

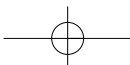
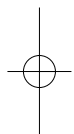
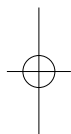
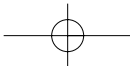
BIBLIOTECA EMPRESARIAL **Cinco Días**



10

Manual de la empresa responsable

La inversión socialmente responsable: evolución, tendencias
e implicaciones para la dirección de las empresas





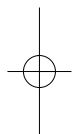
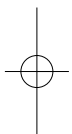
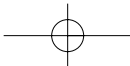
[CAPÍTULO] 10

Manual de la empresa responsable

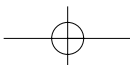
La inversión socialmente responsable: evolución, tendencias e implicaciones para la dirección de las empresas

1	Introducción	245
2	Evolución de la inversión socialmente responsable: motivos que amparan la selección de empresas	246
3	La inversión socialmente responsable en el mundo	250
4	Claves del éxito de la ISR	266
5	Implicaciones empresariales de la inversión socialmente responsable	272
6	Conclusiones	275

Índice



Índice



Manual de la empresa responsable

La inversión socialmente responsable: evolución, tendencias e implicaciones para la dirección de las empresas

Stéphanie Capdeville
IESE Business School

Pablo Sánchez / Miguel Ángel Rodríguez / Joan Enric Ricart
Sustainable Asset Management (SAM)

1 Introducción

Este documento pretende responder a tres preguntas básicas: qué es la inversión socialmente responsable (ISR), qué propósito tiene y cómo puede influir en la actividad empresarial. Además, se exponen los datos e iniciativas habidas en los países donde la ISR es más representativa.

Para responder a la primera pregunta, además de buscar una definición, se ha observado cómo ha evolucionado la ISR en los últimos 30 años. De esta forma, se verá cómo han variado los motivos que hay detrás de la decisión de invertir en fondos de inversión socialmente responsables (FISR), lo que permitirá conocer el significado actual de la ISR. Se constatará cómo cada vez más el concepto de ISR está aparejado al de desarrollo sostenible, siendo las empresas escogidas por los FISR las que llevan a cabo las mejores prácticas en materia social y medioambiental.

La segunda pregunta se responde a través del análisis de la primera respuesta: al variar la metodología de selección de empresas también varía implícitamente el propósito que persigue la ISR. Mientras que inicialmente sólo se buscaba evitar financiar determinadas actividades, actualmente se persigue influir en la actitud empresarial con el objetivo de lograr un desarrollo más sostenible.

Una vez realizado el repaso cuantitativo de la ISR en diferentes países, se analizarán los aspectos cualitativos de la misma. Es decir, se reflexionará sobre cuáles son las claves del éxito que hacen de la ISR una alternativa de inversión atractiva. Esta mayor aceptación contribuirá, a su vez, a lograr el propósito principal de la ISR que anteriormente se citaba. Se constatará cómo la transparencia del sector es un aspecto clave a tener en cuenta, ya que determina el grado de credibilidad del mismo. Estos dos factores, transparencia y credibilidad, son “la llave de paso” que facilita y permite el crecimiento de la ISR. Se analizarán distintas formas, con sus ventajas e inconvenientes, de lograr mayor transparencia, credibilidad y crecimiento en este sector. Respecto a este último punto, se observará la especial relevancia que están adquiriendo los inversores institucionales.

CincoDías

Por último, se detallarán algunas consecuencias que puede tener para la empresa la adopción más o menos generalizada de la ISR. En este sentido, se verán las oportunidades y riesgos que surgen de este proceso. La reputación y los costes serán los elementos clave de este análisis.

Con los datos presentados se quiere reflejar la importancia creciente de la ISR en el mundo y ofrecer un mensaje claro a las empresas: participar en este proceso conlleva la asunción de unos nuevos valores que implican replantear la visión tradicional del negocio por una más amplia que considera otros aspectos adicionales al económico, como son los aspectos sociales y medioambientales. Esta nueva visión, según el Código de Gobierno de la Empresa Sostenible¹, persigue maximizar el valor de las acciones a largo plazo a través de la satisfacción de *todas* las personas o grupos que tienen algún tipo de interés o influencia en las actividades de la empresa.

2 Evolución de la inversión socialmente responsable: motivos que amparan la selección de empresas

2.1. Evolución histórica de la ISR

Una de las principales instituciones estadounidenses que más años lleva trabajando en la promoción y difusión de la ISR, el Social Investment Forum, define la ISR como “la integración de valores personales y preocupaciones sociales en las decisiones de inversión”. La evolución de este concepto en los últimos cuarenta años permite apreciar cómo la actual visión de la ISR no coincide plenamente con la existente en los años sesenta.

