

La inversión socialmente responsable. Situación actual en España.

María Ángeles Fernández Izquierdo

En abril de 2008 se lanzó en España el primer indicador bursátil de inversión socialmente responsable, el "FTSE4Good IBEX". Este índice, creado por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y la compañía proveedora de índices FTSE, está compuesto por las compañías españolas que mejor cumplen con los estándares nacionales e internacionales sobre la inversión socialmente responsable (ISR). Tras tres años de andadura del índice socialmente responsable, creemos importante realizar una divulgación financiera sobre la ISR y analizar su situación actual en España.

Introducción

Dentro de los mercados bursátiles, la inversión socialmente responsable (ISR) es un segmento de la inversión que se está desarrollando rápidamente mediante los instrumentos de inversión colectiva, como son los fondos de inversión y los planes de pensiones socialmente responsables. Este desarrollo ha impulsado la creación de nuevas instituciones o la adecuación de las tradicionales para que actúen en el control, valoración, medición y elaboración de *rating* y ranking de sostenibilidad, así como en la creación y difusión de índices bursátiles socialmente responsables que sirvan de base para la gestión ya sea activa o pasiva de las carteras de dichos instrumentos de inversión colectiva.

Tal y como define Eurosif (2010) se entiende por inversión socialmente responsable (ISR) al proceso de inversión que combina objetivos de inversión financiera y aspectos ambientales, sociales y de gobierno corporativo (criterios ASG) en la toma de decisiones de inversión. Bajo estos parámetros las metodologías para evaluar la rentabilidad y el riesgo en la ISR se están expandiendo hacia todos los campos de la inversión, tanto para la realización de *ratings*, como en la gestión y comunicación de la información.

Evolución y estrategias de la inversión socialmente responsable

La evolución de los criterios de decisión de las inversiones socialmente responsables, ha dado lugar a diferentes metodologías de preselección de activos financieros (renta variable, renta fija pública y privada, derivados, etc.) para la gestión óptima de carteras y, en consecuencia, a diferentes generaciones de fondos ISR, pudiéndose seleccionar un activo emitido por una empresa tanto por el "modo" en que ésta lleva a cabo su actividad, como por la propia actividad desarrollada.

De esta manera coexisten en el mercado un amplio abanico de estrategias de inversión socialmente responsable y por lo tanto de instrumentos, conviviendo en el mercado diferentes generaciones de fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables e incluso fondos que aplican combinaciones de las distintas estrategias. Esta variación va desde los fondos de primera generación, que aplican únicamente filtros excluyentes en la preselección de

activos que forman parte de sus carteras; fondos de segunda y tercera generación, que utilizan filtros positivos o selecciones “best in class”, hasta aquellos de cuarta y quinta generación que realizan activismo accionario y estrategias de inversión en la comunidad.

Así pues, tal y como se observa en el cuadro 1, la ISR puede tener diferentes lecturas que van desde visiones más restrictivas de exclusión a visiones que van más allá y pretenden integrar todos los factores de riesgo en los modelos de valoración mediante la introducción explícita de criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en la gestión de riesgos del análisis financiero tradicional.

Cuadro 1

Estrategias de inversión socialmente responsable

ESTRATEGIA	DEFINICIÓN
Exclusiones	Exclusiones en las que se aplica un filtro con un elevado número de criterios negativos.
Screening positivo	Búsqueda y selección de las compañías con mejores comportamientos socialmente responsables, así como aquellas que producen servicios y/o bienes positivos. Incluye <i>best-in-class</i> (las mejores empresas) y selección de los “pioneros”.
Best-in-class	Enfoque a través del cual las principales empresas por sector son analizadas por criterios de responsabilidad social, y seleccionadas para la inversión las mejores de cada grupo.
Selección de pioneros/ Inversión temática	Fondos temáticos, basados en criterios de sostenibilidad como por ejemplo la disminución de la utilización de petróleo. Se enfoca en sectores como la energía, el agua, etc.
Screening basado en normas	Screening negativo basado en el cumplimiento de estándares internacionales propuestos por entidades tipo OCDE, OIT, ONU, UNICEF, etc.
Exclusiones simples/ Screening simple	Exclusión de un sector o actividad tipo producción armamentística, tabaco, alcohol, experimentación animal. El screening simple incluye también la selección simple por derechos humanos (ej. Birmania) o a través de estándares internacionales.
Engagement o diálogo de los inversores	Es utilizado por los gestores de los fondos para fomentar prácticas más responsables en las empresas. Se basa en la capacidad de influencia de los inversores como tales y se puede aplicar incluso a través del derecho a voto.
Inversión en la comunidad	Apoyo una determinada actividad productiva en el ámbito de la comunidad cercana, que presente características ventajosas desde el punto de vista social y/o medioambiental.

