



La inversión socialmente responsable y la responsabilidad social empresarial en los mercados financieros: una aplicación a las instituciones gestoras en España

María Rosario Balaguer Franch

La inversión socialmente responsable y la responsabilidad social empresarial en los mercados financieros: una aplicación a las instituciones gestoras en España

MARÍA ROSARIO BALAGUER FRANCH

María Rosario Balaguer Franch es profesora colaboradora del departamento de finanzas y contabilidad de la Universitat Jaume I - Castellón

Nota: Esta monografía es parte de la tesis doctoral *La inversión socialmente responsable: tres ensayos* de María Rosario Balaguer, profesora del Departamento de Finanzas y Contabilidad de la Universitat Jaume I. Esta tesis ha sido galardonada con la categoría de finalista en el III Premio MSD-Forética 2007 a la Investigación en el Campo de la Ética Empresarial.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyen al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red INTERNET en la dirección www.cnmv.es

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISBN: 978-84-87870-72-9

Depósito Legal: M-44504-2007

Imprime: Técnicas Gráficas Forma, S.A.

Resumen ejecutivo

La Inversión Socialmente Responsable (ISR) tiene su origen en la década de 1960 en EEUU y hace referencia a diferentes prácticas de inversión que consideran no sólo los aspectos financieros, sino también los criterios sociales y medioambientales. Tanto en España como en el ámbito internacional, la ISR se está articulando principalmente a través de instrumentos de inversión colectiva (fondos de inversión y de pensiones). En este contexto, las entidades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) desempeñan un papel de intermediación fundamental en el mercado de capitales, que permite y potencia la transmisión de las demandas sociales planteadas por los inversores, quienes, en su toma de decisiones, valoran las compañías emisoras de títulos, teniendo en cuenta aspectos éticos, sociales y medioambientales, además de los puramente financieros. Tomando como referencia este escenario, en este artículo analizamos la actitud de los gestores de patrimonios de IIC en el mercado financiero español frente a los diferentes aspectos que se recogen bajo el paraguas de la ISR y la Responsabilidad Social de la Empresa (RSE), utilizando como base metodológica la regresión logística, con el objetivo de analizar cómo valoran las instituciones gestoras españolas, la aplicación de políticas de RSE en los procesos de gestión y toma de decisiones, y como perciben la evolución y desarrollo de la ISR en nuestro país.

Índice

1. Introducción	13
2. Aplicación de la inversión socialmente responsable en las instituciones de inversión colectiva	15
2.1. Estructura de un fondo de inversión socialmente responsable	15
3. La inversión socialmente responsable en los mercados financieros internacionales	19
3.1. Evolución y desarrollo de la inversión socialmente responsable en el mercado financiero español	20
4. La rentabilidad de los fondos de inversión socialmente responsables: revisión de la literatura	23
5. El papel de las instituciones gestoras en el desarrollo de la inversión socialmente responsable: revisión de la literatura	25
6. Aspectos metodológicos de la investigación	27
6.1. Objetivos de la investigación	27
6.2. Selección de la muestra y base de datos	27
7. Análisis descriptivo de los datos	31
7.1. Nivel de implantación de la inversión socialmente responsable y la responsabilidad social empresarial en las instituciones gestoras en España	31
7.2. Rentabilidad y riesgo de la inversión socialmente responsable	34
7.3. Evolución y desarrollo de la inversión socialmente responsable	38
7.4. La rentabilidad de la responsabilidad social empresarial	39
8. Análisis empírico de los datos	43
8.1. Descripción de la metodología del modelo de regresión logística	43
8.2. Planteamiento y contraste de hipótesis	46
8.3. Análisis de relaciones y modelo de regresión logística simple de la gestión y comercialización de fondos de inversión socialmente responsables	50
8.4. Análisis de relaciones y modelo de regresión logística simple de la implementación de una política de responsabilidad social empresarial	53
8.5. Análisis de relaciones y modelo de regresión logística múltiple de la gestión y comercialización de fondos de inversión socialmente responsables	56
9. Conclusiones	59
10. Bibliografía	61

Anexos

Anexo I. Estimación y validación de la regresión logística simple de la gestión y comercialización de fondos ISR	67
Anexo II. Estimación y validación de la regresión logística simple de la implementación de una política de RSE por escrito	71
Anexo III. Estimación y validación de la regresión logística múltiple de la gestión y comercialización de fondos ISR	73

Índice de cuadros

Tabla 1	Ficha técnica de la muestra	29
Tabla 2	¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? <i>versus</i> ¿Dispone la entidad de una política de RSE?	31
Tabla 3	¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? <i>versus</i> ¿Cree que los inversores consideran las ISR menos rentables que las inversiones tradicionales?	35
Tabla 4	¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? <i>versus</i> ¿Cree que los inversores consideran las ISR más arriesgadas que las inversiones tradicionales?	36
Tabla 5	¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? <i>versus</i> Cuando dos inversiones tienen el mismo riesgo, ¿recomendaría una ISR antes que una inversión tradicional?	36
Tabla 6	¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? <i>versus</i> Cuando una ISR ofrece resultados más débiles a corto plazo, pero idénticos a largo plazo ¿recomendaría una ISR antes que una inversión tradicional?	37
Tabla 7	¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? <i>versus</i> ¿Cómo se ha desarrollado el interés por la ISR en los dos últimos años?	38
Tabla 8	¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? <i>versus</i> En un futuro la ISR permanecerá como un nicho/segmento de mercado, abasteciendo a una minoría de inversores, a través de fondos pequeños	39
Tabla 9	¿Dispone la entidad de una política de RSE? <i>versus</i> La RSE afecta positivamente a la rentabilidad final de la empresa	40
Tabla 10	¿Dispone la entidad de una política de RSE? <i>versus</i> La implantación de una política de RSE permite ofrecer un compromiso de transparencia y veracidad de la información ofrecida por la empresa	40
Tabla 11	¿Dispone la entidad de una política de RSE? <i>versus</i> ¿cómo considera la aplicabilidad y la incorporación de políticas de RSE por parte de la compañía?	41
Tabla 12	¿Dispone la entidad de una política de RSE? <i>versus</i> ¿Se informa a los inversores sobre la posibilidad de invertir en fondos ISR?	41
Tabla 13	Hipótesis para el análisis de la gestión y comercialización de fondos ISR	47
Tabla 14	Hipótesis para el análisis de la implementación de una política de RSE por escrito	48
Tabla 15	Tabla Resumen. Contraste de hipótesis de la gestión y comercialización de fondos ISR y la implementación de una política de RSE	49
Tabla 16	Variables de la regresión logística simple de la gestión y comercialización de fondos ISR	50
Tabla 17	Interpretación de los resultados del modelo de regresión logística simple de la gestión y comercialización de fondos ISR	51
Tabla 18	Variables de la regresión logística simple de la implementación de una política de RSE por escrito	54
Tabla 19	Interpretación de los resultados del modelo de regresión logística simple de la implementación de una política de RSE por escrito	55
Tabla 20	Variables del modelo de regresión logística múltiple de la gestión y comercialización de fondos ISR	57
Tabla 21	Interpretación de los resultados del modelo de regresión logística múltiple de la gestión y comercialización de fondos ISR	57

Índice de figuras

Figura 1	Esquema de los elementos que componen un fondo ISR	16
Figura 2	Activos gestionados por los fondos ISR en diferentes países europeos (2003-2005)	20
Figura 3	¿Por qué la entidad gestiona o comercializa fondos ISR?	32
Figura 4	La entidad no gestiona o comercializa fondos ISR porque sólo ofrece fondos según su rentabilidad	33
Figura 5	La entidad no gestiona o comercializa fondos ISR porque condisera que son menos rentables que otros productos	33
Figura 6	¿Cuáles considera que son las principales razones que han impulsado la adopción de una política de RSE en la entidad?	34

1. Introducción

La Inversión Socialmente Responsable (ISR) es un concepto muy amplio que tiene su origen a finales de los sesenta en Estados Unidos y hace referencia a diferentes prácticas de inversión que consideran no sólo los aspectos financieros, sino también los criterios sociales y medioambientales.

En las primeras etapas de desarrollo de la ISR, durante las décadas de los años setenta y ochenta, estas inversiones se concebían a partir de criterios negativos de preselección. Esto significaba que se incluían sobre todo criterios de exclusión, basados muchas veces en valores morales (por ejemplo, la exclusión de la industria del alcohol, de la pornografía o del juego) para seleccionar la cartera de inversión. Puede afirmarse que así nacieron la mayoría de los primeros fondos de inversión socialmente responsables (fondos ISR) como el *Stewardship Fund* en el Reino Unido o el *Pax World Fund* en Estados Unidos.

Sin embargo, la evolución de la ISR condujo a la idea de considerar no sólo excluir determinadas actividades, sino también de incluir empresas “modélicas”, (aquellas que adoptan una serie de buenas prácticas, tanto en su gestión financiera como en temas medioambientales y/o sociales). En la actualidad, la ISR ha adquirido una dimensión global más allá de los valores morales, que recoge la sostenibilidad, la gestión del riesgo y la responsabilidad social empresarial (RSE) como principales elementos. Para los inversores socialmente responsables, no se trata sólo de invertir en los mercados financieros a través de fondos de inversión o fondos de pensiones, sino que se trata de invertir teniendo en cuenta la dimensión social, ética o medioambiental de los valores en los cuales invierten. Ello quiere decir, que para elaborar el catálogo o universo de valores invertibles se tiene en cuenta el comportamiento de las empresas en el ámbito extrafinanciero: su política de RSE. Por tanto, si la RSE se concibe como un estadio óptimo en la búsqueda de la excelencia empresarial, una adecuada gestión financiera exigirá tener en cuenta el comportamiento de la empresa con la sociedad y el medioambiente.

Tanto en España como en el ámbito internacional, la ISR se está articulando principalmente a través de instrumentos de inversión colectiva, fondos de inversión y de pensiones. En este contexto, las entidades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) desempeñan un papel de intermediación fundamental en el mercado de capitales, que permite y potencia la transmisión de las demandas sociales planteadas por los inversores, quienes, en su toma de decisiones, valoran las compañías emisoras de títulos teniendo en cuenta aspectos éticos, sociales y medioambientales, además de los puramente financieros. En este sentido, una de las tendencias más actuales que se observan en los mercados financieros es que los analistas convencio-

nales y los gestores de fondos tienen en cuenta cada vez más, los análisis de sostenibilidad y las preferencias socialmente responsables de los inversores.

Además, hoy en día, existe una mayor presión social hacia un comportamiento más responsable de las empresas motivado en buena parte por los escándalos protagonizados por grandes corporaciones vinculados a falta de transparencia y ética. La ISR pretende pues, participar en la restauración de la confianza del sistema y de transparencia de los mercados, y proporcionar al gestor una herramienta de control de riesgos que le permita seleccionar mejor sus inversiones.

Tomando como referencia este escenario, el presente estudio tiene por objeto analizar la ISR y la RSE en el mercado financiero español desde la perspectiva de las instituciones gestoras. El que centremos la atención en este “grupo de interés” responde a la consideración de las instituciones gestoras de fondos de inversión en el ámbito financiero como centro neurálgico de los diferentes actores del sistema económico-financiero; un sistema que cada vez más incorpora en la valoración de gestión y riesgos económicos, criterios éticos, sociales y medioambientales. Además, como mantienen diferentes autores (Cox et al., 2004; Sethi, 2005; Moshe, 2006), el desarrollo a nivel internacional del mercado institucional pone en manos de los gestores de dichos productos muchas de las decisiones de inversión. Por tanto, estos agentes constituyen un grupo de interés muy importante a la hora de determinar qué aspectos de la RSE van a influir, y en qué medida van a hacerlo, en sus decisiones de inversión y, en consecuencia, en el valor bursátil de las empresas.

Este objetivo se pretende cubrir desde una doble perspectiva. En primer lugar, mediante un análisis descriptivo, a través del estudio del grado de compromiso e implantación de la RSE y la ISR en las entidades gestoras en el mercado financiero español. En un segundo apartado, y desde una perspectiva empírica (a partir de un modelo de regresión logística) se pretende identificar aquellos aspectos que pueden influir o determinar que una entidad decida gestionar o comercializar fondos ISR, y aquellas variables que pueden determinar que una entidad decida implementar una política explícita de RSE.

Con el fin de dar respuesta a este objetivo, el trabajo se estructura como sigue. En el segundo capítulo se analizan las IIC que incorporan criterios de RSE en su política de inversión, los llamados *Fondos de Inversión Socialmente Responsables*, donde se recogen las principales características de éstas instituciones de inversión. En el tercero se evalúa la evolución y desarrollo de la ISR en los mercados financieros internacionales, con especial detalle al mercado financiero español. En los capítulos cuarto y quinto se analiza la rentabilidad de estos fondos y el papel que desempeñan las instituciones gestoras en el desarrollo de la ISR, respectivamente. Posteriormente, los capítulos seis, siete y ocho se centran en el análisis metodológico. Finalmente, en el capítulo nueve se exponen las conclusiones de la investigación.

2. Aplicación de la inversión socialmente responsable en las instituciones de inversión colectiva

El *United Kingdom Social Investment Forum* (UKSIF) define las ISR como “aquellas inversiones que permiten a los inversores combinar los objetivos financieros con sus valores sociales, vinculados a ámbitos de justicia social, desarrollo económico, paz y medio ambiente”.¹ Se trata pues, de actuar en el marco financiero con criterios de RSE. Este principio de RSE puede ser aplicado a diferentes instrumentos de inversión colectiva, entre los cuales destacan los fondos de inversión y los fondos de pensiones.

Para poder aplicar estos principios a la realidad financiera en las IIC, se establece una metodología en cuanto a la preselección de las carteras de inversión, que no se limita exclusivamente a los criterios y técnicas económico-financieros, sino que incluye una preselección de la cartera de inversiones desde unos parámetros éticos y socialmente responsables; ello permite la inclusión o exclusión de títulos del mercado en dichas carteras. Por tanto, el elemento diferenciador y fundamental de los fondos ISR radica en la selección de la cartera de inversión conforme a criterios no sólo de rentabilidad económica, sino también social y medioambiental.

2.1. Estructura de un fondo de inversión socialmente responsable

Los elementos que configuran un fondo ISR son los mismos que estructuran un fondo de inversión normal, pero se les añaden los mecanismos que permiten realizar la preselección del catálogo de valores invertibles a partir de criterios de RSE, definidos en la política de ISR de cada fondo.

Por tanto, la base de cualquier fondo ISR es su *política de inversión ética o con responsabilidad social (ideario ético)*, que recoge los criterios éticos, sociales y medioambientales que definen el fondo ISR. Tras esta política se elabora el *catálogo o universo de valores invertibles*² que incluye el universo de empresas que pueden formar

1. <<http://www.uksif.org>>

2. La metodología para la selección de empresas se establece a partir de los filtros de selección o ethical screening y se articula en criterios negativos, que excluyen determinadas inversiones y criterios positivos, cuya finalidad es seleccionar aquellas con mejor comportamiento en términos de RSE. Dentro del grupo de criterios negativos destacan aquellos que se corresponden con lo generalmente rechazable por la sociedad (armamento, drogas, pornografía infantil, ...) u otros más controvertidos que responden a requerimientos de un grupo social importante (energía nuclear, tabaco, experimentación con animales,...). Las empresas que superan el primer filtro de criterios excluyentes son nuevamente examinadas

narse cuál es el impacto social y medioambiental de las compañías en las que el inversor coloca su dinero, y parte de la base de que las empresas deben jugar un papel en la sociedad que va más allá de obtener beneficios: deben contribuir al desarrollo sostenible.

3. La inversión socialmente responsable en los mercados financieros internacionales

En todo el mundo, en los mercados financieros, sobretudo en los mecanismos de inversión colectiva, se constata en las últimas décadas una progresiva evolución de los inversores hacia actitudes inversoras más responsables. El crecimiento y la consolidación de nuevos valores sociales de RSE han puesto en la agenda financiera internacional la necesidad de tener en cuenta las consecuencias sociales y medioambientales de los modelos de crecimiento económico de las empresas.

En este contexto, la ISR juega un papel fundamental para el desarrollo de la RSE; desde distintos ámbitos académicos e inversores se destaca la ISR como un elemento potenciador de la RSE en el marco económico y empresarial (*European Multistakeholder Forum on CSR*, 2004; Lozano et al., 2005; Yankelovich, Inc., 2006). De hecho, la ISR se puede definir como *la expresión más extendida del apoyo de los mercados financieros a las buenas prácticas en materia de RSE* (AECA, 2004). Esta aproximación a la potencialidad de la ISR como motor de la RSE es la que ve en el comportamiento socialmente responsable de la empresa un valor añadido que revierte en beneficios a largo plazo y en una mayor capitalización bursátil.

