIBILIDAD, FI	Responsabilidad Social Corporativa	Sí	No
SABADELL BS INVERSIÓN ÉTICA Y SOLIDARIA, FI	Armamento, m. ambiente, tabaco	No	Sí
BBK SOLIDARIA, FI	Desarrollo humano	No	Sí
COMPROMISO FONDO ÉTICO, FI	Doctrina Social Iglesia Católica	Sí	Sí
BMN ÉTICO Y SOLIDARIO, FI	Responsabilidad Social Corporativa	Sí	No
ESAF GLOBAL SOLIDARIO, FI	Doctrina Social Iglesia Católica	No	Sí
MICROBANK FONDO ÉTICO GARANTIZADO, FI	Desarrollo humano	Sí	No
SEGURO FONDO ÉTICO CARTERA FLEXIBLE, FI	Responsabilidad Social Corporativa	Sí	No

Fuente: elaboración propia.

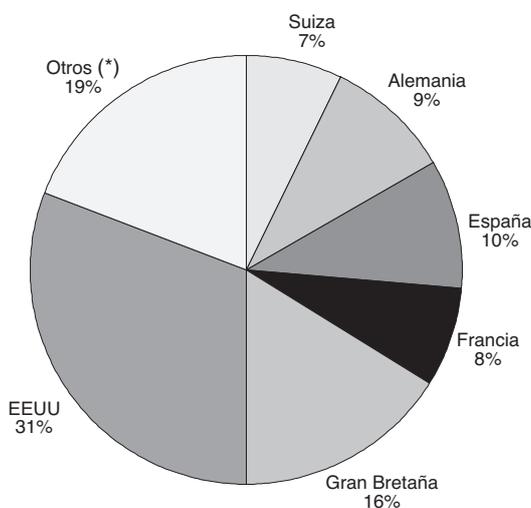
medios, existe una evolución favorable en rentabilidad en los ejercicios analizados (rentabilidad media 2011: -2,48 por 100, rentabilidad media 2012: 0,16 por 100). Además, se aprecia una reducción en los niveles de riesgo (calculado como volatilidad del valor liquidativo) de un 8,63 a un 7,57.

No obstante, estas magnitudes deben ser tomadas con cierta cautela dado el efecto distorsionador ocasionado por los dos fondos creados

en el ejercicio 2012 y la presencia de valores atípicos (rentabilidad 2012 BBVA Bolsa Desarrollo Sostenible FI: 9,48 por 100 frente rentabilidad 2012 BMN Ético y Solidario FI: -11,25 por 100; volatilidad 2012 Santander Solidario Dividendo Europa FI: 16,37 euros frente Bankinter Sostenibilidad FI: 0,38 euros).

En relación a los filtros establecidos por el fondo, la Tabla 6 muestra los criterios de selección ▷

GRÁFICO 3
REPARTO GEOGRÁFICO RENTA VARIABLE



(*) Dentro de «otros» se encuentran los siguientes países: Japón (3,16%), Italia (2,83%), Australia (2,6%), Holanda (2,19%), Canadá (1,77%), Dinamarca (1,08%), Noruega (1,04%), Suecia (0,77%), Finlandia (0,21%), Portugal (0,18%), Bélgica (0,08%) y Jersey (0,05%).

Fuente: elaboración propia.

utilizados por los fondos de inversión éticos españoles. Los fondos éticos aplican tanto criterios valorativos como excluyentes. En términos generales, los fondos que utilizan como filtro las políticas de responsabilidad social de las empresas en cartera y su contribución al desarrollo humano lo hacen a través de criterios valorativos (48 por 100 en términos de patrimonio gestionado), mientras que los fondos vinculados a la doctrina social de la Iglesia Católica (22 por 100) tienden a utilizar criterios excluyentes. No obstante, también es posible apreciar la existencia de algunas entidades (29 por 100) que combinan ambos criterios de manera conjunta.