Integración	La introducción explícita de criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo en la gestión de riesgos del análisis financiero tradicional.
-------------	---

Fuente: Fernández, M.A. (2010)

Dichas estrategias son agrupadas por Eurosif (2010) en dos: Las estrategias “core SRI” que aglutina estrategias de exclusión (de tres o más criterios) y *screening* positivo (entre las que se encuentran el *best in class* y los fondos temáticos ISR) y por otro lado la que se denomina estrategia de “Broad SRI” que incluye las estrategias que contengan la exclusión de menos de tres criterios o que las exclusiones se limiten a aspectos éticos, el *engagement* y la integración.

En las primeras etapas de desarrollo de la ISR, durante las décadas de los años setenta y ochenta, la mayoría de los proyectos se concebían a partir de criterios negativos de preselección, basados muchas veces en valores morales y éticos, como por ejemplo, la exclusión de la industria del alcohol, del tabaco, la industria pornográfica, etc. Desde esta perspectiva se crearon la mayoría de las primeras instituciones de inversión colectiva éticas, como el Stewardship Fund en el Reino Unido o el Pax World Fund en Estados Unidos.

A lo largo del tiempo, los criterios negativos fueron evolucionando de forma paralela a los movimientos sociales y ambientales. Así, también son posibles criterios de exclusión relacionados con industrias como la militar, las vinculadas a la producción y distribución de energía nuclear, las consideradas contaminantes o destructoras del medio ambiente, las que realizan test con animales vivos, productos transgénicos, etc.

La evolución de la ISR derivó en la sustitución de la exclusión de determinadas actividades por la inclusión de empresas “modélicas” (*best in class*), bajo el concepto de discriminación positiva. También se utilizan estrategias temáticas, basadas en la selección de sectores u objetivos de inversión finalistas, como sectores ecoeficientes (la denominada inversión verde), o con inversiones con marcado carácter social (ej. inversión en ayuda a la concesión de microcréditos).

Actualmente, el activismo accionario/dialogo con los inversores y la inversión directa en proyectos beneficiosos para la comunidad son metodologías de ISR que se están adoptando de forma creciente en los mercados americanos.

El activismo de los accionistas implica el diálogo con el equipo directivo de las compañías, haciendo uso de uno de los derechos básicos y fundamentales de todo accionista: participar como copropietario en la toma de las decisiones de la compañía con derecho a voto. La inversión social en la

comunidad (Community Investing) consiste en apoyar una determinada causa o actividad a través de las inversiones, buscando una rentabilidad financiera, social y medioambiental. El objetivo es generar financiación para individuos o colectivos pertenecientes a la comunidad donde opera la institución, para permitirles salir de la exclusión, ya sea social o financiera. También puede tener como objetivo apoyar una determinada actividad productiva que presente características ventajosas desde el punto de vista social y/o medioambiental. Esta estrategia, según SIF (2011) está incluida como una estrategia adicional de ISR, mientras que no está contemplada como tal por Eurosif (2010).

La utilización de criterios de selección, tanto inclusivos como excluyentes también se está aplicando al análisis de renta fija emitida por estados, por otros organismos oficiales y por entidades supranacionales así como empresas tanto públicas como privadas. Como principales criterios excluyentes se analizan las sanciones y el incumplimiento de las convenciones internacionales. Para el análisis de criterios positivos se utilizan similares parámetros que los del ámbito empresarial, medioambientales, sociales y de gobierno corporativo.