Podemos afirmar que, hoy en día, los mercados de capitales ya han entendido la trascendencia que tiene la RSE en la gestión empresarial y en la gestión de riesgos. Con todo, existen grandes diferencias en cuanto al desarrollo de la ISR en el mundo.

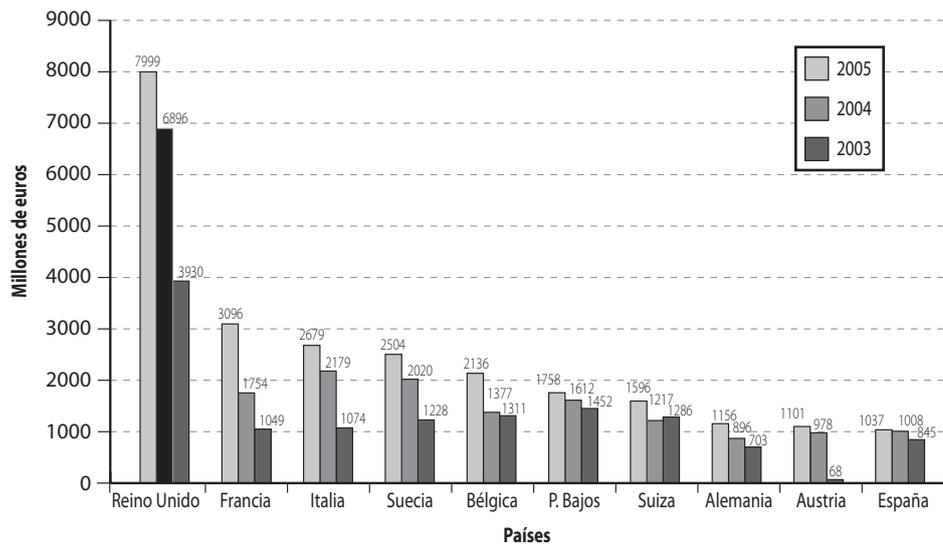
Así, Estados Unidos es el país donde el mercado de la ISR cuenta con más instrumentos y donde, por tanto, está más desarrollado. Según datos del *Social Investment Forum-SIF* (2006) a finales del 2005, casi uno de cada diez dólares invertidos por las instituciones de inversión de fondos en Estados Unidos cuentan con algún criterio de preselección de la cartera relacionado con la ISR. Además, durante el período 1995-2005 este producto ha sido el que ha experimentado un mayor incremento en cuanto al volumen de capital invertido: de 12.000 millones de dólares en 1995 a 179.000 millones de dólares en 2005.

Por su parte, Europa, pese a que sigue en la distancia a Estados Unidos en cuanto a la cifra de activos, cuenta con un mercado de ISR cada vez más maduro. A finales de junio de 2005, había invertidos en Europa 24.127 millones de euros, mientras que un año antes, el capital total gestionado ascendía a 19.034 millones de euros (Avanzi Research/SiRi Company 2005). Por tanto, entre junio de 2004 y junio de 2005 se ha dado un incremento del 27%. El Reino Unido mantiene el liderazgo de la ISR en Europa, con un 19% de los fondos ISR y un 33,15% de los activos invertidos, que corresponde a 7.999 millones de euros. En conjunto, el Reino Unido, Francia, Italia, Suecia y Bélgica concentran el 63,7% de los fondos ISR (figura 2).

Sin embargo, frente a los datos que confirman el crecimiento y el desarrollo de los fondos ISR en distintos países europeos, destaca el estancamiento y el escaso desarrollo de la ISR en España. Según el informe de Avanzi-SRI Research/SiRi Company (2005), España es el país con menos capital invertido en fondos ISR, por lo que ocupa el último lugar en el ranking europeo (figura 2).

Activos gestionados por los fondos ISR en diferentes países europeos (2003-2005)

Figura 2



Fuente: Avanzi-SRI Research/SiRi Company (2005)

3.1. Evolución y desarrollo de la inversión socialmente responsable en el mercado financiero español

En España, el nacimiento de la ISR se produce a finales de los noventa y no respondió a una demanda clara de la sociedad en general, o de los inversores en particular, sino a la actuación de personas y grupos minoritarios que conocían el movimiento en Europa y consideraron que era importante generar iniciativas y acciones de este tipo en España. El primer fondo ISR domiciliado y gestionado en nuestro país, el *Iber Fondo 2020 Internacional*, FIM apareció en 1997, y estaba dirigido a aquellas instituciones que exigían que sus inversiones fuesen respetuosas con los principios de la moral católica.

También durante la década de los noventa, diferentes iniciativas de solidaridad y ética en la captación de ahorro y en la concesión de préstamos fueron surgiendo para cubrir las necesidades financieras de diversos colectivos³, pero no es hasta 1999, cuando junto a estas iniciativas más informales, las principales instituciones financieras de nuestro país comienzan a distribuir nuevos fondos de inversión calificados como “socialmente responsables, ecológicos o solidarios”. De hecho, en Noviembre

3. Iniciativas promovidas fundamentalmente por organizaciones sociales no financieras: FEDEEI (Federación de Entidades promotoras de Empresas de Inserción), Oiko Credit Cataluña y País Vasco o la Red de Útiles Financieros Alternativos (RUFAS).

de 1999, la comisión ética de INVERCO presenta la *“Circular sobre la utilización por las Instituciones de Inversión Colectiva de la denominación “ético”, “ecológico”, o cualquier otra que incida en aspectos de responsabilidad social”*, que define los criterios que deben de cumplir los fondos de inversión para poder incluir en su denominación estos términos.

Durante el año 2002 empiezan a verse con fuerza nuevas iniciativas empresariales dirigidas a gestionar y poner en marcha estrategias de RSE e ISR, tales como códigos de conducta, buen gobierno o sistemas de gestión ética. En ese mismo año, aparecen los primeros estándares o normas, como la elaborada por la Asociación Española de Normalización y Certificación (AENOR) sobre productos financieros éticos que permite en cierta manera verificar el cumplimiento de determinados requisitos.

No obstante, a pesar de éstas y otras iniciativas, y de que la ISR es una realidad consolidada en los mercados financieros europeos, la situación en España no se ha consolidado si se compara con otros países de Europa. En la actualidad, la ISR es un sector marginal en el mercado financiero español, en cuanto al volumen porcentual de capital en fondos gestionados con estos criterios, pues, a finales del año 2005, alcanzaba tan solo el 0,49% del patrimonio total invertido en los fondos de inversión mobiliarios en España⁴.

Son varios los factores que pueden explicar esta situación, desde la menor tradición de invertir en acciones hasta la falta de demanda por parte de los inversores institucionales (que ha sido crucial en otros países), pasando por la falta de impulso, apoyo y promoción por parte de la Administración Pública, y el débil impulso institucional que le han dado las instituciones de gestión de fondos y los grupos financieros que comercializan estos fondos en España.

En este sentido, uno de los problemas a los que se enfrenta la ISR en nuestro país es la falta de demanda concreta de estos fondos ISR. Así se constata, en primer lugar, en la escasa evolución del volumen de partícipes individuales y, en segundo lugar, en el pobre progreso del desarrollo de la ISR entre los inversores institucionales. Evidentemente, no es que el inversor español sea más irresponsable que el inglés o el francés, sino que desconoce que hay un sistema para exigir que sus inversiones tengan un componente social, medioambiental y ético. A este respecto, cabe señalar que un aspecto que no ha contribuido a que el concepto de ISR cale en España es que el partícipe ha entendido estos productos como un acto de donación o caridad, y no como mecanismos de inversión que potencian la RSE. En la actualidad existen carencias en la transmisión de la información sobre el comportamiento socialmente responsable de las empresas y los criterios bajo los que se conforman los fondos ISR. En última instancia, podemos afirmar que, hasta la fecha, los fondos ISR en España no han tenido la comercialización que cabía esperar y que tampoco se han desarrollado herramientas para dar a conocer y colocar los productos en el mercado.

También, las consideraciones existentes acerca de la rentabilidad y riesgo de estos fondos han obstaculizado su desarrollo. En España una gran parte de los inversores

4. El patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria en España a 31 de diciembre de 2005 ascendía a 207.449.533 euros. Datos obtenidos de la CNMV, Informes sobre instituciones de inversión colectiva, cuarto trimestre de 2005, cap. 2: “Fondos de inversión mobiliarios: número, partícipes y patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria por tipo de fondo” <<http://www.cnmv.es>>.

no son conscientes de que, a efectos de rentabilidad y riesgo, estos fondos no difieren del resto de los fondos de inversión: compran bonos o acciones con la lógica intención de que se revaloricen y así poder ofrecer una ganancia a sus partícipes. Su elemento diferenciador y fundamental radica en la selección de la cartera de inversión conforme a criterios, no solo de rentabilidad económica, sino también de carácter social y medioambiental. La rentabilidad económica es un motor de su gestión, pero no el único.

Finalmente, tampoco ha ayudado al desarrollo de este mercado la falta de regulación al respecto como sí ha ocurrido en otros países, dirigida a aumentar la transparencia en el mercado y a obligar a los gestores a informar a sus partícipes sobre si aplican o no algún criterio o filtro ético a la hora de seleccionar sus carteras de inversión.

En este contexto, el papel activo de las entidades gestoras es clave para catalizar el rol de los inversores y potenciar el desarrollo de la ISR para darle el dinamismo que necesita en nuestro país, de ahí que constituyan el objetivo de nuestro análisis.

4. La rentabilidad de los fondos de inversión socialmente responsables: revisión de la literatura

Un aspecto que ha suscitado gran interés en la investigación sobre los fondos ISR ha sido si la ISR ofrece rendimientos inferiores a los que se obtendrían con fondos de inversión alternativos, pertenecientes a la misma categoría (renta fija, renta variable o mixta, entre otras) es decir, si la ISR tiene un coste de oportunidad. Se podría pensar que, por el hecho de restringir el universo de inversión, las carteras seleccionadas con criterios ISR presentan una menor rentabilidad financiera. Numerosos estudios (Hamilton et al., 1993; Brooks, 1997; Gregory *et al.*, 1997; Reyes y Grieb, 1998; Guldreyer *et al.*, 1999; Statman, 2000; Bauer *et al.* 2005, 2007; Balaguer, 2006, Mill, 2006) han abordado esta cuestión y si bien es difícil concluir de ellos que siempre existe una correlación positiva entre RSE y rendimiento financiero, sin embargo sí se confirma que las carteras que asumen en su selección criterios sociales, medioambientales y éticos son al menos tan rentables como sus homólogas que no adoptan este tipo de selección. Los resultados obtenidos demuestran que, en general, las ISR obtienen una rentabilidad financiera similar al resto de inversiones, incluso algunos autores sugieren que las ISR pueden situarse por encima de la media del mercado (Luther *et al.*, 1992; Mallin *et al.*, 1995; Viederman y Camejo, 2000).

En efecto, por lo que respecta a la rentabilidad, trabajos como los de Luck y Pilotte (1993), D'Antonio *et al.* (1997), Sauer (1997), Dhrymes (1998), Ferrari (2000) y Mueller (1991), entre otros, analizan los fondos ISR comparando los rendimientos de índices socialmente responsables y de instrumentos de ISR con sus equivalentes no socialmente responsables, y constatan que no existen diferencias entre ambos grupos.

En esta línea de investigación destaca la metodología del *matched pair analysis*, que fue aplicada inicialmente por Mallin *et al.* (1995) y se basa en comparar rentabilidades de fondos ISR y fondos convencionales con características similares en cuanto al volumen de activos y fecha de constitución. Otros autores como Gregory *et al.* (1997) o Kreander *et al.* (2005) también han utilizado esta metodología de análisis y sus resultados confirman que no existen diferencias significativas entre los rendimientos de los fondos ISR y los fondos convencionales.

Por otra parte, los estudios comparativos (Sparkes, 1995; Kurtz y DiBartolomeo, 1996; Arms, 1999; Kroon, 2001; Camejo, 2002; Garz *et al.*, 2002) entre índices bursátiles socialmente responsables o de sostenibilidad (como el *FTSE4Good* o el *Dow Jones Sustainability*) y otros índices de referencia de mercado (como el S&P 500 o

Financial Times) parecen demostrar que aquellas empresas preocupadas por medir e informar de su contribución social y medioambiental obtienen mejores cotizaciones en los mercados que el resto. En esta línea, una investigación del *Social Investment Forum* (1999) pone de manifiesto que el índice ético *Domini 400 Social Index* consiguió en el período 1990-1998 una rentabilidad del 442% frente a un 365,6% del *S&P 500*.

Son varias las razones que pueden explicar cómo los fondos ISR, pese a “limitar” el universo de inversiones posibles incorporando consideraciones sociales a las puramente financieras, consiguen mejorar el rendimiento de aquellos fondos que únicamente se rigen por criterios financieros; entre dichas razones, Sánchez *et al.* (1999) destacan las siguientes:

- Los fondos ISR tienden a invertir en empresas de menor tamaño, que por tanto, se adaptan más fácilmente a las condiciones cambiantes del mercado (Luther *et al.*, 1992; Gregory *et al.*, 1997).
- Según se desprende de las investigaciones de Hamilton *et al.*, (1993), Guerard (1997), Goldreyer *et al.*, (1999), Hancock (1999) y Labuschagne, (2005), las empresas que actúan de acuerdo a determinados criterios socialmente responsables son empresas más eficientes, mejor gestionadas y lógicamente se desenvuelven mejor en el mercado⁵.
- Por otro lado, uno de los argumentos preferidos por aquellos detractores de las ISR consiste en argumentar que, al disminuir el universo de posibles inversiones al incluir consideraciones sociales, se está incrementando el riesgo de las inversiones (Hickman *et al.*, 1999). Este argumento, según Kurtz (1997), Reyes *et al.* (1998) y Goldreyer *et al.* (1999) queda contrarrestado, puesto que los gestores de fondos ISR, al necesitar más información que los gestores de fondos convencionales acerca de las empresas en la que invierten, basan sus decisiones en una información más profunda, más completa y de mayor calidad, reduciendo notablemente el riesgo de sus decisiones.

Es evidente, por tanto, que la mayoría de las investigaciones realizadas confirman que la selección de inversiones basadas en criterios de RSE no va en detrimento de la rentabilidad financiera. Los inversores que invierten en fondos ISR no renuncian a la rentabilidad, sino a la rentabilidad a cualquier precio. No obstante, para que la ISR tenga mayor peso dentro de la economía de nuestro país, los agentes financieros (gestores de fondos, analistas financieros, empresas,...) deben ser más conscientes de las posibilidades de rentabilidad que incluyen los fondos ISR e incluir los análisis de RSE, sostenibilidad y gobierno corporativo como indicadores para gestionar el riesgo de la inversiones.

5. En este sentido, la investigación llevada a cabo por Industry Week (Comisión de las Comunidades Europeas, 2001) ha demostrado que aproximadamente la mitad del rendimiento superior a la media de una empresa socialmente responsable puede atribuirse a su comportamiento social, mientras que la otra mitad se explica por los resultados de su sector, de tal manera que se espera que las empresas socialmente responsables tengan beneficios superiores a la media, ya que la capacidad de una empresa para abordar con éxito los problemas medioambientales y sociales puede ser una medida válida de la calidad de la gestión.

5. El papel de las instituciones gestoras en el desarrollo de la inversión socialmente responsable: revisión de la literatura

Como ya hemos avanzado, tanto en España, como internacionalmente, la ISR se está articulando principalmente, a través de instrumentos de inversión colectiva (fondos de inversión y de pensiones). Estos instrumentos de inversión están gestionados por entidades de carácter empresarial, las sociedades gestoras de IIC. En este contexto, las gestoras de IIC desempeñan un papel de intermediación fundamental para el desarrollo de la ISR, pues actúan como nexo de unión entre los diferentes actores del sistema económico-financiero.

Desde una perspectiva teórica, Brickley *et al.* (2002) ponen de manifiesto el papel que los operadores del mercado de capitales tienen en la valoración de activos intangibles relacionados con los resultados empresariales, y en su capacidad de transmitir demandas éticas a las empresas. En este sentido, las entidades gestoras de fondos son agentes con un importante papel en el desarrollo de la implantación de estrategias de RSE, sobre todo en el ámbito de las empresas que cotizan en Bolsa. Para ello, y bajo los supuestos neoclásicos, los agentes del mercado que deseen transmitir sus valores de carácter ético deben cumplir dos condiciones: participar en el mercado, y tener recursos suficientes para transmitir señales fuertes y claras a las empresas.