Una vez analizados los criterios de selección de inversiones, es necesario estudiar la relación fondo-empresas participadas a través del porcentaje de renta variable en la cartera del fondo. En el año 2012, la mayor parte del patrimonio de los fondos de inversión éticos españoles estaban invertidos en renta fija (57 por 100), aunque el porcentaje en renta variable (43 por 100) no era desdeñable. Este análisis se concentra en el estudio de la renta variable dado que es allí dónde la participación de los fondos en los procesos de toma de decisión de las empresas que compo-

nen su cartera tiene sentido. El Gráfico 3 muestra el reparto geográfico de la renta variable.

Los fondos éticos españoles invierten fundamentalmente en cuatro países: Estados Unidos (31,76 por 100), Gran Bretaña (16,57 por 100), España (9,91 por 100) y Alemania (9,79%)⁴. Estados Unidos y Gran Bretaña forman parte de los sistemas Commonwealth, mientras que Alemania y España se integran en el sistema romano-continental. La participación de los fondos éticos en estas economías supone la aplicación de diferentes normativas a la hora de elaborar y gestionar la información financiera, así como en el ejercicio de los derechos políticos en las distintas sociedades. En el periodo analizado, los fondos éticos españoles habían invertido en 174 entidades. Las empresas que componen su cartera son de origen diverso. Se aprecian desde compañías dedicadas a banca y seguros hasta compañías textiles, pasando por la industria farmacéutica. Estas entidades presentan información sobre el alcance de sus objetivos económicos e información sobre su modelo de responsabilidad social corporativa, si bien el grado de profundidad existente no es el mismo en cada caso. De hecho, la totalidad de las empresas analizadas ▷

proporcionan el mismo nivel de información sobre su situación económico-financiera, mientras que la información sobre responsabilidad social corporativa es más diversa en desarrollo y calidad entre las empresas, dependiendo del país de procedencia.

Finalmente, es posible apreciar un componente de solidaridad entre los fondos españoles. Actualmente, estos fondos financian las actividades de 951 entidades. Estas entidades beneficiarias presentan un alto grado de heterogeneidad. Un 42 por 100 adopta la forma jurídica de fundación, un 39,43 por 100 de asociación y un 13,14 por 100 poseen forma jurídica de sociedad limitada. Las formas jurídicas de sociedad anónima (0,29 por 100), corporación pública (1,71 por 100) y sociedad cooperativa (3,43 por 100) son minoritarias. En relación a su campo de actividad se observa una fuerte concentración entorno a dos grandes sectores: salud (72 por 100) y promoción del desarrollo (25,43 por 100). El porcentaje restante se reparte entre servicios sociales (1,14 por 100), actividades religiosas (0,57 por 100), acción sindical (0,29 por 100), promoción de la educación (0,29 por 100) y actividades culturales (0,29 por 100). Como otros aspectos a destacar, los resultados de nuestro estudio muestran que las entidades beneficiarias de financiación solidaria presentan un tamaño promedio de 11.200.000 euros, dando empleo a 124,92 personas y obteniendo un nivel de ingresos de 7.024.216 euros y un beneficio medio de 990.145,1 euros. Su estructura de financiación muestra una composición dual. Por una parte, las entidades beneficiarias mantienen un patrimonio neto positivo (6.958.723 euros), y por otra recurren al endeudamiento como forma complementaria de financiar sus actividades (pasivo corriente de 4.358.401 euros frente a 1.306.575 de pasivo no corriente). Su principal fuente de recursos financieros es, en su mayoría subvenciones de explotación cuyo origen se encuentra en las Administraciones Públicas (Administración General del Estado: 2.947.571 euros y Administración autonómica: 793.520,90 euros),

aunque la financiación proporcionada por los fondos ético-solidarios (179,078.50 euros) es un elemento a tener en cuenta en el desarrollo de estas entidades.

En consecuencia, los fondos éticos españoles filtran sus inversiones con arreglo tanto a criterios valorativos como excluyentes, procurando invertir en empresas socialmente responsables que implantan políticas de responsabilidad social corporativa y favorecen un mayor desarrollo humano. Esta forma de actuar es común a los países de nuestro entorno. Sin embargo, los fondos españoles, además, se caracterizan por revertir parte de sus beneficios en la financiación de entidades no lucrativas lo que los distingue de sus homólogos europeos. De esta forma, las entidades españolas desarrollan una doble vertiente social, que se pone de manifiesto tanto en la selección de cartera como en la financiación de proyectos sociales.