Gran parte de las inversiones socialmente responsables se canalizan hoy a través de instituciones de inversión colectiva (IIC) como fondos y sociedades de inversión mobiliaria y fondos de pensiones. La finalidad de estas instituciones es la captación de los ahorros de un gran número de inversores (particulares, empresas y otras entidades) para invertirlos total o parcialmente en una cesta de distintos activos financieros como acciones, renta fija pública y privada o productos derivados y estructurados, con el objetivo de dirigir el ahorro hacia las empresas y organizaciones, de acuerdo con el ideario de la institución, cumpliendo con los criterios valorativos y/o negativos en él reflejados, la estrategia de inversión de estos fondos puede llevar también asociada el activismo accionario y/o la inversión en la comunidad.

La evolución de estos fondos de inversión o de pensiones socialmente responsables ha ido pareja en el tiempo al desarrollo de las estrategias de inversión socialmente responsables. De esta manera coexisten en el mercado un amplio abanico de fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables de diferentes generaciones que van desde los FISR de primera generación, que aplican únicamente filtros excluyentes en la preselección de activos que forman parte de sus carteras hasta aquellos de quinta generación que realizan activismo accionario y estrategias de inversión en la comunidad.

Los índices socialmente responsables, al igual que los índices bursátiles tradicionales, son indicadores de la evolu-

ción de los precios de los títulos más representativos de un mercado bursátil, en este caso, del segmento del mercado de la ISR. La metodología de elaboración de un índice bursátil depende de la institución que lo diseña, gestiona y publica, aunque generalmente suele tener características comunes, como la de servir de medida del mercado que representan, ser activo subyacente en los mercados de productos derivados y estructurados o servir de *benchmark* en la gestión de carteras. La inclusión y exclusión de las acciones en los índices bursátiles es un hecho importante, para la acción y para el mercado. La inclusión le da una gran visibilidad y las instituciones de inversión colectiva que utilizan los índices como *benchmarking* recomponen sus carteras, comprando las incluidas y vendiendo las excluidas.

La creación y aumento en el número de este tipo de índices es buena muestra del desarrollo de la ISR, pues sirven de referencia para inversores particulares, gestoras y sociedades de inversión que ponen en circulación en el mercado los fondos ISR. Como índices bursátiles más representativo a nivel europeo podemos señalar el FTSE4Good. Fue creado en julio de 2001 por FTSE en colaboración con Ethical Investment Research Service (EIRIS) y UNICEF (Fondo de las Naciones Unidas para la Infancia).

Los criterios de selección de valores están basados en principios internacionales generalmente aceptados. Tienen restringido su acceso las actividades de energía nuclear, tabaqueras y fabricación de armamentos, y entre sus criterios de admisión figuran la gestión del medio ambiente y el cambio climático, los derechos humanos y laborales, los estándares laborales en la cadena de suministro y la reducción del soborno.

Desde el año 2008 se publica en España el FTSE4GoodIbex que pertenece a la misma familia de índices y está compuesto por empresas españolas cotizadas que cumplen los citados criterios de selección, este índice fue diseñado mediante acuerdo entre Bolsas y Mercados Españoles (BME) y FTSE. A fecha de 31 de diciembre de 2009 el índice estaba formado por 30 empresas del mercado continuo español que además forman parte del FTSE Spain All Cap Index.

Situación de la inversión socialmente responsable en Europa con especial referencia a España

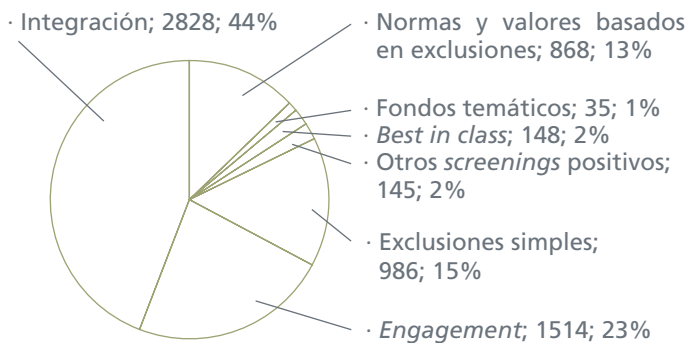
Según Eurosif (2010) el tamaño del mercado, medido por el volumen de activos gestionados, de la ISR en Europa ascendía a 5.000 billones de euros para el año 2009, lo que supone un espectacular incremento, si se compara con los datos del año 2007 que ascendía a 2.665 billones de euros. El mercado de ISR está representado en un 92% por los inversores institucionales y los inversores son más conscien-

tes de la necesidad de incorporar en sus análisis los riesgos ASG. De este total, el patrimonio gestionado bajo la clasificación de ISR central ("Core SRI") es de 1,2 billones mientras que 3,8 billones se engloban en la ISR en sentido amplio ("Broad SRI"), lo que representa un 76% del total.