Desde una perspectiva práctica, la encuesta *Attitudes toward socially responsible investing* (Yankelovich, Inc., 2006) realizada a inversores en Estados Unidos pone de manifiesto que una gran mayoría de los encuestados (55%) cree que es muy importante que la ISR trate de influir en el comportamiento de las empresas para que actúen de una manera más ética y socialmente responsable, y porcentajes superiores al 55% de los encuestados creen que la existencia de los fondos ISR contribuye a un mejor comportamiento empresarial en los diferentes aspectos incluidos en el concepto de RSE.

Así, las entidades gestoras de IIC se sitúan en una posición óptima para actuar como vehículos transmisores de las políticas de RSE, a partir de la hipótesis de existencia de un convencimiento por parte de éstas de que la RSE es generadora de valor en el largo plazo. Esta hipótesis se revela como admisible a partir de los resultados de la encuesta a gestores de fondos de inversión europeos realizada por CSR Europe *et al.* (2003) de la que se desprende una unión clara entre la gestión de riesgos no financieros y el valor de la compañía para los accionistas.

Si bien, tradicionalmente, los gestores de fondos se han mostrado especialmente cautelosos ante esta nueva alternativa de inversión (especialmente en lo que a fon-

dos de pensiones socialmente responsables se refiere), su actitud ante la ISR ha iniciado un proceso de transformación (*CSR Europe et al., 2003*), en la medida en que como señala Reed (1998) “si la evidencia de que la gestión medioambiental y la gestión financiera están relacionadas es suficientemente sólida, entonces no sería prudente obviar la gestión medioambiental de una empresa al tomar una decisión de inversión, y las cuestiones medioambientales pasarían a ser consideradas como parte del proceso de selección que cualquier inversor prudente aplicaría normalmente, de tal manera que estaría justificada su integración en la gestión de cualquier inversor institucional”.

No obstante, dentro del ámbito de las gestoras se observan distintas tendencias en cuanto a la actitud adoptada ante la ISR y la RSE. Pueyo et al. (2003) analizan la actitud adoptada por los veinte mayores gestores de activos del mundo, diferenciando actitudes que van desde la *indiferencia* a la *proactividad*; los denominados “pioneros”, declaran que las prácticas de RSE constituyen un buen indicador acerca de la calidad en la gestión y gobierno de una determinada empresa y además declaran efectuar análisis de las prácticas en materia de RSE en sus análisis rutinarios de valores. En este estudio el 25% de las gestoras no gestionaban ningún producto con criterios de RSE y por lo tanto eran indiferentes a dichos criterios, mientras que otro 25% aparecería catalogada como “tímida” y sólo una gestora actuaría de forma “pionera” en materia de RSE.

Investigaciones más recientes (Arenas, 2006; Balaguer, 2007) revelan y destacan que el desarrollo de la ISR debe abordarse desde un enfoque *multistakeholder*, en el que los analistas financieros y gestores de fondos desempeñan un papel fundamental para lograr la integración de los análisis de ISR, la sostenibilidad y el gobierno corporativo en los procesos de gestión de productos financieros. Todos ellos han protagonizado el impulso de la ISR en los países europeos y americanos, y por tanto, su papel es fundamental para dinamizar el desarrollo de la ISR en nuestro país.

6. Aspectos metodológicos de la investigación

6.1. Objetivos de la investigación

A partir de la constatación del papel jugado por la ISR en el desarrollo de la RSE y de la importancia que las instituciones gestoras tienen en la gestión de la ISR, así como la importancia que para la toma de decisiones dentro de éstas presenta la cultura sobre la RSE, el objetivo de esta investigación es, analizar cómo valoran las instituciones gestoras españolas la aplicación de políticas de RSE en los procesos de gestión e inversión, y cómo perciben la evolución de la ISR en España.

La herramienta estadística utilizada en la investigación ha sido la regresión logística, previa determinación de la muestra, entre el universo de entidades gestoras de IIC españolas, para recabar información sobre ISR y RSE y sobre su influencia en las decisiones de inversión.

En la investigación se han planteado tres modelos de regresión logística. El primero analiza la probabilidad de gestionar y comercializar fondos ISR; el segundo analiza la probabilidad de implementar una política explícita (por escrito) de RSE en las instituciones gestoras. En ambos casos, el modelo de regresión logística planteado es simple (incluye una única variable independiente), y en tercer lugar, se plantea un modelo de regresión logística múltiple (con dos variables independientes) para analizar la gestión y comercialización de fondos ISR.

Previamente a la estimación de los modelos de regresión logística se ha realizado un estudio descriptivo, cuyo propósito es evaluar si existen diferencias entre ambos grupos de entidades (es decir, entre aquellas que gestionan fondos ISR y aquellas que no gestionan dicho tipo de fondos), en lo que respecta a cuestiones como rentabilidad, riesgo o evolución de la ISR y RSE en el mercado financiero español.

6.2. Selección de la muestra y base de datos

La información requerida para la investigación se ha basado en un cuestionario estructurado en siete apartados. En la primera parte se analiza si la entidad gestiona o comercializa fondos ISR y las posibles razones de gestión o comercialización de dichos fondos. En la segunda parte se evalúa si la entidad dispone de una política de RSE y su opinión sobre la RSE como política de gestión empresarial. La tercera y cuarta parte del cuestionario ofrecen información sobre las principales técnicas utilizadas en la gestión de los fondos de inversión en general y en la gestión específica de los fondos ISR. El quinto, sexto y séptimo apartados del cuestionario analizan la

evolución de la ISR en España, la percepción que tienen las instituciones gestoras sobre los inversores respecto a este tipo de fondos, y la propia opinión de la entidad gestora sobre la ISR, respectivamente.

Los cuestionarios⁶ se han remitido por correo electrónico, tanto a instituciones gestoras de IIC, que ya toman decisiones de inversión, teniendo como punto de partida un ideario ético, ecológico o socialmente responsable, como al resto del universo de entidades gestoras, con el objetivo de poner de manifiesto y cuantificar las diferencias relativas a la valoración de la RSE e ISR entre ambas gestiones de carteras de inversión, así como la sensibilidad declarada ante estos conceptos.

En total, la muestra que se estudia comprende 47 entidades gestoras, lo que supone un 40,51% del total de la población (a fecha 30/04/04 la población total está constituida por 116 entidades gestoras). Cabe destacar que, las 47 entidades gestoras que constituyen el tamaño muestral de la investigación, incluyen el 100% de las entidades gestoras que gestionan o comercializan fondos ISR en España (20 en total) y el 25% de las entidades que no gestionan fondos ISR (27 entidades)⁷. El porcentaje de entidades gestoras que en España ofrecen, bien gestionando o comercializando, fondos ISR es del 17,24%.

El trabajo de campo se realizó entre los meses de Mayo-Septiembre del año 2004. La estimación del error admitido en el análisis estadístico se determina según la siguiente expresión (expresión 1):

$$L = Z_{\alpha/2} \sqrt{\frac{pxq}{n}} \sqrt{\frac{N-n}{N-1}} \quad (1)$$

donde:

L = semilongitud del intervalo de error.

$Z_{\alpha/2}$ = coeficiente extraído de la tabla de la distribución normal para un intervalo de confianza del $100(1-\alpha)$ %.

p = probabilidad de que una hipótesis sea cierta.

q = probabilidad complementaria (1-p).

N = tamaño de la población.

n = tamaño de la muestra.

El caso más desfavorable es aquel en que $p=q=0,5$. Es el caso que exige una muestra mayor para un mismo nivel de confianza y un mismo margen de error. Particularizaremos el caso para un intervalo del 90% ($Z_{0,05} = 1,65$), obteniendo que, el error en la estimación de parámetros estará en el intervalo $\pm 9,32\%$. Los datos se han procesado a través del programa SPSS. La ficha técnica del estudio se presenta en la tabla 1.

6. Se puede solicitar un modelo de cuestionario a la siguiente dirección de e-mail: rbalague@cofin.uji.es

7. Datos de las entidades a fecha de Abril del 2004 (Fuente: <<http://www.cnmv.es>>)

Ficha técnica de la muestra

Tabla 1

Universo	116 entidades gestoras (23/04/04)
Ámbito	España
Respuestas recibidas	47 entidades gestoras
Error Muestral	± 9,32 %
Nivel de confianza	95 %
Procedimiento de muestreo	Envío de encuestas a todo el universo de población
Trabajo de campo	Mayo – Septiembre 2004

7. Análisis descriptivo de los datos

En este apartado se presenta el estudio descriptivo de la investigación, en el cual se incluyen, tanto las frecuencias como los porcentajes. Los resultados se presentan de forma separada para cada uno de los grupos de análisis (entidades que gestionan fondos ISR y entidades que no gestionan fondos ISR, y entidades que disponen de una política de RSE y entidades que no tienen dicha política).

7.1. Nivel de implantación de la inversión socialmente responsable y la responsabilidad social empresarial en las instituciones gestoras en España

En primer lugar, se ha analizado la relación entre la comercialización y/o gestión de fondos ISR y el compromiso de la entidad con la gestión socialmente responsable. Para analizar esta cuestión se preguntó a las gestoras sobre la existencia de una política explícita (por escrito) de RSE. Aunque sólo un 31,9% de las encuestadas poseían esta herramienta, al cruzar esta información con la gestión de fondos ISR, los datos confirman la estrecha relación entre la incorporación de la RSE a la gestión de la entidad y la oferta de instrumentos de ISR, dado que un 73,3% de las entidades que disponen de una política de RSE gestionan o comercializan fondos ISR, mientras que un 55% de las entidades que gestionan o comercializan fondos ISR disponen de una política explícita de RSE (tabla 2).

¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? versus ¿Dispone la entidad de una política de RSE?

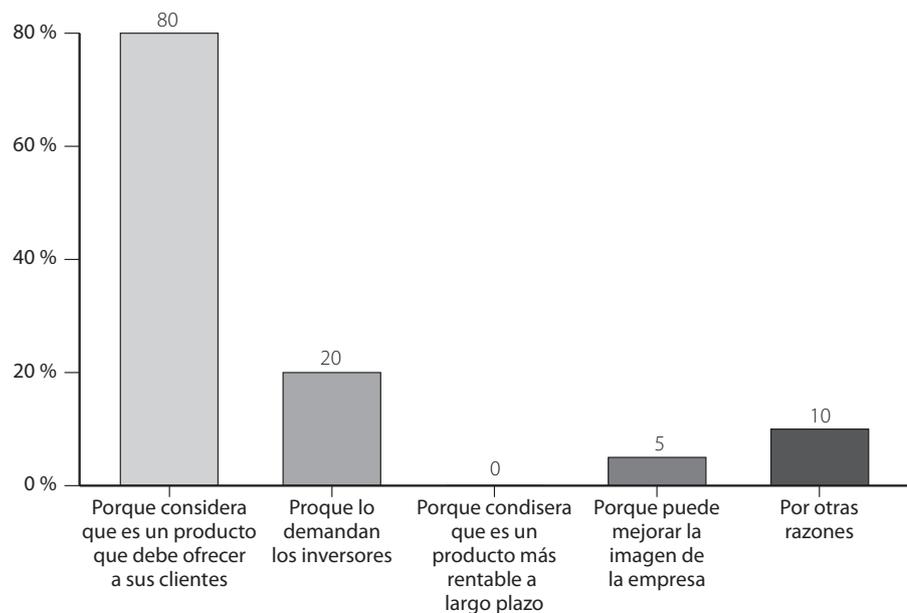
Tabla 2

		¿Dispone la entidad de una política de RSE por escrito?			
		NO	SI	Total	
¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero?	NO	Recuento	23	4	27 (57,4%)
		% de su tipología	71,8%	26,6%	100%
	SI	Recuento	9	11	20 (42,6%)
		% de su tipología	28,1%	73,3%	100%
	Total	Recuento	32	15	47
		% del total	68,1%	31,9%	100%

Entre las diferentes razones aducidas para justificar el porqué una entidad decide gestionar o comercializar fondos ISR, destaca por encima de todas, con un porcentaje del 80%, el hecho de que las entidades que ofrecen fondos ISR lo hacen porque *consideran que es un producto que deben ofrecer a sus clientes*. La segunda razón aducida, con un porcentaje del 20% es porque *lo demandan los inversores*. De todas las razones que se analizan se constata que ninguna de las entidades gestoras comercializa o gestiona fondos ISR porque *consideran que es un producto más rentable a largo plazo que el resto de fondos*, de lo que se desprende que las entidades gestoras manifiestan “dudas” respecto a la rentabilidad de los fondos ISR (figura 3). Este es un dato relevante, dado que una de las principales barreras que afectan al desarrollo de los fondos ISR son las consideraciones existentes hacia su rentabilidad. Pero, además, que las gestoras manifiesten de manera tan explícita sus dudas sobre la rentabilidad de dichos productos, plantea una reflexión sobre las verdaderas razones que conllevan a gestionar o comercializar dichos fondos.

¿Por qué la entidad gestiona o comercializa fondos ISR?

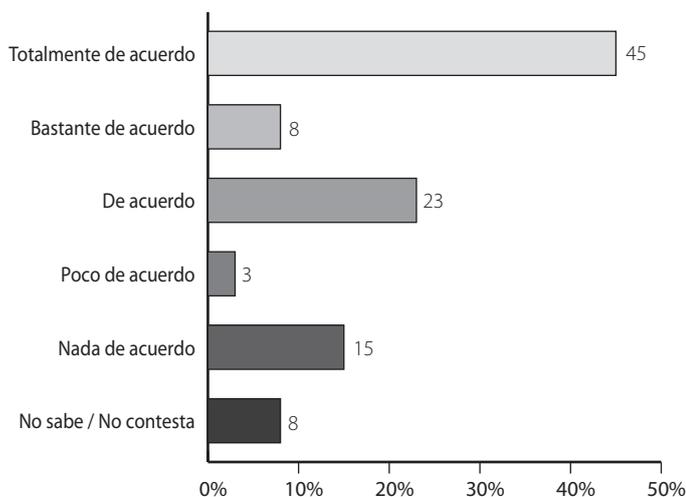
Figura 3



Respecto al análisis de las respuestas de las diferentes razones de por qué las entidades gestoras no gestionan o comercializan fondos ISR, en el cuestionario se daban ocho posibles razones como respuesta. La principal razón de por qué las entidades gestoras no gestionan o comercializan fondos ISR es porque *sólo ofrecen fondos según su rentabilidad financiera*, (con un porcentaje *totalmente de acuerdo* del 44,4% de las repuestas), lo cual pone de manifiesto, una vez más, las dudas existentes entre las diferentes entidades sobre la rentabilidad de dichos productos (figura 4).

La entidad no gestiona o comercializa fondos ISR porque sólo ofrece fondos según su rentabilidad

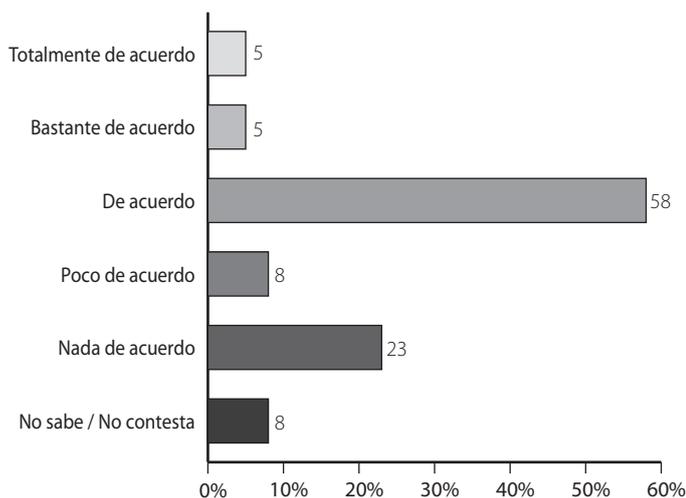
Figura 4



La segunda razón, estrechamente relacionada con la anterior, que argumentan las entidades de porque no gestionan fondos ISR es porque *los consideran poco rentables* -un 55,6% de los encuestados afirma estar *de acuerdo* con la afirmación *los fondos ISR son menos rentables que otros productos financieros*- (figura 5).