6. Conclusiones

Un fondo de inversión es un patrimonio separado sin personalidad jurídica, perteneciente a una pluralidad de inversores cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora con el concurso de un depositario. La participación de personas físicas en un fondo de inversión constituye hecho imponible de dos impuestos: Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) como ganancia o pérdida patrimonial e Impuesto de Patrimonio (IP).

En los últimos años, los fondos de inversión éticos y solidarios han tenido un fuerte nivel de crecimiento. Estos fondos se definen como un producto especializado que ofrece a sus participantes una cartera de activos que, además de producir resultados financieros equivalentes a los del mercado, ofrece a sus accionistas la seguridad de que sus ahorros se destinan a empresas socialmente responsables. Su inversión tiene lugar en una doble dirección: a través de los filtros ▷

éticos y la política de relaciones con las empresas en cartera, los fondos éticos y solidarios fomentan el desarrollo de empresas socialmente responsables; y mediante la inversión en beneficio de la comunidad favorecen la financiación de entidades y colectivos que podrían tener dificultades de acceso a recursos financieros.

A nivel europeo se observan 1.196 fondos éticos con un volumen total de patrimonio gestionado cercano a los 95.000 millones de euros. La participación de España en estas cifras es muy reducida y se localiza en torno a 15 fondos de inversión éticos con un patrimonio gestionado de 132 millones de euros. Estas cifras sitúan a España al nivel de otros países mediterráneos como Italia, pero muy lejos de países europeos como Francia o Reino Unido. A nivel europeo, la gestión de estos fondos se basa fundamentalmente en criterios excluyentes en la selección de sus inversiones, siendo el diálogo con las empresas participadas un tópico de creciente interés pero pendiente de un mayor desarrollo. Sin embargo, en España se observa un comportamiento diferente pues los fondos españoles utilizan en una proporción elevada (48 por 100) filtros valorativos teniendo en cuenta las políticas de responsabilidad social de las empresas en cartera y su contribución al desarrollo humano. Por último, mientras la inversión en beneficio de la comunidad ocupa un papel muy residual a nivel europeo, en España el componente solidario es un elemento esencial. Estos fondos consiguen financiar 951 entidades sociales, siendo un soporte y un complemento a la financiación suministradas por las Administraciones Públicas. En consecuencia, frente a sus homólogos europeos, los fondos éticos y solidarios españoles responden a una idiosincrasia propia en la que tiende a favorecerse la inversión en empresas socialmente responsables y la financiación de proyectos sociales. Este análisis descriptivo deja abiertas algunas cuestiones que deben ser objeto de investigación en trabajos futuros. Así, habría que preguntarse por qué los fondos españoles utili-

zan criterios valorativos frente a los criterios excluyentes utilizados por otros fondos europeos. Asimismo, habría que valorar el papel de la información en la selección de empresas socialmente responsables por parte del fondo. También sería interesante contemplar qué aspectos llevan a un fondo a financiar determinados proyectos sociales en detrimento de otros. En cualquier caso, la inversión socialmente responsable, y dentro de ella los fondos éticos y solidarios, se configura como un valor en alza en nuestro panorama económico.

Agradecimientos

Los autores quieren agradecer la colaboración prestada por el Ministerio de Economía a través del proyecto de investigación «Methodology for measurement, valuation and analysis of performance in social responsibility of organizations» (ECO2011-26171) y del programa de formación de personal investigador de la Diputación General de Aragón (B102/13) en el marco del grupo de investigación de estudios sociales y económicos del Tercer Sector (GESES).