En el cuadro 2 se representa el detalle del desglose del mercado de la ISR por estrategias individuales. La estrategia de ISR más utilizada es la integración, que se elevan a 2.828 billones de euros, en segundo lugar esta la estrategia del *engagement* que supone 1.514 billones de euros, siendo la tercera la estrategia de especificar normas y valores basados en exclusiones, que se eleva a 868 billones. Lógicamente, tal y como indica Eurosif (2010) la cifra total de las estrategias individuales, que asciende a 6.524 billones de euros, es superior al volumen de activos gestionados según criterios de ISR, al superposicionarse estrategias.

Cuadro 2

Estrategias individuales de ISR en Europa en el año 2009
(Billones de euros y % sobre total estrategias individuales)



Fuente: Eurosif (2010)

No obstante, los datos de la ISR desagregados por mercados nacionales varían considerablemente en términos de tamaño, estrategias, crecimiento y cuota de mercado.

Cuadro 3

ISR en Europa 2007 y 2009 (billones de €)

PAÍS	ISR CENTRAL (ISR CORE)		ISR AMPLIA (ISR BROAD)	
	2007	2009	2007	2009
Austria	1,2	2,1	--	--
Alemania	11,1	12,2	--	0,7
Bélgica	23,4	24,4	260,4	169,3
Dinamarca	45,7	143,9	68,8	98,3
Finlandia	13,4	64,4	54	25
Francia	21,8	50,7	66	1800

Italia	3,4	13,1	240	299,3
Holanda	69,4	130,1	219,7	265,8
Noruega	170,5	378,1	38,3	32,5
Polonia	--	0,2	--	0,9
España	1,3	14,7	29,5	18,6
Suecia	134,3	216,6	56,8	88,9
Suiza	21,1	23,0	--	--
Reino Unido	54,1	54,7	709,4	884,2

Fuente: Eurosif (2010)

En el cuadro 3 se recoge en detalle, por países más representativos de Europa, las cantidades invertidas en ISR según estrategias centrales y amplias. En dicho cuadro se resalta el hecho de que los inversores de ISR están especialmente presentes en mercados como el Reino Unido, Holanda, Noruega, Francia y Suecia.

Este gran desarrollo se debe, en parte, según destaca el observatorio de la ISR (2010) por la regulación del mercado y la actuación de las administraciones públicas, como por ejemplo, en el caso de Inglaterra, donde el ministro John Denham formuló la Ley de 3 de julio del 2000, que obliga a los fondos de pensiones a comunicar formalmente si desarrollan políticas con fines sociales, éticos y medioambientales.

El cuadro 4 recoge las cifras invertidas en ISR en España, en los años 2008 y 2009, distinguiendo entre la inversión institucional y la *retail*. Como se puede observar, el patrimonio invertido en ISR en España, a finales de 2009 asciende a 14.053.875 miles de euros, lo que supone un incremento con respecto a las cifras totales del año anterior de 9,8%, distribuidos entre un total de 814.766 partícipes, con un incremento de 1858 partícipes. Tal y como destaca *Spainsif* (2010), la ISR en España se está desarrollando fundamentalmente gracias al impulso que están ejerciendo los fondos de pensiones de empleo, existiendo una gran diferencia entre el mercado institucional y el mercado *retail*. De hecho, el patrimonio del mercado institucional de fondos de pensiones con políticas ISR en la gestión asciende, en el año 2009, a 13.919 millones de euros, mostrando un incremento del 15,35% con respecto al año anterior y suponiendo el 99% del mercado total de la ISR, siendo el mercado *retail*, un mercado marginal (1% del total del patrimonio invertido en ISR) que supone alrededor de unos 134,5 millones de euros.