La entidad no gestiona o comercializa fondos ISR porque condisera que son menos rentables que otros productos

Figura 5

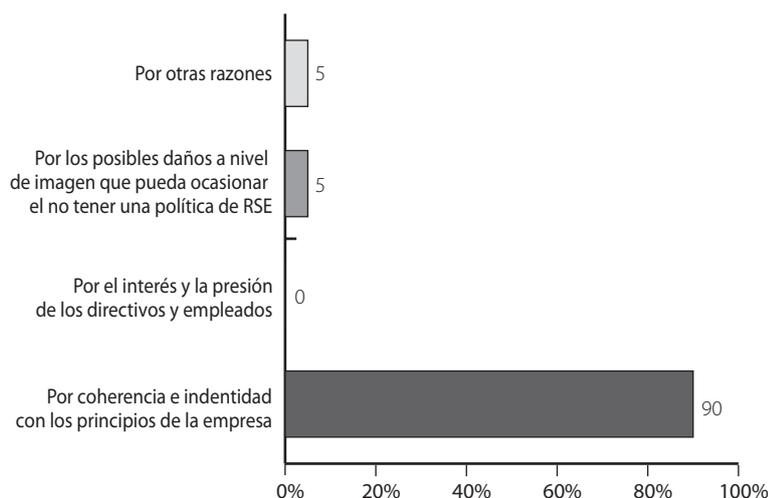


En lo que respecta a las políticas de RSE, la principal razón que ha impulsado la adopción de políticas en este sentido en la entidad es *por coherencia e identidad con los principios de la empresa* con un porcentaje del 84,2% (figura 6). Aunque en el ámbito teórico, la gestión de reputación es una de las variables que se presentan como clave a la hora de implantar estrategias de gestión que incorporen la RSE,

los resultados de la encuesta no se alinean con los de otras investigaciones a escala internacional (Hill y Knowlton, 2003; Peloza, 2005) ya que sólo un 5,9% de los encuestados declara haber adoptado una política de RSE *como medida de gestión de los posibles riesgos asumidos en relación con la reputación de la empresa por no disponer de dicha política*. También creemos destacable que ninguna de las entidades gestoras que tienen una política RSE haya adoptado dicha política *por el interés y la presión de los directivos y empleados*.

¿Cuáles considera que son las principales razones que han impulsado la adopción de una política de RSE en la entidad?

Figura 6



En definitiva, los resultados de este primer apartado muestran el nivel incipiente de desarrollo de la ISR en España, percibiéndose como un producto marginal dentro de la industria de los fondos, con dudas considerables y manifiestas respecto a su rentabilidad.

También se observa el bajo nivel de implantación de políticas de RSE en las instituciones gestoras españolas, aunque se están aplicando políticas y valores de la RSE, se aprecia la carencia de una verdadera estrategia de RSE.

En este sentido, se observa que la aparición y desarrollo de la ISR y la RSE en España obedece, en parte, a un efecto contagio, debido a las tendencias observadas en los mercados internacionales, donde las principales gestoras de fondos incorporan y valoran estos criterios en sus análisis de inversión, dado que en nuestro país no se ha generado un proceso de reflexión y deliberación interna sobre el impacto de esta estrategia de gestión.

7.2. Rentabilidad y riesgo de la inversión socialmente responsable

Como se desprende del análisis de las razones aducidas para la ausencia de gestión de fondos ISR, el factor más importante ha sido la percepción que los gestores tienen de la rentabilidad producida por estos instrumentos. La encuesta profundiza sobre la percepción no sólo de la rentabilidad, sino también del riesgo que soporta la

ISR. Para obtener una visión más clara de las características financieras asociadas a estos productos en España, el cuestionario analiza tanto, la percepción del binomio rentabilidad-riesgo de este tipo de inversión, como la proactividad presentada por los gestores hacia esta tipología de inversión.

La encuesta analiza como los gestores perciben la actitud de los inversores frente a la ISR, en función del rendimiento y el riesgo. El 55% de las entidades que gestionan o comercializan fondos ISR consideran que los inversores perciben que las ISR producen un rendimiento ligeramente más bajo o mucho más bajo que las inversiones tradicionales, frente a un 29,6% de las entidades que no gestionan fondos ISR y que comparten esa misma opinión. Por otra parte, un 22,2% de las entidades que no gestionan fondos ISR considera que los inversores perciben que este tipo de inversiones proporcionan un rendimiento similar a las inversiones tradicionales, esta opinión es compartida por el 30% de las entidades que gestionan fondos ISR (tabla 3).

¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? versus ¿Cree que los inversores consideran las ISR menos rentables que las inversiones tradicionales? Tabla 3

		¿Cómo cree que los inversores consideran el rendimiento de las ISR respecto a las inversiones tradicionales?					TOTAL	
		RENDIM. MUCHO MÁS BAJO	RENDIM. LIGERAM. MÁS BAJO	RENDIM. SIMILAR	RENDIM. MUCHO MÁS ALTA	NO SABE / NO CONTESTA		
¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero?	NO	Recuento % de su tipología	3 11,1%	5 18,5%	6 22,2%	1 3,7%	12 44,4%	27 100% (57,4%)
	SI	Recuento % de su tipología	1 5,0%	10 50,0%	6 30,0%	0 0%	3 15,0%	20 100% (42,6%)
	TOTAL	Recuento % del total	4 8,5%	15 31,9%	12 25,5%	1 2,1%	15 31,9%	47 100%

En el caso del riesgo, el resultado obtenido es bastante uniforme, tanto las entidades que gestionan fondos ISR como aquellas entidades que no gestionan dichos fondos, consideran en su mayoría (45% y 37% respectivamente) que los inversores perciben que las ISR proporcionan *un riesgo similar a las inversiones tradicionales*, es importante destacar esta igualdad de opinión en ambos grupos de entidades. Sólo un escaso porcentaje (5% para las entidades que gestionan fondos ISR y un 3,7% para aquellas entidades que no gestionan fondos ISR) considera que los inversores perciben que las *ISR generan niveles de riesgo mucho más alto que las inversiones tradicionales* (tabla 4).

¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? versus ¿Cree que los inversores consideran las ISR más arriesgadas que las inversiones tradicionales?

Tabla 4

		¿Cómo cree que los inversores consideran el riesgo de las ISR respecto a las inversiones tradicionales?					TOTAL	
		RENDIM. MUCHO MÁS BAJO	RENDIM. LIGERAM. MÁS BAJO	RENDIM. SIMILAR	RENDIM. MUCHO MÁS ALTA	NO SABE / NO CONTESTA		
¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero?	NO	Recuento % de su tipología	3 11,1%	10 37,0%	1 3,7%	1 3,7%	12 44,4%	27 100% (57,4%)
	SI	Recuento % de su tipología	4 20,0%	9 45,0%	3 15,0%	1 5,0%	3 15,0%	20 100% (42,6%)
	TOTAL	Recuento % del total	7 14,9%	19 40,4%	4 8,5%	2 4,3%	15 31,9%	47 100%

Para analizar la proactividad ante esta tipología de inversiones se plantearon dos escenarios de selección de inversiones entre inversión tradicional e ISR, manteniendo constante el riesgo y valorando horizontes de planificación de inversiones. El objetivo de este análisis es poner de manifiesto la capacidad de incorporación de riesgos no financieros a la toma de decisiones de inversión, teniendo en cuenta que desde la literatura (Goldreyer *et al.*, 1999; Boutin-Dufresne y Savaria, 2004) se pone de manifiesto que las políticas de gestión con criterios de RSE son creadoras de valor en el largo plazo.

¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? versus Cuando dos inversiones tienen el mismo riesgo, ¿recomendaría una ISR antes que una inversión tradicional?

Tabla 5

		Cuando dos inversiones tienen el mismo riesgo, ¿recomendaría una ISR antes que una inversión tradicional?				
		NO	SI	No sabe / No contesta	Total	
¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero?	NO	Recuento % de su tipología	2 7,4%	15 55,5%	10 37,0%	27 100% (57,4%)
	SI	Recuento % de su tipología	2 10,0%	10 50,0%	8 40,0%	20 100% (42,6%)
	TOTAL	Recuento % del total	4 8,5%	25 53,2%	18 38,3%	47 100%

En el caso de que dos inversiones (una ISR y una inversión tradicional) tuviesen el mismo riesgo, un 53,2% recomendaría *una ISR antes que una inversión tradicional* (tabla 5). Destacar, de manera significativa que, el porcentaje de entidades que no

recomendaría esta inversión es mayor en aquellas entidades que gestionan fondos ISR (10%), que en aquellas entidades que no gestionan fondos ISR (7,4%). Entre las razones que justifican esta opinión, los gestores de fondos ISR señalan “que hay otros aspectos relevantes además del riesgo”.

Ante la hipótesis de trabajo de que la ISR ofreciese resultados esperados más débiles a corto plazo, pero idénticos o mejores a largo plazo, un 48,1% de entidades que no gestionan fondos ISR recomendaría dicha inversión, frente a un 50% de entidades que gestionan fondos ISR y que también recomendarían dicha inversión. En total un 48,9% de las entidades analizadas recomendarían una inversión con dichas características (tabla 6).

¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? versus Cuando una ISR ofrece resultados más débiles a corto plazo, pero idénticos a largo plazo ¿recomendaría una ISR antes que una inversión tradicional?

Tabla 6

		Cuando una ISR ofrece resultados más débiles a c/pl, pero idénticos a l/pl ¿recomendaría una ISR antes que una inversión tradicional?				
		NO	SI	No sabe / No contesta	Total	
¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero?	NO	Recuento % de su tipología	1 3,7%	13 48,1%	13 48,1%	27 100% (57,4%)
	SI	Recuento % de su tipología	2 10,0%	10 50,0%	8 40,0%	20 100% (42,6%)
	TOTAL	Recuento % del total	3 6,4%	23 48,9%	21 44,7%	47 100%

El porcentaje de indecisos o que deciden no contestar a esta pregunta es muy elevado (44,7%), lo que remarca la dificultad encontrada por los gestores a la incorporación en sus procesos de decisión de inversión de aquellos aspectos ligados a la gestión de la RSE (tabla 6).

En síntesis, destacar que, a efectos de percepción de la rentabilidad y riesgo de la ISR, no se observan diferencias significativas en ambos grupos de entidades, es más podemos afirmar que existe uniformidad y homogeneidad en los resultados: tanto las entidades que gestionan fondos ISR como aquellas que no lo hacen, consideran en su mayoría que los inversores perciben que este tipo de fondos proporcionan un *rendimiento similar o inferior* y un *riesgo similar* a las inversiones tradicionales.

Otro aspecto a resaltar es que, en aquellos casos en que el *riesgo* y la *rentabilidad* de este tipo de inversiones sean *similares* a los que ofrecen las inversiones tradicionales, un elevado porcentaje de los gestores de ambos grupos de entidades *recomendarían una ISR antes que una inversión tradicional*.

A la luz de estos resultados, se desprende que sería necesario potenciar la información sobre el funcionamiento y la metodología de estos productos, especialmente en cuestiones relativas a riesgo y rendimiento, ya que un porcentaje importante de las entidades analizadas no se ha pronunciado al respecto de estas cuestiones.

7.3. Evolución y desarrollo de la inversión socialmente responsable

Una cuestión de gran interés es analizar si hay diferencias significativas en la percepción de la evolución de la ISR entre aquellas entidades que gestionan o comercializan fondos ISR y aquellas entidades que no gestionan dichos fondos.

Tal y como se desprende de la tabla 7, un 48,1% de las entidades gestoras que no gestionan fondos ISR consideran que en los dos últimos años el interés por la ISR *ha aumentado*, sin embargo esta misma opinión sólo es compartida por un 30% de las entidades que gestionan fondos ISR, las cuales consideran mayoritariamente (un 50%) que *no se ha modificado*. Esta diferencia de percepción en el avance de la ISR podría venir explicada por el incremento de noticias relacionadas con la RSE, y por el eco de éstas en los medios de comunicación, en lugar del desarrollo “real” de estos productos.

¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? versus ¿Cómo se ha desarrollado el interés por la ISR en los dos últimos años?

Tabla 7

		¿Cómo se ha desarrollado el interés por la ISR en los dos últimos años?				Total	
		Ha decrecido	No se ha modificado	Ha aumentado	No sabe / No contesta		
¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero?	NO	Recuento % de su tipología	3 11,1%	6 22,2%	13 48,1%	5 18,5%	27 100% (57,4%)
	SI	Recuento % de su tipología	2 10,0%	10 50,0%	6 30,0%	2 10,0%	20 100% (42,6%)
	TOTAL	Recuento % del total	5 10,6%	16 34,0%	19 40,4%	7 14,9%	47 100%

Profundizando en esta cuestión se plantea a las entidades gestoras cómo consideran que puede “desarrollarse” la ISR en España; un 35% de las entidades gestoras que gestionan fondos ISR está de acuerdo en que la ISR permanecerá como un nicho de mercado, esta misma opinión es compartida por un 22,2% de las entidades que no gestionan fondos ISR (tabla 8). Esta similitud en la respuesta por parte de ambos grupos de entidades parece indicar que la evolución y desarrollo de la ISR en España será un proyecto a muy largo plazo, a no ser que, se establezcan medidas impulsoras similares a las existentes en otros países.

¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero? versus En un futuro la ISR permanecerá como un nicho/segmento de mercado, abasteciendo a una minoría de inversores, a través de fondos pequeños

Tabla 8

		En un futuro la ISR permanecerá como un nicho/segmento de mercado, abasteciendo a una minoría de inversores, a través de fondos pequeños					Total
		Ha decrecido	No se ha modificado	Ha aumentado	No sabe / No contesta		
¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero?	NO	Recuento % de su tipología	4 14,8%	13 48,1%	6 22,2%	4 14,8%	27 100% (57,4%)
	SI	Recuento % de su tipología	6 30,0%	7 35,0%	7 35,0%	0 0,0%	20 100% (42,6%)
	TOTAL	Recuento % del total	10 21,2%	20 42,6%	13 27,7%	4 8,5%	47 100%

Estos dos resultados, aparentemente contradictorios, la mayoría de las entidades gestoras considera que en los dos últimos años la ISR *ha aumentado*, pero a pesar de este incremento, consideran que en un futuro la ISR *permanecerá como un nicho de mercado*, avalan la hipótesis de bajo desarrollo de este tipo de productos de inversión, así como la necesidad de establecer mecanismos para la diseminación de la información y sensibilización en España. Estos resultados son acordes con los obtenidos por *CSR Europe et al.* (2003) y se sitúan en la línea del resto de países europeos, donde el 71% de los encuestados creían que la ISR permanecería como nicho de mercado.

7.4. La rentabilidad de la responsabilidad social empresarial

Este epígrafe profundiza en el análisis de la RSE en las entidades gestoras. Para ello en un primer apartado se evalúa la opinión de las instituciones gestoras sobre la afirmación *la RSE afecta positivamente a la rentabilidad final de la empresa*; los resultados obtenidos merecen un análisis detallado, dado que un 25% de entidades que no disponen de una política explícita de RSE están totalmente de acuerdo con dicha afirmación, frente a un 26,6% de entidades que sí disponen de una política de RSE y que comparten esa misma opinión (tabla 9). A pesar de que esta afirmación es compartida por un porcentaje importante de ambos grupos de entidades, resulta cuanto menos significativo que las entidades que tienen una política explícita de RSE afirmen en un 53,3% *estar de acuerdo a medias* con dicha afirmación. Este dato muestra una cierta incoherencia en los resultados por parte de las entidades que disponen una política de RSE, y de nuevo pone de manifiesto dudas respecto a la rentabilidad de la RSE. El porcentaje de indefinición ante este aspecto es bajo, sobre todo si lo comparamos con otros aspectos analizados en esta investigación.

¿Dispone la entidad de una política de RSE? versus La RSE afecta positivamente a la rentabilidad final de la empresa

Tabla 9

		La RSE afecta positivamente a la rentabilidad final de la empresa					Total
		En desacuerdo	A medias	Totalm. de acuerdo	No sabe / No contesta		
¿Dispone la entidad de una política de RSE?	NO	Recuento % de su tipología	7 21,8%	14 43,7%	8 25,0%	3 9,4%	32 100% (68,1%)
	SI	Recuento % de su tipología	2 13,3%	8 53,3%	4 26,6%	1 6,6%	15 100% (31,9)
	TOTAL	Recuento % del total	9 19,1%	22 46,8%	12 25,5%	4 8,5%	47 100%

En un segundo apartado, se ha analizado cómo las entidades valoran algunas de las mejoras que conlleva la implantación de una política de RSE. En este sentido, se observa una homogeneidad en los resultados, y tanto las entidades que disponen de una política de RSE, como aquellas que no disponen de una política de RSE están totalmente de acuerdo con un porcentaje del 80% y 43,7% respectivamente, en que la implementación de una política de RSE mejora la transparencia en la información empresarial (tabla 10).