Bibliografía

- [1] ALBAREDA, L (2001): «Fondos de inversión éticos y fondos de inversión solidarios». *Revista de fomento social*, nº 222, pp. 267-286.
- [2] ANDREU, L.; ORTIZ, C. y ALFONSO, L. (2008): Furtherlook at investors' abilities: «Smart Money» or «Smart Investors»? *XVI Foro de Finanzas*, November.
- [3] ARGANDOÑA, A. y SARSA, D. (2000): «Los Fondos Éticos y la promoción de la ética inversora». *Papeles de Ética, Economía y Dirección*, nº 5, pp.1-18.
- [4] GÓMEZ-BEZARES, F.; MUÑOZ, F.; VARGAS, M. (2013): «The cost or benefit of socially responsible investment». *Harvard Deusto Business Research*, vol. 2, nº 2, pp. 102-129. ▷

- [5] BONO, S. y PEZZOLATO, F. (2012): «Green, social and ethical funds in Europe». *Vigeo Review*, pp.1-34.
- [6] BRIDGES VENTURES (2012): Ten Year Report. A decade of investing for impact and sustainable growth. Briges Ventures: Reino Unido.
- [7] CAMINO, D. (1993): «Los fondos de inversión éticos». *Revista española de financiación y contabilidad*, vol. 23 , nº 75, pp. 397-417.
- [8] CIRCULAR INVERCO (1999): sobre utilización por las IIC de las denominaciones «ético», «ecológico» o cualquier otro que incida en aspectos de responsabilidad social.
- [9] DE LA CUESTA GONZÁLEZ, M. (2005): «Las inversiones socialmente responsables como palanca de cambio económico y social». *Revista trimestral latinoamericana y caribeña de desarrollo sostenible*, vol. 3, nº 11.
- [10] EUROSIF (2012): European SRI Study, Eurosif AISBL. Bélgica.
- [11] FERRUZ, L. y VARGAS, M.S. (2008): Fondos de Inversión Españoles: Crecimiento y análisis de eficiencia. Colección Estudios & Investigación. BME. Madrid.
- [12] FERRUZ, L. y MARCO, I. (2006): «Algunas reflexiones sobre la inversión socialmente responsable». *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, nº 2901, pp. 35-44.
- [13] FERRUZ, L.; MARCO, I. y ORTIZ, C. (2007): «Ética en la gestión y fondos de inversión éticos y solidarios». *Revista de gestión pública y privada*, nº 12, pp. 111-124.
- [14] FERRUZ, L.; MARCO, I. y ACERO, I. (2010): Gobierno Corporativo y Responsabilidad Social. Todo lo que necesitas saber. Editorial Quiasmo. Madrid.
- [15] GÓMEZ-BEZARES, F.; MUÑOZ, F. y VARGAS, M. (2013): «The cost or benefit of socially responsible investment». *Harvard Deusto Business Research*, vol. 2, nº 2, pp. 102-129.
- [16] JENSEN, M.C. (1993): «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems». *Journal of Finance*, nº 48, pp. 831-880.
- [17] LARA BUENO, M.I. y ROIG GÓMEZ, A. (2003): «Panorama actual de los Fondos de Inversión Éticos y Solidarios en España». *Análisis Financiero*, nº 92, pp. 32-43.
- [18] LEY 19/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre el Patrimonio.
- [19] LEY 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- [20] LEY 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.
- [21] LÓPEZ, F.J. y FERRUZ, L. (2013): «La inversión socialmente responsable». Una aplicación a los fondos de pensiones. *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, nº 15, pp. 13-34
- [22] MONEVA ABADÍA, J.M. y ROYO ABENIA, J.M. (2003): «La inversión socialmente responsable especial referencia a los Fondos de Inversión Éticos», *Revista interdisciplinaria de gestión ambiental*, nº 33, pp. 25-36.
- [23] REAL DECRETO 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003. de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.
- [24] REAL DECRETO LEGISLATIVO 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades.
- [25] REAL DECRETO LEGISLATIVO 5/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes.
- [26] RENNEBOOG, L.; HORST, J.T. y ZHANG, C. (2008): «Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behaviour». *Journal of Finance & Banking*, nº 32, pp. 1723-1742.
- [27] SOCIAL INVESTMENT FORUM (2014): Community Investing. <http://ussif.org/> [Consulta a 18 de Abril de 2014].
- [28] SPAINSIF (2012): La Inversión Socialmente Responsable en España. Madrid.
- [29] SPAINSIF (2013): Normativa comparada europea/Regulación en la ISR retail. Madrid.