Estos datos nos permiten afirmar que el mercado institucional ISR es el mercado fundamental de la ISR en España, y nos sitúa ante un claro liderazgo de los inversores institucionales con criterios ISR en nuestro país,

especialmente los planes y fondos de pensiones de empleo de la ISR en España.

Cuadro 4

Inversión socialmente responsables en España en los años 2008-2009

Tipología	2008		2009	
	Patrimonio (miles euros)	Participes	Patrimonio (miles euros)	Participes
Fondos de pensiones de empleo con política ISR	11.200.704	182.927	12.881.585	194.373
Fondos de pensiones con activismo accionarial	859.454	592.808	1.029.480	608.847
Fondos de pensiones individuales con política ISR	6.577	3.466	8.303	2.719
TOTAL MERCADO INSTITUCIONAL	12.066.735	779.201	13.919.368	805.939
TOTAL MERCADO RETAIL	729.129	33.707	134.507	8.827
TOTAL ISR EN ESPAÑA	12.795.864	812.908	14.053.875	814.766

Fuente: Observatorio de la ISR (2009; 2010)

Según el Observatorio de la ISR (2010) en España existen 13 fondos de pensiones de empleo integrados con criterios sociales, medioambientales y de gobierno corporativo que cuentan con un patrimonio de 12.881,5 millones de euros y con un total de 194.373 participes. Se trata del 42,05 % del patrimonio total invertido en fondos de pensiones de empleo en España en el año 2009, y supone el 15,20 % del patrimonio total invertido en las diferentes modalidades de planes de pensiones existentes. Estos fondos institucionales se convierten, por lo tanto, en la palanca para avanzar, y actuar como impulso de la ISR.

Desde nuestro punto de vista, en nuestro país el impulso de la inversión con criterios de sostenibilidad debe ser el resultado de la interacción de múltiple factores, de los que cabe destacar en primer lugar el papel dinamizador que las administraciones públicas deben tener a la hora de impulsar la ISR, y dentro de éstas, en especial, los organismos reguladores que deben actuar en la ordenación en torno a la ISR y en la ejemplarización, con la aplicación directa de los principios de ISR, tanto como emisores de títulos como gestores de patrimonios o en su faceta de inversores. En segundo lugar, destacar la potenciación de la cultura financiera y organizacional que ayude a incorporar empresas de la responsabilidad social en su gestión y el impulso por parte de los diferentes actores del mercado financiero para que esta tipología de inversión alcance un nivel de madurez, finalmente en tercer lugar, destacar el impulso

por parte de los diferentes actores del mercado financiero para que ésta tipología de inversión alcance un nivel de madurez.

Cabe resaltar como ejemplo de dinamización, la aprobación por parte del Parlamento noruego, en el año 2004, de las directrices éticas del Fondo de Pensiones público noruego que es considerado uno de los mayores fondos públicos del mundo. La gestión de la ISR se realiza mediante la definición de tres estrategias: (1) *engagement* o ejercicio de los derechos del accionista de forma activa; (2) *negative screening* o "filtración negativa" de empresas que fabrican cierto tipo de armas cuyo uso normal infringe principios humanitarios fundamentales y (3) exclusión de empresas cuando existe un riesgo inaceptable de complicidad en violaciones graves o sistemáticas de normas éticas.

La reforma de la Ley de pensiones en vigor desde 1999 en el reino Unido, incluye la transparencia informativa, ello supone que las comisiones de control de dichos fondos de pensiones de empleo deben informar en sus memorias anuales sobre si tienen en cuenta o no criterios éticos, sociales y medioambientales a la hora de tomar decisiones de inversión o desinversión de los valores cotizados. También deben informar sobre la política adoptada en relación con el ejercicio de los derechos políticos, incluyendo el ejercicio al voto en las asambleas generales de los accionistas.

Esta política, tal y como resalta el Observatorio de la ISR (2010), ha actuado de catalizador durante la última década y ha favorecido el hecho de que en el Reino Unido numerosos fondos y planes de pensiones hayan incluido criterios de ISR en su política de inversión. También ha tenido un gran impacto en el mercado europeo, pues varios gobiernos y parlamentos han seguido la iniciativa y han adoptado marcos reguladores de la promoción de la ISR.