¿Dispone la entidad de una política de RSE? versus La implantación de una política de RSE permite ofrecer un compromiso de transparencia y veracidad de la información ofrecida por la empresa

Tabla 10

		La implantación de una política de RSE permite ofrecer un compromiso de transparencia y veracidad de la información ofrecida por la empresa					Total
		En desacuerdo	A medias	Totalm. de acuerdo	No sabe / No contesta		
¿Dispone la entidad de una política de RSE?	NO	Recuento % de su tipología	5 15,6%	22 34,4%	24 43,7%	2 6,2%	32 100% (68,1%)
	SI	Recuento % de su tipología	0 0,0%	2 13,3%	12 80,0%	1 6,6%	15 100% (31,9)
	TOTAL	Recuento % del total	5 10,6%	13 27,7%	26 53,3%	3 6,4%	47 100%

A continuación, se ha estudiado cómo las entidades gestoras valoran la aplicación de políticas de RSE por parte de las compañías que analizan. Se observa que, aquellas entidades que disponen de una política de RSE consideran en un porcentaje del 40% y del 46,6% *importante* y *muy importante* respectivamente, la incorporación de polí-

ticas de RSE por parte de las compañías que analizan. No obstante, cabe destacar que un 6,6% de entidades con una política de RSE considera *no muy importante* dicha actuación por parte de las empresas. Respecto a las entidades que no disponen de una política explícita de RSE, sólo un 12,4% considera la incorporación de políticas de RSE por parte de las empresas *importante* y *muy importante*, por tanto, se observan diferencias notables entre ambos grupos de entidades respecto al potencial que implica la RSE (tabla 11).

¿ Dispone la entidad de una política de RSE? versus ¿cómo considera la aplicabilidad y la incorporación de políticas de RSE por parte de la compañía? Tabla 11

		Cuando valora una acción de acuerdo al AF, ¿cómo considera la aplicabilidad y la incorporación de políticas de RSE por parte de la compañía?							
		Nada importante	No muy importante	Algo importante	Importante	Muy importante	No sabe / No contesta	Total	
¿Dispone la entidad de una política de RSE?	NO	Recuento % de su tipología	2 6,2%	14 43,8%	10 31,3%	2 6,2%	2 6,2%	2 6,2%	32 100% (68,1%)
	SI	Recuento % de su tipología	0 0,0%	1 6,6%	0 0,0%	6 40,0%	7 46,7%	1 6,6%	15 100% (31,9%)
	TOTAL	Recuento % del total	2 4,3%	15 31,9%	10 21,3%	8 17,0%	9 19,1%	2 6,4%	47 100%

Respecto a los inversores, cabe destacar que sólo un 26,6% de las entidades gestoras que disponen de una política de RSE informan *siempre* sobre la posibilidad de invertir en fondos ISR, frente a un 43,7% de las entidades que no disponen de dicha política y que *nunca* informan sobre dichos fondos (tabla 12).

¿Dispone la entidad de una política de RSE? versus ¿Se informa a los inversores sobre la posibilidad de invertir en fondos ISR? Tabla 12

		¿Se informa a los inversores sobre la posibilidad de invertir en fondos ISR?						
		Siempre	Frecuent.	Ocasional.	Nunca	No sabe / No contesta	Total	
¿Dispone la entidad de una política de RSE?	NO	Recuento % de su tipología	0 0,0%	3 9,4%	11 34,4%	14 43,7%	4 12,5%	32 100% (61,8%)
	SI	Recuento % de su tipología	4 26,6%	4 26,6%	3 20,0%	1 6,6%	3 20,0%	15 100% (31,6%)
	TOTAL	Recuento % del total	4 8,5%	7 14,9%	14 29,8%	15 31,9%	7 14,9%	47 100%

Del análisis realizado en este apartado se deduce que los factores impulsores para el desarrollo e implantación de una estrategia de RSE son fundamentalmente no financieros, dado que en ambos grupos de entidades (especialmente aquellas que no tienen una política de RSE) existen dudas sobre la rentabilidad que ofrece la RSE. No obstante, sí hay un consenso compartido por los dos grupos de entidades de los valores corporativos de la RSE, tales como transparencia o veracidad de información.

Por otra parte, un rasgo distintivo entre ambos grupos de entidades es que aquellas instituciones gestoras que disponen de una política de RSE, valoran la aplicación de políticas de RSE por parte de las compañías que analizan, como un instrumento *muy importante* en los procesos de valoración de una acción, frente a las entidades que no disponen de dicha política y que consideran dicha actuación como *no muy importante*. En definitiva, esto avalaría la teoría que la incorporación de la RSE a la gestión interna de las entidades gestoras potencia la ISR, tal y como manifiestan Brickley et al. (2002).

8. Análisis empírico de los datos

En el análisis de las relaciones y actitudes socialmente responsables, son varias las investigaciones que plantean modelos probabilísticos. Así, Säve-Söderbergh (2004) utiliza un modelo tobit, para analizar las actitudes y preferencias de los inversores en la toma de decisiones. Su objetivo es evaluar en qué grado los individuos integran valores personales y sociales en las decisiones económicas y financieras. De su resultado se desprende que, factores tales como la “educación”, la “profesión” o el “género” de los inversores influyen a la hora de invertir en fondos ISR. Un aspecto importante a resaltar de su trabajo es que las ISR son mayormente demandadas por mujeres, antes que por los hombres. También destaca el hecho de que, según su investigación, no encuentra ningún argumento para afirmar que los inversores que invierten en fondos ISR lo hacen motivados por la rentabilidad, es más, este aspecto presenta un apoyo débil por parte de los inversores. Por su parte, Tranter y White (2001) utilizan la regresión logística para analizar la “triple bottom line” de un grupo de empresas en Australia. A partir de la estimación de una serie de variables socio-demográficas concluyen que contemplar la “triple bottom line” como la panacea de la gestión empresarial sería una consideración excesivamente optimista, y sostienen que sería conveniente definir una medida o estrategia más exacta dentro de la “triple bottom line” que permita evaluar la performance social con más detalle. En esta misma línea, Chevalier y Ellison (1996) utilizan un modelo probit para analizar si hay diferencias de gestión entre los gestores de fondos de inversión. En su investigación, clasifican los gestores de fondos en diferentes grupos, y obtienen diferencias significativas con respecto a la edad de los gestores.

Tomando como base estos estudios, en la parte empírica de esta investigación, estimamos diferentes modelos de regresión logística para analizar las relaciones entre la ISR y la RSE en las entidades gestoras españolas.

8.1. Descripción de la metodología del modelo de regresión logística

Dentro de los modelos probabilísticos, las funciones más comúnmente utilizadas han sido la función logística, que ha dado lugar a la regresión logística (para el caso de datos no agrupados) y al modelo logit (para el caso de datos agrupados)⁸, y en segundo lugar, la función de distribución de la normal tipificada, que ha dado lugar a la modelización probit. Sin embargo, cabe destacar que en los modelos de regresión logística (o modelo logit) y en los modelos probit, los resultados de ambos modelos

8. Ato y López (1996) y Gujarati (1994)

son casi iguales. La diferencia entre sus resultados es que las “colas” del modelo de regresión logística (modelo logit) son ligeramente más planas, mientras que la curva normal o probit se acerca más rápidamente a los ejes que limitan la probabilidad. Pero, dado que la representación de ambas funciones, así como los resultados obtenidos con la modelización de sus correspondientes modelos son muy similares, por una mayor simplicidad en términos interpretativos y computacionales, el modelo de regresión logística (o modelo logit) suele ser el preferido en la mayoría de las aplicaciones prácticas (Greene, 1999; Cabrer *et al.*, 2001).

El modelo de regresión logística tiene como finalidad principal pronosticar la pertenencia a un grupo a partir de una serie de variables independientes. Al igual que el análisis discriminante, permite identificar las características que diferencian a dos grupos y genera pronósticos que ayudan a diferenciar entre los miembros de uno u otro. Su propósito, por tanto, es similar al del análisis discriminante, pero, a diferencia de éste, permite utilizar variables independientes categóricas. En este sentido, tal y como señalan diversos autores (Barreiro *et al.*, 2004), el modelo probabilístico de la regresión logística presenta determinadas ventajas respecto a otras técnicas de análisis. Por una parte, este modelo no necesita cumplir los supuestos de normalidad e igualdad de matrices de varianzas-covarianzas, siendo más robusto que otras técnicas cuando no se cumplen estos supuestos (Gómez, 1999; Hair *et al.*, 1999; Lévy y Varela, 2003); por otra parte, este modelo permite incorporar efectos no lineales, lo cuál constituye un tipo de relación detectado por los estudios señalados anteriormente, con lo que no se limita la especificación de los modelos entre las variables consideradas a especificaciones lineales (Gómez, 1999). Asimismo, el modelo no impone restricciones al tipo ni al número de variables independientes utilizadas, pudiendo ser de naturaleza métrica o no métrica, permitiendo además su utilización para la realización de predicciones sobre la probabilidad de que una determinada observación pertenezca a un grupo determinado (Lévy y Varela, 2003).

De este modo, partiendo de una variable dependiente binaria ($Y=0$ ó 1), se puede establecer la probabilidad de que dicha variable tome uno de los dos valores a partir de un conjunto de variables independientes, recogidas por un vector X , de tal manera que, si se conoce la probabilidad de que la variable Y tome uno de sus dos valores, también se conocerá la probabilidad de que tome el otro valor, tal y como se detalla a continuación (expresión 2):

$$\begin{aligned} \text{prob}(Y=1) &= f(X, B) \\ \text{prob}(Y=0) &= 1 - f(X, B) \end{aligned} \tag{2}$$

donde β es el vector de parámetros que refleja el impacto de X sobre la probabilidad de Y .

En función de cómo se plantee el modelo referente al segundo miembro de la ecuación nos encontramos con diferentes especificaciones (Greene, 1999; Cabrer *et al.*, 2001): modelo lineal de probabilidad, modelo de regresión logística o modelo logit, modelo probit o modelo gompit.

En el caso del modelo de regresión logística o modelo logit, la expresión matemática para el caso de una única variable explicativa es la siguiente (expresión 3):

$$(Y_i) = \frac{1}{1 + e^{-\alpha - \beta_k X_i}} + \varepsilon_i = \frac{e^{\alpha + \beta_k X_i}}{1 + e^{\alpha + \beta_k X_i}} + \varepsilon_i \quad (3)$$

donde α y β son los parámetros del modelo y ε_i es el término error.

En cuanto a la interpretación de los parámetros estimados de un modelo de regresión logística, el signo de los mismos indica la dirección en que varía la probabilidad cuando aumenta la variable explicativa correspondiente, sin embargo, la cuantía del parámetro no coincide con la magnitud de la variación en la probabilidad, dado que, al suponer una relación no lineal entre las variables explicativas y la probabilidad de ocurrencia del acontecimiento, cuando aumenta en una unidad la variable explicativa los incrementos en la probabilidad no son siempre iguales, ya que dependen del nivel original de la misma.

Una interpretación más sencilla del parámetro estimado es la que se obtiene a través de la linealización del modelo. Para ello, partiendo de la ecuación general del modelo de regresión logística y definido M_i como la probabilidad del estado o la alternativa 1, se tiene (expresiones 4 y 5):

$$E(Y_i) = \Pr ob(Y = 1) = M_i = \frac{e^{\alpha + \beta_k X_{ki}}}{1 + e^{\alpha + \beta_k X_{ki}}} \quad (4)$$

de donde:

$$\begin{aligned} M_i + M_i e^{\alpha + \beta_k X_{ki}} &= e^{\alpha + \beta_k X_{ki}} \\ M_i &= (1 - M_i) e^{\alpha + \beta_k X_{ki}} \\ \frac{M_i}{(1 - M_i)} &= e^{\alpha + \beta_k X_{ki}} \end{aligned} \quad (5)$$

Al cociente entre la probabilidad de que ocurra un hecho, o de que se elija la opción 1, frente a la probabilidad de que no suceda el fenómeno, o de que se elija la opción 0, se le denomina como la ratio odds. Su interpretación es la “ventaja” o preferencia de la opción 1 frente a la 0, es decir el número de veces que es más probable que ocurra el fenómeno frente a que no ocurra (expresión 6):

$$\text{Ratio Odds} = \frac{M_i}{(1 - M_i)} \quad (6)$$

La interpretación del ratio de odds es como sigue:

- Si el ratio de odds > 1 , el evento es más probable que el no evento.
- Si el ratio de odds < 1 , el no evento es más probable que el evento⁹.

9. Para una mejor interpretación de los resultados, en aquellos casos en que la Odds < 1 se ha calculado la inversa del e^{β} .

A partir del ratio de Odds podemos calcular la probabilidad estimada de que se produzca la opción 1 ó la opción 0, mediante la expresión que sigue (expresión 7):

$$\text{Probabilidad estimada} = \frac{\text{Ratio Odds}}{(\text{Ratio Odds} + 1)} \quad (7)$$

El interés por esta medida adquiere mayor importancia cuando se comparan las ventajas para distintos valores de la variable explicativa, calculándose el cociente entre odds. Así, si se compara la situación de la observación “i” con la observación “j” (que suele ser la de referencia), el cociente entre odds mide cuanto es más probable que se de la alternativa 1 en “i” que en “j” (expresión 8):

$$\text{Cociente entre Odds} = \frac{\frac{M_i}{(1 - M_i)}}{\frac{M_j}{(1 - M_j)}} = e^{\beta_k(X_{ii} - X_{ij})} \quad (8)$$

El modelo de regresión logística puede estimarse mediante diferentes procedimientos, pero, como indican diversos autores (Malhotra, 1984; Ben-Akiva y Lerman, 1985), el método de máxima verosimilitud es el que da lugar a estimadores con mejores características. La estimación máximo-verosímil busca aquellos valores de los parámetros que generarán con mayor probabilidad la muestra observada. Por tanto, son aquellos valores para los cuales la función de densidad conjunta (o función de verosimilitud) alcanza un máximo. Para evaluar la significatividad del modelo y de sus coeficientes se utilizan, entre otros, los contrastes e indicadores que indicamos a continuación (Greene, 1999; Hair *et al.*, 1999; Luque, 2000; Cabrer *et al.*, 2001; Lévy y Varela, 2003):

- Contrastes del modelo: test de la razón de verosimilitud (LR) y contraste de Hosmer y Lemeshow (H-R), basados en estadísticos que siguen una distribución χ^2 . Cabe señalar que el índice de Hosmer y Lemeshow es útil para evaluar el ajuste global del modelo, particularmente, cuando se dispone de muchas variables independientes, o cuando algunas de las variables independientes son continuas.
- Contraste de los coeficientes de las variables: contraste de Wald.
- Medidas de bondad del ajuste: R^2 de Cox y Snell, R^2 de Nagelkerke y eficacia predictiva.

En el estudio se plantean tres modelos de regresión logística y como paso previo al planteamiento de estos modelos, se han definido unas hipótesis de investigación, con el fin de estudiar las relaciones entre las variables, y al mismo tiempo, identificar aquellas que pueden tener mayor influencia en la gestión y comercialización de FISR y en la implementación de una política de RSE.

8.2. Planteamiento y contraste de hipótesis

En el marco de la presente investigación, las hipótesis se han establecido en función de las dos líneas de estudio: la ISR y la RSE, planteándose como objetivo evaluar la

relación entre la ISR y la RSE en diferentes ámbitos de actuación de las gestoras, tales como la gestión de fondos de inversión ó la información facilitada a los inversores, con el fin de obtener un enfoque detallado de la relación e influencia de la ISR y la RSE en dichas entidades.

Así, las hipótesis de trabajo planteadas para el análisis de la *gestión y comercialización de fondos ISR* son las siguientes (tabla 13):

Hipótesis para el análisis de la gestión y comercialización de fondos ISR		Tabla 13
Las políticas de RSE	H₁: Existe una relación positiva entre la gestión y comercialización de fondos ISR y la implementación de una política de RSE.	
	H₂: Existe una relación positiva entre la gestión y comercialización de fondos ISR y la transparencia en los procesos de gestión y toma de decisiones.	
	H₃: Existe una relación positiva entre la gestión y comercialización de fondos ISR y la gestión empresarial con criterios de RSE.	
	H₄: Existe una relación positiva entre la gestión y comercialización de fondos ISR y la mejora de la "responsabilidad ante los <i>stakeholders</i> " en los procesos de gestión y en la toma de decisiones de la entidad.	
La gestión de fondos de inversión	H₅: Existe una relación positiva entre la gestión y comercialización de fondos ISR y la valoración de políticas de RSE que aplican las empresas, de acuerdo a la técnica de Análisis Fundamental.	
	H₆: Existe una relación positiva entre la gestión y comercialización de fondos ISR y la valoración de políticas de RSE que desarrollan las empresas.	
	H₇: Existe una relación positiva entre la gestión y comercialización de fondos ISR y la utilización de <i>benchmarks</i> con criterios de RSE.	
Los inversores	H₈: Existe una relación positiva entre la gestión y comercialización de fondos ISR y el asesoramiento sobre la posibilidad de invertir en fondos ISR.	
	H₉: Existe una relación positiva entre la gestión y comercialización de fondos ISR y los sistemas de " <i>best-advice</i> " para la elección de fondos ISR en los procesos de decisión.	
	H₁₀: Existe una relación positiva entre la gestión y comercialización de fondos ISR y los inversores institucionales.	

Para el análisis de la *implementación de una política de RSE por escrito*, las hipótesis planteadas son las siguientes (tabla 14):

Hipótesis para el análisis de la implementación de una política de RSE por escrito

Tabla 14

La gestión y comercializ. de fondos ISR	H ₁₁ : Existe una relación positiva entre la implementación de una política de RSE en las instituciones gestoras y la gestión o comercialización de fondos ISR.
Las políticas de RSE	H ₁₂ : Existe una relación positiva entre la implementación de una política de RSE y la transparencia en los procesos de gestión y toma de decisiones.
Las políticas de RSE	H ₁₃ : Existe una relación positiva entre la implementación de una política de RSE y la rentabilidad final de la entidad.
Las políticas de RSE	H ₁₄ : Existe una relación positiva entre la implementación de una política de RSE y la gestión empresarial con criterios de RSE.
Las políticas de RSE	H ₁₅ : Existe una relación positiva entre la implementación de una política de RSE y la mejora de la "responsabilidad ante los <i>stakeholders</i> " en los procesos de gestión y en la toma de decisiones de la entidad.
La gestión de fondos de inversión	H ₁₆ : Existe una relación positiva entre la implementación de una política de RSE y la valoración de políticas de RSE que aplican las empresas, de acuerdo a la técnica de Análisis Fundamental.
La gestión de fondos de inversión	H ₁₇ : Existe una relación positiva entre la implementación de una política de RSE y la valoración de políticas de RSE que desarrollan las empresas.
La gestión de fondos de inversión	H ₁₈ : Existe una relación positiva entre la implementación de una política de RSE y la utilización de <i>benchmarks</i> con criterios de RSE.
Los inversores	H ₁₉ : Existe una relación positiva entre la implementación de una política de RSE y el asesoramiento sobre la posibilidad de invertir en fondos ISR.
Los inversores	H ₂₀ : Existe una relación positiva entre la implementación de una política de RSE y los sistemas de " <i>best-advice</i> " para la elección de fondos ISR en los procesos de decisión.

A partir del contraste de estas hipótesis, se trata de determinar, en un análisis exploratorio, las posibles relaciones entre la ISR y la RSE. En este sentido, algunas de las variables que se han contrastado constituyen "*indicadores de RSE*" (tales como, la transparencia en la gestión o la responsabilidad ante los *stakeholders*) que permiten identificar, no sólo si existe o no relación entre la ISR y la RSE, sino también, el grado de compromiso de la entidad con la RSE y la ISR. Por tanto, estos resultados constituyen una primera aproximación de aquellas variables que mayor influencia pueden tener en la decisión de *gestionar y comercializar fondos ISR* y en la implementación de una política de RSE por escrito.

La tabla 15 muestra los resultados obtenidos en los contrastes de hipótesis a través del análisis de regresión logística. Atendiendo a los resultados se observa que han resultado significativas las hipótesis H₁, H₃, H₅, H₆, H₇, H₈ y H₁₀ para el estudio de los fondos ISR, y las hipótesis H₁₁, H₁₄, H₁₆, H₁₇ y H₂₀ para el análisis de la RSE.

Tabla Resumen. Contraste de hipótesis de la gestión y comercialización de fondos ISR y la implementación de una política de RSE

Tabla 15

Hipótesis	Variable Dependiente	Variables Independientes	Existe Relación	Naturaleza de la Relación
H ₁	Gestión y comercialización de fondos ISR	Implementación de una política de RSE	Sí	Positiva
H ₂		Transparencia en los procesos de gestión	No	---
H ₃		Gestión empresarial	Sí	Positiva
H ₄		Responsabilidad ante los <i>stakeholders</i>	No	---
H ₅		Valoración de políticas de RSE, de acuerdo al Análisis Fundamental	Sí	Positiva
H ₆		Desarrollo de políticas de RSE	Sí	Positiva
H ₇		Benchmark con criterios RSE	Sí	Positiva
H ₈		Información sobre FISR	Sí	Positiva
H ₉		Sistemas de best-advice	No	---
H ₁₀		Inversores institucionales	Sí	Positiva
H ₁₁	Implementación de una política de RSE	Gestión y comercialización de fondos ISR	Sí	Positiva
H ₁₂		Transparencia en los procesos de gestión	No	---
H ₁₃		Rentabilidad final de la empresa	No	---
H ₁₄		Gestión empresarial	Sí	Positiva
H ₁₅		Responsabilidad ante los <i>stakeholders</i>	No	---
H ₁₆		Valoración de políticas de RSE, de acuerdo al Análisis Fundamental	Sí	Positiva
H ₁₇		Desarrollo de políticas de RSE	Sí	Positiva
H ₁₈		Benchmark con criterios RSE	No	---
H ₁₉		Información sobre fondos ISR	No	---
H ₂₀		Sistemas de <i>best-advice</i>	Sí	Positiva

De este análisis preliminar, la conclusión más importante que se obtiene, es que existe una relación positiva entre la ISR y la RSE, es decir, entre la gestión y comercialización de fondos ISR y la implantación de una política de RSE en las entidades gestoras, y esta relación también se da con carácter inverso. Además, también se confirma la existencia de una relación positiva entre la gestión y comercialización de fondos ISR y la gestión empresarial, y esta misma relación también se observa para la implantación de una política de RSE, al igual que sucede con la variable que mide la valoración de políticas de RSE por parte de las empresas en las que invierte el fondo, que está correlacionada positivamente, tanto en aquellas entidades que gestionan fondos ISR, como en aquellas entidades que disponen de una política explícita de RSE. Sin embargo, en el análisis de las relaciones entre la ISR y la RSE y las prácticas de gestión socialmente responsables no siempre se da una relación positiva como inicialmente se podría esperar (ya que, por ejemplo, de los resultados se desprende que no existe relación entre la variable que analiza si se *informa a los inversores sobre la posibilidad de invertir en fondos ISR, y las entidades que tienen una política explícita de RSE*).

Partiendo de estas conclusiones iniciales, en los epígrafes que siguen se profundiza en el análisis de estas relaciones, mediante diferentes modelos de regresión logística.

8.3. Análisis de relaciones y modelo de regresión logística simple de la gestión y comercialización de fondos de inversión socialmente responsables

En el presente apartado se analiza la relación entre la gestión y *comercialización de fondos ISR* y cada una de las variables independientes que han resultado significativas (en la estimación de las hipótesis) a través de un modelo de regresión logística simple. Con ello se pretende identificar aquellas variables que pueden tener un mayor peso o influencia en la decisión de gestionar o comercializar fondos ISR, y analizar cómo influye en la probabilidad de gestionar o comercializar fondos ISR, la presencia o no de diversos factores y el valor o nivel de los mismos.

De todas las variables analizadas, las únicas que han resultado significativas en el análisis de regresión logística simple de la gestión y comercialización de fondos ISR se recogen en la tabla 16.

Variables de la regresión logística simple de la gestión y comercialización de fondos ISR

Tabla 16

Área de análisis	VARIABLES INDEPENDIENTES	Sig. Logit
Las políticas de RSE en la entidad	¿Dispone la entidad de una política de RSE por escrito?	0,006
	La RSE es necesaria para una adecuada gestión empresarial	0,046
La gestión de fondos de inversión	Cuando valora una acción de acuerdo al Análisis Fundamental, ¿cómo considera la aplicación e incorporación de políticas de RSE por parte de la compañía?	0,057
	¿Cómo valora el desarrollo de políticas de RSE cuando realiza la valoración de una compañía?	0,004
	¿Utiliza criterios de RSE para elegir el benchmark de referencia del fondo?	0,037
Los inversores	Cuando un inversor le pide asesoramiento, ¿le informa sobre la posibilidad de invertir en fondos ISR?	0,016
	¿Solicitan los inversores institucionales fondos ISR?	0,004

Los resultados obtenidos en la estimación y validación de cada una de las variables independientes mediante el modelo de regresión logística simple se recogen en el anexo I. En la estimación de dichas variables se incluye el coeficiente de regresión (β), el error típico, y el valor de la razón de *odds* estimada (e^β), todo en función de cada una de las variables que han resultado significativas.

En lo que respecta a la validación de un modelo de regresión logística, estimado por el método de máxima verosimilitud, el ajuste global se describe con estadísticos derivados de la verosimilitud del modelo. Para analizar la significatividad individual

se ha utilizado el test de Wald y para analizar la significatividad conjunta se han utilizado los siguientes estadísticos: $-2\text{Log de la Verosimilitud}$, R^2 de Cox y Snell, R^2 de Nagelkerke y el porcentaje correcto pronosticado del modelo (éste es un indicador de la validez del modelo, puesto que muestra su capacidad predictiva, su capacidad para clasificar correctamente los casos). El índice de Hosmer y Lemeshow no se ha utilizado en la validación de este modelo, porque como ya se ha indicado, es útil para evaluar la significatividad conjunta del modelo, particularmente, cuando se dispone de muchas variables independientes, y en este caso los modelos planteados sólo tienen una única variable independiente. Además, cabe señalar que, puesto que los modelos de regresión logística simple analizados utilizan en su mayoría como variable criterio una variable categórica, estos estadísticos son meramente orientativos; suelen adoptar valores moderados o incluso bajos, aun cuando el modelo estimado resulta apropiado y útil (Pardo y Ruiz, 2002).

Finalmente, se presenta la interpretación de los resultados de los diferentes modelos de regresión logística simple analizados, indicando la probabilidad estimada de *gestionar o comercializar fondos ISR* para cada opción de respuesta de la variable independiente (tabla 17).

Interpretación de los resultados del modelo de regresión logística simple de la gestión y comercialización de fondos ISR

Tabla 17

Área de análisis	Variables Independientes	Probabilidad estimada de gestionar o comercializar fondos ISR	Odds	Interpretación de la Odds
	¿Dispone la entidad de una política de RSE por escrito?			
	Sí	0,73	2,75	Es 2,75 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR, que no gestionar o comercializar.
	No	0,28	0,391	Es 2,55 veces más probable que no gestionen o comercialicen fondos ISR que gestionen o comercialicen.
Las políticas de RSE en la entidad	La RSE es necesaria para una adecuada gestión empresarial			
	En desacuerdo	0,11	0,124	Es 8 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.
	Parcialmente de acuerdo	0,33	0,499	Es 2 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.
	Totalmente de acuerdo	0,67	2	Es 2 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar.

Continúa en pág. siguiente

Área de análisis	VARIABLES INDEPENDIENTES	Probabilidad estimada de gestionar o comercializar fondos ISR	Odds	Interpretación de la Odds
La gestión de fondos de inversión	Cuando valora una acción de acuerdo al AF, ¿cómo considera la aplicación e incorporación de políticas de RSE por parte de la compañía?			
	Nada importante	0,06	0,061	Es 16 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.
	No muy importante	0,15	0,179	Es 5,5 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.
	Algo importante	0,34	0,522	Es 1,9 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.
	Importante	0,60	1,5	Es 1,5 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar.
	Muy importante	0,82	4,4	Es 4,4 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar.
	¿Cómo valora el desarrollo de políticas de RSE, cuando realiza la valoración de una compañía?			
	Nada importante	0,06	0,063	Es 15 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.
	Importante	0,43	0,758	Es 1,3 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.
	Muy importante	0,90	9	Es 9 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar.
¿Utiliza criterios de RSE para elegir el benchmark de referencia del fondo?				
Sí	0,86	6	Es 6 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar.	
No	0,36	0,564	Es 1,77 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.	
Los inversores	Cuando un inversor le pide asesoramiento en sus decisiones de inversión, ¿le informa sobre la posibilidad de invertir en fondos ISR?			
	Siempre	0,95	19	Es 19 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar.
	Frecuentemente	0,80	4	Es 4 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar.
	Ocasionalmente	0,46	0,835	Es 1,1 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.
	Nunca	0,15	0,173	Es 5,7 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.
	¿Solicitan los inversores institucionales fondos ISR?			
	Sí	0,74	2,7	Es 2,7 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar.
No	0,25	0,333	Es 3 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.	

A partir de los resultados de la tabla 17, en la cual se han considerado diferentes escenarios, identificamos aquellas variables que pueden influir o determinar que una entidad decida gestionar o comercializar fondos ISR. Así, por ejemplo, cabe destacar que, entre todas las variables analizadas, las instituciones gestoras que tienen mayor probabilidad estimada de gestionar o comercializar fondos ISR son aquellas que informan siempre sobre la posibilidad de gestionar o comercializar fondos ISR (con una probabilidad estimada del 0,95 de gestionar o comercializar fondos ISR); también aquellas que *consideran muy importante el desarrollo de políticas de RSE*, cuando realizan la valoración de una compañía (presentan una probabilidad estimada del 0,90 de gestionar o comercializar fondos ISR). Este dato es realmente importante porque confirma que una valoración positiva de la RSE de las empresas por parte de las gestoras es un impulsor de la gestión de fondos ISR.

Otro resultado importante que se extrae de la investigación es que aquellas entidades que entre sus políticas de gestión *utilizan criterios de RSE para elegir el benchmark de referencia del fondo*, presentan una probabilidad estimada del 0,86 de gestionar y comercializar fondos ISR.

Cabe también destacar, la importancia que adquiere la inversión institucional, dado que la probabilidad estimada de gestionar o comercializar fondos ISR es del 0,74 para aquellas entidades, cuya demanda de fondos ISR provenga de inversores institucionales.

Sin embargo, aquellas entidades que disponen de una *política de RSE por escrito*, presentan una probabilidad estimada del 0,73 de gestionar y comercializar fondos ISR, que a pesar de ser una probabilidad elevada, pone de manifiesto que hay otros factores que pueden ejercer mayor peso en la decisión de gestionar o comercializar fondos ISR, como se observa en los resultados analizados. Por tanto, el análisis pone de manifiesto que la RSE es un factor importante en el desarrollo de los fondos ISR, pero además, hay otros factores que pueden impulsar y favorecer el desarrollo de la ISR, tales como establecer mecanismos de información para los inversores, valorar las políticas de RSE que desarrollan las empresas o potenciar la inversión institucional.

8.4. Análisis de relaciones y modelo de regresión logística simple de la implementación de una política de responsabilidad social empresarial

Al igual que en el apartado anterior, presentamos las variables independientes que formarán parte del modelo de regresión logística simple de la *implementación de una política de RSE por escrito* en las entidades gestoras.

De todas estas variables analizadas, las que han resultado significativas en el análisis de regresión logística simple para la variable dependiente que analiza la *implementación de una política de RSE por escrito* son las que se presentan en la tabla 18:

Variables de la regresión logística simple de la implementación de una política de RSE por escrito

Tabla 18

Área de análisis	Variables Independientes	Sig. Logit
La gestión y comercialización de fondos ISR	¿Gestiona o comercializa la entidad fondos ISR en España o en el extranjero?	0,006
Las políticas de RSE en la entidad	La RSE es necesaria para una adecuada gestión empresarial	0,037
La gestión de fondos de inversión	Cuando valora una acción de acuerdo al Análisis Fundamental, ¿cómo considera la aplicación e incorporación de políticas de RSE por parte de la compañía?	0,034
	¿Cómo valora el desarrollo de políticas de RSE, cuando realiza la valoración de una compañía?	0,003
Los inversores	¿Utiliza algún sistema de "best-advice" para ayudar a elegir fondos ISR?	0,043

El anexo II incluye de manera resumida los resultados obtenidos en la estimación y validación del modelo de regresión logística simple, que analizan la implementación de una política de RSE en las entidades gestoras.

La tabla 19 recoge la interpretación de los resultados obtenidos, así como la estimación de los valores para la variable dependiente que analiza la *implementación de una política de RSE por escrito*.