De hecho, el informe de Rimas (Steurer, Margula y Martinuzzi, 2008) destaca como los gobiernos y los parlamentos europeos han sido los más activos en la promoción de políticas públicas de promoción de la ISR, en la adopción de nuevas leyes y regulaciones para favorecer la transparencia en este campo. El estudio realizado en los 27 estados miembros de la UE detectó 14 iniciativas públicas para promover la ISR de las cuales sólo 6 eran instrumentos legales.

En España, siguiendo el ejemplo del papel de lobby realizado por Eurosif en los últimos 10 años en cuanto a la potenciación de la ISR, Spainsif ha abierto un debate sobre la regulación favorable de la ISR, lo que ha llevado incluir en julio del 2011 una enmienda en el proyecto de ley sobre la actualización, adecuación y modernización del sistema de seguridad social que incluye en su disposición fi-

nal undécima la información por parte de la comisión de control del fondo de pensiones de empleo, si se tienen en consideración los aspectos éticos, sociales, medioambientales y de buen gobierno en las decisiones de inversión y en la medición de riesgos financieros.

Ahora bien, el factor básico que ayudaría al despegue de la ISR en España sería la aceptación por parte todos los agentes del mercado financiero que la ISR puede tener resultados, en el binomio de rentabilidad-riesgo, similares o incluso superiores a la inversión tradicional, tal y como han evidenciado, entre otros, a nivel internacional la revisión de la literatura realizada por la consultora Mercer (2007,2009) y a nivel español los trabajos de Lozano, Albareda y Balaguer (2006) y Fernández y Matallín (2008) demuestran a través de diferentes medidas de rentabilidad-riesgo que no existe un sacrificio por invertir con criterios de ISR.

Los análisis de riesgos integrales y la generación de mecanismos que permitan mejorar la transparencia deben ser claves a la hora de buscar soluciones sostenibles a largo plazo, ya que factores como la falta de análisis y control de riesgos rigurosos y la falta de transparencia en el mercado han sido claves en el desarrollo de la crisis financiera actual.

Bibliografía

- EUROSIF (2010): European SRI Study. www.eurosif.org
- Fernández Izquierdo, M.A.; Muñoz Torres, M.J (2009): "Inversión socialmente responsable: estrategias, instrumentos, medición y factores de impulso". Documento AECA.
- Fernández Izquierdo, M.A. (ed.) (2010): Finanzas Sostenibles. Netbiblo, UNED, Uji.
- Fernández, M. A; Matallin, J. C. (2008): "Performance of ethical mutual funds in Spain: Sacrifice or premium?". *Journal of Business Ethics* 81:247-260.
- Lozano, J.M.; Alvareda, L.; Balaguer, M.R. (2006): "Socially Responsible Investment in the Spanish Financial Market". *Journal of Business Ethics* 69:305-316.
- Mercer (2007): "Demystifying Responsible investment performance". www.unepfi.org (20/07/2011).
- Mercer (2009): "Shedding Light on Responsible Investment: Approaches Returns and Investments". www.mercer.com (20/07/2011).
- Observatorio de la ISR (2010): Evolución del mercado. Acontecimientos destacados y regulación. Esade.
- SIF (2011): 2010 Report on Socially Responsible investing Trends in The United States. www.sif.org. (20/07/2011).
- Spainsif (2011): Inversión socialmente responsables en España. Estudio 2010. www.spainsif.es (20/07/2011).
- Steurer,R.; Margula,Sh. Martinuzzi, A. (2008): "Socially Responsible Investment in EU Member status: Overview of government initiatives and SRI expert's expectations towards governments". Research Institute for Managing Sustainability. www.sustainability.eu (20/07/2011).

Agradecimientos

Esta versión se ha visto mejorada y actualizada gracias a los valiosos comentarios de un evaluador anónimo, al que le agradecemos sinceramente su colaboración desinteresada.

Sobre el autor

María Ángeles Fernández Izquierdo es Catedrática de Economía Financiera y Contabilidad por la Universitat Jaume I, Castellón.

La responsabilidad de las opiniones emitidas en este documento corresponden exclusivamente a su autor. ODF no se identifica necesariamente con estas opiniones.

© Fundació Privada Institut d'Estudis Financers.
Reservados todos los derechos.