Interpretación de los resultados del modelo de regresión logística simple de la implementación de una política de RSE por escrito

Tabla 19

Área de análisis	VARIABLES INDEPENDIENTES	Probabilidad estimada de implementar una política de RSE por escrito	Odds	Interpretación de la Odds
La gestión y comercialización de fondos ISR	¿Gestiona o comercializa la entidad fondos ISR en España o en el extranjero?			
	Sí	0,55	1,2	Es 1,2 veces más probable que exista una política de RSE por escrito que no exista.
	No	0,15	0,173	Es 5,7 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
Las políticas de RSE en la entidad	"La RSE es necesaria para una adecuada gestión empresarial"			
	En desacuerdo	0,13	0,143	Es 7 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
	Parcialmente de acuerdo	0,28	0,393	Es 2,5 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
	Totalmente de acuerdo	0,52	1,08	Es 1,08 veces más probable que exista una política de RSE por escrito que no exista.
La gestión de fondos de inversión	Cuando valora una acción de acuerdo al AF, ¿cómo considera la aplicación e incorporación de políticas de RSE por parte de la compañía?			
	Nada importante	0,01	0,006	Es 166 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
	No muy importante	0,03	0,035	Es 28 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
	Algo importante	0,16	0,195	Es 5,1 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
	Importante	0,52	1,07	Es 1,07 veces más probable que exista una política de RSE por escrito que no exista.
	Muy importante	0,86	5,92	Es 5,2 veces más probable que exista una política de RSE por escrito que no exista.
Los inversores	¿Cómo valora el desarrollo de políticas de RSE, cuando realiza la valoración de una compañía?			
	Nada importante	0,05	0,047	Es 21 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
	Importante	0,30	0,421	Es 2,3 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
	Muy importante	0,79	3,7	Es 3,7 veces más probable que exista una política de RSE por escrito que no exista.
Los inversores	¿Utiliza algún sistema de "best-advice" para ayudar a elegir fondos ISR?			
	Sí	0,62	1,6	Es 1,6 veces más probable que exista una política de RSE por escrito que no exista.
	No	0,24	0,307	Es 3,2 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.

Del análisis de los resultados se desprende que, entre las diferentes variables analizadas, las entidades gestoras con mayor probabilidad de implementar una política explícita de RSE son aquellas que consideran *muy importante la aplicación e incorporación de políticas de RSE por parte de la compañías que la entidad analiza de acuerdo al Análisis Fundamental* (con una probabilidad estimada del 0,86 de que la entidad gestora disponga de una política explícita de RSE). Estrechamente relacionada con esta variable es la variable que mide cómo valorar el desarrollo de políticas de RSE, cuando realiza la valoración de una compañía, obteniéndose una probabilidad estimada de disponer de una política explícita de RSE del 0,79 cuando se considera muy importante dicha variable.

Estas variables, coinciden con las obtenidas en el análisis de la gestión y comercialización de fondos ISR, puesto que en ambos modelos de regresión, *la valoración de políticas de RSE en el análisis de las empresas en las que invierte el fondo como un aspecto muy importante influye* de manera positiva, tanto en la probabilidad de implantar una política de RSE por parte de las entidades gestoras, como en la de gestionar fondos ISR. Este resultado viene a confirmar que las entidades gestoras que “condicionan” algunas de sus actuaciones en materia de RSE e ISR a las actuaciones de las empresas que evalúan, presentan una mayor predisposición a implantar políticas de RSE por escrito, y a gestionar y comercializar fondos ISR. De ello se desprende que el proceso de la RSE e ISR implica a numerosos agentes (empresas, intermediarios financieros y partícipes) y que su éxito y desarrollo en nuestro país, depende en gran medida de la comunicación y conexión que haya entre los diferentes agentes, siendo las instituciones gestoras un importante nexo entre todos ellos.

Destaca también el hecho de que la probabilidad estimada de disponer de una política explícita de RSE es del 0,62 para aquellas entidades que disponen de un *sistema de best-advice de fondos ISR*. Dato importante, que de nuevo confirma la importancia de la comunicación e información para el desarrollo de la ISR y la RSE.

Un dato relevante y un tanto sorprendente, es el hecho de que aquellas entidades que *gestionan o comercializan fondos ISR* presentan sólo una probabilidad estimada del 0,55 de disponer de una política de RSE por escrito. De los resultados se deduce que en España el hecho de gestionar o comercializar fondos ISR no es un aspecto decisivo para la implantación de una política de RSE interna en la gestora, el proceso de deliberación está todavía sin desarrollar.

8.5. Análisis de relaciones y modelo de regresión logística múltiple de la gestión y comercialización de fondos de inversión socialmente responsables

En este apartado se realiza un análisis de la *gestión y comercialización de fondos ISR* mediante un análisis de regresión logística múltiple. Cabe destacar que, la selección de las variables se ha realizado a partir de los análisis de regresión simple con cada una de las variables por separado. Se han realizado diferentes estimaciones, y del conjunto de variables analizadas, únicamente han resultado significativas dos variables, por lo que el modelo de regresión logística múltiple incluye dos variables independientes que son:

- “¿Dispone la entidad de una política de RSE por escrito?”
- “¿Solicitan los inversores institucionales fondos ISR?”

Los niveles de significatividad del modelo de regresión múltiple se recogen en la tabla 20.

Variabes del modelo de regresión logística múltiple de la gestión y comercialización de fondos ISR

Tabla 20

Área de análisis	Variabes Independientes	Sig. Logit
Las políticas de RSE en la entidad y los inversores	¿Dispone la entidad de una política de RSE por escrito?	0,022
	¿Solicitan los inversores institucionales fondos ISR?	0,010

Los resultados de la estimación y validación del modelo de regresión logística múltiple se presentan en el anexo III. El procedimiento utilizado para especificar el modelo de regresión logística múltiple ha sido el método “introducir”. En la tabla 21 se presentan los resultados de la interpretación del modelo de regresión logística múltiple de la *gestión y comercialización de fondos ISR*.

Interpretación de los resultados del modelo de regresión logística múltiple de la gestión y comercialización de fondos ISR

Tabla 21

Área de análisis	Variabes Independientes		Probabilidad estimada de gestionar o comercializar fondos ISR	Odds	Interpretación de la Odds
	¿Dispone la entidad de una política de RSE por escrito?	¿Solicitan los inversores institucionales fondos ISR?			
Las políticas de RSE en la entidad y los inversores	Sí	Sí	0,91	10	Es 10 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar dichos productos, cuando se dispone de una política de RSE por escrito y cuando la demanda de fondos ISR proviene de inversores institucionales.
	Sí	No	0,56	1,2	Es 1,2 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar dichos productos, cuando se dispone de una política de RSE por escrito, y la demanda de fondos ISR no proviene de inversores institucionales.
	No	Sí	0,58	1,3	Es 1,3 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar dichos productos, cuando no se dispone de una política de RSE por escrito, y la demanda de fondos ISR proviene de inversores institucionales.
	No	No	0,14	0,17	Es 5,8 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar dichos productos, cuando no se dispone de una política de RSE por escrito, y la demanda de fondos ISR no proviene de inversores institucionales.

Estos resultados, de nuevo evidencian y confirman la teoría de partida de nuestro análisis: existe una relación positiva entre la ISR y la RSE. De hecho, aquellas entidades que disponen de una *política explícita de RSE* tienen una importante probabilidad de gestionar fondos ISR, y esta relación puede verse potenciada por otros factores, tales como *la demanda por parte de inversores institucionales de fondos ISR*. En este sentido, se confirma que la demanda de fondos ISR por parte de los inversores institucionales es un factor clave que influye directamente en la gestión y comercialización de fondos ISR. Así, *aquellas entidades que disponen de una política explícita de RSE*, y que además cuentan entre sus clientes con *inversores institucionales* que demandan fondos ISR presentan una probabilidad estimada de gestionar o comercializar fondos ISR del 0,91, mientras que, aquellas entidades que tienen definida una política de RSE, pero no cuentan entre sus inversores socialmente responsables, con inversores institucionales, la probabilidad estimada de gestionar o comercializar fondos ISR es del 0,56.

Otro dato importante que se revela de la investigación es que la probabilidad estimada de gestionar fondos ISR es mayor para aquellas entidades cuya demanda de fondos entre sus inversores provenga de inversores institucionales (con una probabilidad estimada de gestionar o comercializar fondos ISR del 0,58), que aquellas entidades que tienen una política explícita de RSE (que presentan una probabilidad estimada de gestionar o comercializar fondos ISR del 0,56).

9. Conclusiones

Las sociedades gestoras priman las variables financieras de los valores a la hora de incluirlos en la cartera de una IIC. Además, para el caso de los fondos ISR se han de considerar factores adicionales para poder aceptar dichos valores. Éstos están directamente relacionados con los criterios socialmente responsables en los que se basa el fondo, es decir, se ha de valorar de algún modo su asimilación al ideario ético previamente establecido. El fin de todo ello es construir una cartera óptima para los partícipes del fondo, que confían obtener, además de beneficios financieros, un beneficio social, apoyando a aquellas empresas que operan de una manera socialmente responsable. La finalidad última sería reproducir el proceso hasta conseguir generalizar el mismo a través de una evolución en las exigencias de los inversores. En todo este proceso, el papel desempeñado por las entidades gestoras es muy importante, dado que éstas actúan como nexo de unión entre el mercado y los inversores, y por tanto, su actuación es clave para el desarrollo de la ISR.

Bajo este contexto, el objetivo de análisis de este estudio han sido las entidades gestoras del mercado financiero español, tanto aquellas que toman sus decisiones de inversión a partir de un ideario ético, ecológico o socialmente responsable, como el resto del universo de gestores de carteras, con el propósito de poner de manifiesto y cuantificar las diferencias entre ambas estructuras de inversión en cuanto a la valoración de la ISR y la RSE, y la sensibilidad declarada ante estos conceptos.

Una de las principales conclusiones del análisis descriptivo realizado es que a efectos de rentabilidad y riesgo financiero de la ISR no se observan diferencias importantes en los grupos de entidades analizadas; es más, podemos afirmar que existe uniformidad y homogeneidad en gran parte de los resultados: tanto las entidades que gestionan fondos ISR como las que no lo hacen consideran, en su mayoría, que los inversores perciben que este tipo de fondos proporciona *un rendimiento similar o inferior y un riesgo similar al de las inversiones tradicionales*. En este grupo de entidades, la diferencia más notable se observa en la percepción de cómo se ha desarrollado el interés por la ISR en nuestro país, dado que las entidades que gestionan fondos ISR consideran en su mayoría que el interés por la ISR *no se ha modificado*, mientras que las entidades que no gestionan fondos ISR consideran que el interés por la ISR *ha aumentado*.

Respecto a las políticas de RSE, todas las entidades analizadas coinciden en afirmar que la *RSE mejora la transparencia en la información empresarial*. Sin embargo, se observan algunas diferencias, dado que aquellas entidades que tienen una política explícita de RSE consideran en su mayoría *muy importante la aplicación de políticas de RSE por parte de las empresas que analizan*, frente a las entidades que no dispo-

nen de una política explícita de RSE, y que consideran dicho aspecto como *no muy importante*.

En un segundo apartado, a partir la aplicación de un modelo de regresión logística, se han identificado aquellos factores que mayor influencia pueden tener en la decisión de gestionar o comercializar fondos ISR y también en la decisión de implementar una política explícita de RSE. Del análisis realizado se confirma la existencia de una relación positiva entre la ISR y la RSE, por lo que, la presente investigación supone una aportación y una confirmación empírica a las teorías que afirman y defienden la relación positiva entre la ISR y la RSE.

En este sentido, se observa que para el desarrollo de la ISR y la RSE en nuestro país es un factor clave *la valoración que las entidades gestoras hagan respecto a las políticas de RSE que las compañías aplican*, dado que aquellas que consideran *muy importante la aplicación de dichas políticas de RSE* tendrán mayor probabilidad de gestionar y comercializar fondos ISR, así como de implantar una política explícita de RSE. Por tanto, en la medida en que los gestores empiecen a constatar el carácter ineludible de la integración de criterios de RSE en los sistemas de gestión empresarial, se avanzará en la tarea de adicionar el objetivo clásico de creación de valor para el accionista con la integración de objetivos de RSE.

Un segundo aspecto clave para el desarrollo de la ISR es la inversión institucional. Los mercados internacionales y los grandes inversores institucionales valoran la trascendencia que tiene la RSE en la gestión empresarial. No obstante, en España el mercado institucional es todavía un mercado incipiente y casi inexistente en cuanto al patrimonio invertido con criterios de RSE. Atendiendo a lo acontecido en otros países europeos, y tal y como se confirma en nuestra investigación, el impulso y la implicación en el sector de la ISR de los inversores institucionales será necesario para que la ISR pueda desarrollarse en España.

En todo este proceso, se constata que para el crecimiento y consolidación de la ISR en nuestro país, las entidades gestoras tienen que generar un proceso de reflexión y de deliberación interna sobre el impacto de incorporar estrategias de RSE en su gestión, ya que tal y como se desprende de esta investigación aquellas gestoras que explícitamente se comprometen con esta política de gestión ofrecen una elevada probabilidad de comercializar fondos ISR. Por tanto, debe haber un convencimiento claro del gestor de que la RSE genera valor en la empresa y es un componente a tener en cuenta en la selección de valores, tomando una actitud proactiva en la difusión y promoción de los fondos ISR. Otro factor que también se ha detectado como impulsor de la comercialización de este tipo de fondos es la transparencia ante los inversores y por último, es necesario como se demuestra en este estudio, que las sociedades gestoras deben convencerse y transmitir a sus inversores que los fondos ISR pueden ofrecer una rentabilidad financiera similar o incluso superior a los fondos de inversión tradicionales.

10. Bibliografía

- AECA (2004): *Marco Conceptual de la Responsabilidad Social Corporativa*, AECA (Madrid).
- Arenas, D.; Albareda, L.; Balaguer, M.R. (2006): *Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable en España 2006*, IPES-Esade, Fundació Caixa Sabadell.
- Arms, M. (1999): "The Opportunity Cost of Monetary Conviction: A Comparison of the DSI and the S&P 500", *The Park Place Economist*, vol. VII, pp.21-32.
- Ato, M.; López, J.J. (1996): *Análisis estadístico para datos categóricos*, Madrid, Editorial Síntesis.
- Avanzi SRI Research/SiRi Company (2005): *Green, social and ethical funds in Europe 2005 Review*, Milán, octubre.
- Balaguer, M. R. (2006): *La inversión socialmente responsable: tres ensayos*, Tesis Doctoral, Universitat Jaume I (Castellón).
- Balaguer, M.R. (2007): "La inversión socialmente responsable en España: un enfoque multistakeholder", *Profesiones*, nº107, Mayo-Junio, pp.32-33
- Barreiro Fernández, J.M.; Losada Pérez, F.; Ruzo Sanmartin, E.; Navarro García, A. (2004): "Orientación al mercado y resultado exportador. Análisis de la empresa exportadora gallega a través de un modelo logit", *XVI Encuentro de Profesores Universitarios de Marketing*. Madrid, ESIC Editorial, vol. 1, pp.137-155, ISBN: 84-7356-387-5.
- Bauer, R.; Koedijk, K.; Otten, R. (2005): "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style", *Journal of Banking and Finance*, vol.29, nº7, pp.1751-1767. Winner of the 2002 *Moskowitz Prize for Outstanding Research in Socially Responsible Investing*, awarded by the Social Investment Forum in the US.
- Bauer, R.; Derwall, J.; Otten, R. (2007): "The ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada", *Journal of Business Ethics*, vol. 70, nº2, pp.111-124.
- Ben-Akiva, M.; Lerman, S.R. (1985): *Discrete choice analysis: theory and application to travel demand*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Boutin-Dufresne, F.; Savaria, P. (2004): "Corporate Social Responsibility and Financial Risk", *The Journal of Investing*, vol. 13, nº1, pp.57-66.
- Brickley, J.; Smith Jr., C.; Zimmerman, J. (2002): "Business ethics and organizational architecture", *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, nº9, pp.1821-1835.
- Brooks, L.J. (1997): "Business Ethics in Canada: Distinctiveness and Directions", *Journal of Business Ethics*, vol. 16, pp.591-604.

- Camejo, P. (2002): *The SRI Advantage: Why Socially Responsible Investing Has Outperformed Financially*, New Society Publishers.
- Cabrer, B.; Sancho, A.; Serrano, G. (2001): *Microeconomía y decisión*, Madrid, Ediciones Pirámide.
- Chevalier, J.; Ellison, G. (1996): "Are some mutual fund managers better than others? Cross-Sectional Patterns in behavior and performance", Working Paper 5852, National Bureau of Economic Research.
- Comisión de las Comunidades Europeas (2001): *Libro Verde. Fomentar un marco europeo para la Responsabilidad Social de las Empresas*.
- Cox, P.; Brammer, S.; Millington, A. (2004): "An empirical examination of institutional investor preferences for corporate social performance", *Journal of Business Ethics*, vol. 52, n^o1, June II, pp.27-43.
- CSR Europe; Euronext; Deloitte & Touche (2003): *Investing in Responsible Business. The 2003 Survey of European Fund Managers, Financial Analysts and Investor Relations Officers*, <<http://www.csreurope.org>>.
- D'Antonio, L.; Johnsen, T.; Hutton, R.B. (1997): "Expanding Socially Screened Portfolios: An attribution Analysis of Bond Performance", *The Journal of Investing*, vol. 6, n^o4, Winter, pp.79-86.
- Dhrymes, P.J. (1998): "Socially Responsible Investment: Is it Profitable?", *The Investment Research Guide to Socially Responsible Investing*, The Colloquium on Socially Responsible Investing, Texas, pp.264-284.
- European Multistakeholder Forum on CSR (2004): *Final results & recommendations*, Bruselas, 29 de junio.
- Ferrari, M. (2000): "Historical Risk and Return of the Tobacco Industry" in Cogan, Douglas G. (ed.), *Tobacco divestment and Fiduciary Responsibility: A legal and Financial Analysis*, Investor Responsibility Research Center, January 2000.
- Garz, H.; Volk, C.; Gilles, M. (2002): *More Gain than Pain-SRI: Sustainability Pays Off*, Düsseldorf, WestLB Panmure.
- Goldreyer, E.; Diltz, D. (1999): "The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: Incorporating Sociopolitical Information in Portfolio Selection", *Managerial Finance*, vol. 25, n^o1, pp.23-36.
- Gómez, M. (1999): "El análisis logit como técnica alternativa a la regresión y al análisis discriminante en la explicación del comportamiento de la empresa exportadora", *IX Jornadas Hispano-Lusas de Gestión Científica*, Huelva, pp.241-250.
- Greene, W.H. (1999): *Análisis Econométrico*, Madrid, 3^a edición, Prentice Hall.
- Gregory, A.; Mataka, J.; Luther, R. (1997): "Ethical unit trust financial performance: small company effects and fund size effects", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 24, n^o2, pp.705-725.
- Gujarati, D.N. (1994): *Econometría*, Madrid, Editorial McGraw-Hill.
- Hair, J.F.; Anderson, R.E.; Tatham, R.L.; Black, W.C. (1999): *Análisis multivariante*, Madrid, Editorial Prentice Hall.
- Hamilton, S.; Hoje, J.; Statman, M. (1993): "Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds", *Financial Analysts Journal*, vol. 49, n^o6, pp.62-66.

- Hancock, J. (1999): "The colour of your money-it's turning green", *Financial Times*, Weekend, July, 17/18.
- Hill & Knowlton, Inc.; Korn Ferry International (2003): "2003 Corporate Reputation Watch Survey"
<http://www.hillandknowlton.com/common/file.php/pg/duck/crw/binaries/57/CRW_2003surveysummary.pdf> (25 de enero de 2006).
- Hickman, K.; Teets, W.; Kohls, J. (1999): "Social investing and modern portfolio theory", *American Business Review*, vol. 17, n^o1, pp.72-78.
- INVERCO, Comisión de Ética, (1999): *Circular sobre la utilización por las instituciones de inversión colectiva de la denominación "ético", "ecológico" o cualquier otra que incida en aspectos de responsabilidad social*, 15 de Noviembre de 1999, INVERCO, CNMV.
- Kroon, E. (2001): *Do Socially Responsible Equity Portfolios Perform Differently from Conventional Portfolios?*, Amsterdam, ABN Amro Global Consulting Group.
- Kreander, N.; Gray, R. H.; Power, D. M.; Sinclair C. D. (2005): "Evaluating the Performance on Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 32, n^o7-8, pp.1465-1493
- Kurtz, L. (1997): "The Impact of Social Screening on Growth-Oriented Investment Strategies", *The Journal of Performance Measurement*, Spring, pp.65-71.
- Kurtz, L.; DiBartolomeo, D. (1996): "Socially Screened Portfolios: An Attribution Analysis of Relative Performance", *The Journal of Investing*, vol. 5, Fall, pp.35-41.
- Labuschagne, C.; Brent, A.C.; Schalk, J.C. (2005): "Environmental and social impact considerations for sustainable project life cycle management in the process industry", *Corporate Social Responsibility and Environmental management*, vol.12, n^o1, pp.38-54.
- Lévy, J.; Varela, J. (2003): *Análisis multivariante para las ciencias sociales*, Madrid, Prentice Hall.
- Lozano, J.M.; Albareda, L. (2001): *Observatorio de los Fondos de Inversión Éticos, Ecológicos y Solidarios en España 2000*, IPES-Esade, Fundació Caixa Sabadell.
- Lozano, J.M.; Albareda, L.; Balaguer, M.R. (2005): *Observatorio de la Inversión Socialmente Responsable 2004*, IPES-Esade, Fundació Caixa Sabadell.
- Luque, T. (2000): *Técnicas de análisis de datos en investigación de mercados*, Madrid, Editorial Pirámide.
- Luck, C.; Pilotte, N. (1993): "Domini Social Index Performance", *The Journal of Investing*, Fall, vol. 2, n^o3, pp.60-72.
- Luther, R.G.; Matatko, J.; Corner, D.C. (1992): "The Investment Performance of UK ethical Unit Trusts", *Accounting Auditing & Accountability Journal*, vol. 5, n^o4, pp. 57-70.
- Malhotra, N. (1984): "The use of linear logit models in marketing research", *Journal of Marketing Research*, vol.21, February, pp.20-31.
- Mallin, C.; Saadouni, B.; Briston, R. (1995): "The Financial Performance of Ethical Investment Funds", *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 22, n^o4, pp.483-496.
- Mill, C. (2006): "The Financial Performance of a Socially Responsible Investment over time and a Possible Link with Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, vol. 63, Spring, pp.131-148.

- Moshe, P. (2006): "The Role of Institutional Investors in the Corporate Governance", German Working Papers in Law and Economics, vol.2006, n^o1. <<http://www.bepress.com/gwp/default/vol2006/iss1/art1>>.
- Mueller, S. (1991): "The Opportunity Cost of Discipleship: Ethical Mutual Funds and Their Returns," *Sociological Analysis*, vol.15, n^o1, pp.249-265.
- Pardo Merino, A.; Ruiz Díaz, M.A. (2002): *SPSS 11 Guía para el análisis de datos*, Madrid, Editorial Mc Graw Hill.
- Peloza, J. (2005): "Corporate Social Responsibility as Reputation Insurance". *Conference Measuring and Reporting Social, Environmental and Financial Performance*, Center for Responsible Business at the Haas School of Business. <<http://www.haas.berkeley.edu/responsiblebusiness/conference/documents/CorporateSocialResponsibilityasReputation.docJohnPeloza.pdf>>.
- Pueyo, R.; Llaría, J.; Viñuales, V. (2003): *Anuario sobre la Responsabilidad Social Corporativa 2003*, Fundación Ecología y Desarrollo, <<http://www.ecodes.es>>.
- Reed, D.J. (1998): "Green Shareholder Value, Hype or Hit?", *Sustainable Enterprise Perspectives*, World Resources Institute, Washington.
- Reyes, M.; Grieb, T. (1998): "The external performance of socially-responsible mutual funds", *American Business Review*, vol. 16, n^o1, pp.1-7.
- Sánchez, P.; Rodríguez, M.; Ricart, J. (1999): "Los inversores como nuevos agentes del cambio ambiental de las empresas", *Harvard-Deusto Business Review*, vol. 91, Julio-Agosto, pp.50-60.
- Säve-Söderbergh, J. (2004): *Ethics and Financial Investments*, Dissertation Series, no. 59, The Swedish Institute for Social Research, Stockholm University.
- Sauer, D. A. (1997): "The impact of social responsibility screens on investment", *Review of Financial Economics*, vol.6, n^o2, Spring, pp.137-150.
- Sethi, S.P. (2005): "Investing in socially responsible companies is a must for public pension funds-because there is no better alternative", *Journal of Business Ethics*, vol. 56, pp.99-129.
- Social Investment Forum (1999): *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, SIF Industry Research Program*, <<http://www.socialvest.org>>.
- Social Investment Forum (2006): *2005 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, Washington, January.
- Sparkes, R. (1995): *The ethical Investor. How to make money work for society and environment as well as for yourself*, Londres, Harper Collins Publisher.
- Statman, M. (2000): "Socially Responsible Mutual Funds", *Financial Analysts Journal*, vol. 56, n^o4, pp.30-39.
- Tranter, B.; White, R. (2001): "Share-ownership and the triple bottom line: A preliminary study", Tasa 2001 Conference - *The University of Sydney*, 13-15 December.
- Viederman, S.; Camejo, P. (2000): "If return is fiduciary criterion, then social investing passes the test", *Pensions and Investment*, vol. 28, n^o3, pp.16-17.
- Yankelovich, Inc. (2006): "Attitudes toward socially responsible investing. Executive summary", <<http://www.calvert.com>> (25 de enero de 2006).

Anexo I. Estimación y validación de la regresión logística simple de la gestión y comercialización de fondos ISR

Estimación de la regresión logística simple de la gestión y comercialización de fondos ISR

Área de análisis	Variabes Independientes	β	Error Típico	e^{β}	
Las políticas de RSE en la entidad	¿Dispone la entidad de una política de RSE por escrito?	1,950	0,704	7,028	
	Constante	-0,938	0,393	0,391	
	La RSE es necesaria para una adecuada gestión empresarial				
	En desacuerdo (GE1)	-2,420	1,249	0,089	
	Parcialmente de acuerdo (GE2)	-1,638	0,753	0,194	
	Totalmente de acuerdo			Cat. ref.	
	Constante	0,811	0,601	2,250	
La gestión de fondos de inversión	Cuando valora una acción de acuerdo al AF, ¿cómo considera la aplicación e incorporación de políticas de RSE por parte de la compañía?				
	Nada importante (AF_RSE1)	-22,456	28420,722	0,000	
	No muy importante (AF_RSE2)	-3,125	1,104	0,044	
	Algo importante (AF_RSE3)	-1,658	1,029	0,190	
	Importante (AF_RSE4)	-0,742	1,085	0,476	
	Muy importante			Cat. ref.	
	Constante	1,253	0,802	3,500	
	¿Cómo valora el desarrollo de políticas de RSE, cuando realiza la valoración de una compañía?				
	Nada importante (POL_RSE1)	-4,942	1,474	0,007	
	Importante (POL_RSE2)	-2,621	1,147	0,073	
	Muy importante			Cat. ref.	
Constante	2,303	1,049	10,000		
¿Utiliza criterios de RSE para elegir el <i>benchmark</i> de referencia del fondo?					
Constante	-0,571	0,347	0,565		

Continúa en pág. siguiente

Área de análisis	VARIABLES INDEPENDIENTES	β	Error Típico	e^{β}
Los inversores	Cuando un inversor le pide asesoramiento en sus decisiones de inversión, ¿le informa sobre la posibilidad de invertir en fondos ISR?			
	Siempre (INF1)	3,738	1,551	42,000
	Frecuentemente (INF2)	4,431	1,496	84,000
	Ocasionalmente (INF3)	2,927	1,168	18,667
	Nunca			Cat. ref.
	Constante	-2,639	1,035	0,071
	¿Solicitan los inversores institucionales fondos ISR?	2,128	0,734	8,400
Constante	-1,099	0,516	0,333	

Nota: Cat. ref. = Categoría de referencia

Validación del modelo de regresión logística simple de la gestión y comercialización de fondos ISR

Área de análisis	Variables Independientes	Significativ. Individual	Significatividad Conjunta			Porcentaje correcto pronosticado
		Test de Wald	-2Log de la Veros.	R ² de Cox y Snell	R ² de Nagelkerke	
Las políticas de RSE en la entidad	¿Dispone la entidad de una política de RSE por escrito?	7,673	55,422	0,169	0,227	72,3 %
	La RSE es necesaria para una adecuada gestión empresarial	6,158	49,722	0,153	0,206	71,4 %
La gestión de fondos de inversión	Cuando valora una acción de acuerdo al Análisis Fundamental, ¿cómo considera la aplicación e incorporación de políticas de RSE por parte de la compañía?	9,171	45,360	0,275	0,371	70,5 %
	¿Cómo valora el desarrollo de políticas de RSE cuando realiza la valoración de una compañía?	11,264	39,914	0,378	0,508	71,1 %
	¿Utiliza criterios de RSE para elegir el <i>benchmark</i> de referencia del fondo?	4,336	52,834	0,134	0,180	67,4 %
Los inversores	Cuando un inversor le pide asesoramiento, ¿le informa sobre la posibilidad de invertir en fondos ISR?	10,310	36,710	0,368	0,492	77,5 %
	¿Solicitan los inversores institucionales fondos ISR?	8,417	44,394	0,219	0,292	74,4 %

Anexo II. Estimación y validación de la regresión logística simple de la implementación de una política de RSE por escrito

Estimación de la regresión logística simple de la implementación de una política de RSE por escrito

Área de análisis	VARIABLES INDEPENDIENTES	β	Error Típico	e^{β}
La gestión y comercialización de fondos ISR	¿Gestiona o comercializa la entidad fondos ISR en España o en el extranjero?	1,950	0,704	7,028
	Constante	-1,749	0,542	0,174
Las políticas de RSE en la entidad	La RSE es necesaria para una adecuada gestión empresarial			
	En desacuerdo (GE1)	-1,163	1,037	0,313
	Parcialmente de acuerdo (GE2)	-2,028	0,792	0,132
	Totalmente de acuerdo			Cat. ref.
	Constante	0,470	0,570	1,600
La gestión de fondos de inversión	Cuando valora una acción de acuerdo al AF, ¿cómo considera la aplicación e incorporación de políticas de RSE por parte de la compañía?			
	Nada importante (AF_RSE1)	-22,456	28420,722	0,000
	No muy importante (AF_RSE2)	-3,892	1,309	0,020
	Algo importante (AF_RSE3)	-22,456	12710,133	0,000
	Importante (AF_RSE4)	-0,154	1,144	0,857
	Muy importante			Cat. ref.
	Constante	1,253	0,802	3,500
	¿Cómo valora el desarrollo de políticas de RSE, cuando realiza la valoración de una compañía?			
Nada importante (POL_RSE1)	-4,143	1,297	0,016	
Importante (POL_RSE2)	-2,534	0,939	0,079	
Muy importante			Cat. ref.	
	Constante	1,504	0,782	4,500
Los inversores	¿Utiliza algún sistema de "best advice" para ayudar a elegir fondos ISR en las decisiones de inversión?	1,689	0,835	5,417
	Constante	-1,179	0,404	0,308

Nota: Cat. ref. = Categoría de referencia

Validación del modelo de regresión logística simple de la implementación de una política de RSE por escrito

Área de análisis	Variables Independientes	Significativ. Individual	Significatividad Conjunta			Porcentaje correcto pronosticado
		Test de Wald	-2Log de la Veros.	R ² de Cox y Snell	R ² de Nagelkerke	
La gestión y comercializ. de fondos ISR	¿Gestiona o comercializa la entidad fondos ISR en España o en el extranjero?	7,673	50,178	0,169	0,236	72,3 %
	La RSE es necesaria para una adecuada gestión empresarial	6,158	46,215	0,159	0,220	73,8 %
La gestión de fondos de inversión	Cuando valora una acción de acuerdo al Análisis Fundamental, ¿cómo considera la aplicación e incorporación de políticas de RSE por parte de la compañía?	10,430	25,880	0,485	0,679	88,6 %
	¿Cómo valora el desarrollo de políticas de RSE cuando valora una compañía?	11,805	39,680	0,324	0,450	82,2 %
Los inversores	¿Utiliza algún sistema de "best-advice" para ayudar a elegir fondos ISR?	4,096	47,685	0,097	0,137	73,8 %

Anexo III. Estimación y validación de la regresión logística múltiple de la gestión y comercialización de fondos ISR

Estimación de la regresión logística múltiple de la gestión y comercialización de fondos ISR

Área de análisis	Variables Independientes	β	Error Típico	e^{β}
Las políticas de RSE en la entidad y los inversores	¿Dispone la entidad de una política de RSE por escrito?	2,003	0,875	7,412
	¿Solicitan los inversores institucionales fondos ISR?	2,084	0,812	8,040
	Constante	-1,761	0,665	0,172

Validación del modelo de regresión logística múltiple de la gestión y comercialización de fondos ISR

Área de análisis	Variables Independientes	Significativ. Individual	Significatividad Conjunta				Porcentaje correcto pronosticado
		Test de Wald	-2Log de la Veros.	R ² de Cox y Snell	R ² de Nagelkerke	Prueba de Hosmer y Lemeshow	
Las políticas de RSE en la entidad y los inversores	¿Dispone la entidad de una política de RSE por escrito?	5,237	38,371(a)	0,331	0,441	0,940	7,69 %
	¿Solicitan los inversores institucionales fondos ISR?	6,597					

(a) La estimación ha finalizado en el número de iteración 5 porque las estimaciones de los parámetros han cambiado en menos de ,001.