En un principio, las inversiones socialmente responsables se caracterizaron por la exclusión de determinadas actividades. Primero, la política del *apartheid* de Sudáfrica, y luego, la guerra de Vietnam, provocaron que determinadas personas no quisieran invertir en empresas que tenían algún tipo de relación o implicación en estos hechos. De este movimiento de protesta nació la idea de inversión socialmente responsable: los inversores “votaban y elegían” a las empresas en las que querían invertir (o al menos en las que no querían invertir).

Este concepto de exclusión, asociado a la idea de discriminación negativa, sigue siendo una de las características diferenciadoras de estas inversiones. Evidentemente, los motivos de la exclusión han variado considerablemente y no son homogéneos entre países: mientras en Estados Unidos la industria tabaquera es penalizada por casi el 100% de los FISR, en el Reino Unido, la fabricación de armas o las pruebas con animales son la primera causa de *censura* por los FISR.

La evolución de la ISR condujo a la idea de considerar no sólo excluir determinadas actividades, sino también de incluir empresas modélicas. Esta idea, amparada bajo el concepto de discriminación positiva, tiene unas profundas implicaciones, ya que premia a las empresas que adoptan una serie de buenas prácticas, tanto en su gestión financiera (de otra forma no serían escogidas por los gestores de los fondos de inversión) como en la de los temas medioambientales y/o sociales.

¹ Este código, elaborado por IESE, Fundación Entorno y PricewaterhouseCoopers, está dirigido al primer nivel de dirección de las empresas, y su intención es lograr incorporar a la gestión empresarial los temas del desarrollo sostenible.



Tanto los índices como los fondos socialmente responsables que nacen en la actualidad tienen más en cuenta a la hora de confeccionar sus carteras las buenas prácticas de las empresas que los criterios de discriminación negativa (sobre todo en los países en los que está más desarrollada la ISR). Estas buenas prácticas se engloban en las áreas económica, social y medioambiental. En el ámbito económico, además del análisis financiero al que están sujetas todas las empresas para formar parte de un fondo de inversión, en estos últimos años se está analizando y valorando especialmente la calidad del gobierno corporativo como un indicador de la buena gestión de la empresa. Dentro del área social suele distinguirse entre las prácticas sociales internas y externas: las internas hacen referencia a la relación con trabajadores y proveedores, mientras que las externas se refieren a las relaciones con la comunidad y con los países en desarrollo si la empresa tuviera plantas productivas o subcontratistas en ellos. Evidentemente, en ambos casos se exige el respeto y cumplimiento de los derechos humanos y laborales². En cuanto al área medioambiental, se premian las iniciativas innovadoras que vayan en la dirección de lograr reducir al mínimo posible el impacto de la actividad de la empresa en el medio natural.

Inicialmente, los FISR escogían empresas que destacaban en una o ambas de las áreas antes mencionadas. De esta forma se combinaban la discriminación positiva y negativa. Este tipo de fondos recibe en Bélgica el nombre de “fondos de segunda generación” (siendo los de primera generación los que únicamente excluían empresas de sus carteras). Pero el concepto de ISR ha evolucionado más y, siguiendo el símil belga, ahora ya existen fondos de tercera generación e incluso se habla de los de cuarta generación.

En los fondos de tercera generación ya no se habla de discriminación negativa (aunque no es incompatible), sino que tan sólo se habla de discriminación positiva. La preocupación es ahora escoger a las mejores empresas de cada uno de los sectores de actividad en *todas* las áreas. Como es lógico, a la hora de realizar esta evaluación se tiene en cuenta el entorno de la empresa. Vemos, por tanto, que la actual ISR se basa en premiar la *sostenibilidad* de las empresas. La *explosión* de estos fondos en los últimos años es una muestra evidente de la importancia capital que los ciudadanos conceden a este tema. Al mismo tiempo, para las empresas debería ser una señal que influyera en su posicionamiento estratégico.

En este nuevo concepto de ISR tiene mayor relevancia a la hora de seleccionar una empresa el *modo* en que lleva a cabo su actividad que la propia actividad desarrollada. No obstante, hay que destacar que en la actualidad siguen siendo mayoría los fondos e índices socialmente responsables que combinan tanto políticas de exclusión como de inclusión en sus criterios de selección de empresas. De todas formas, merece la pena señalar que se está observando cómo cada vez se concede más importancia a la valoración de las buenas prácticas empresariales.

Entre la cuarta y la tercera generación, la diferencia no es conceptual, sino metodológica. Lo que se pretende ahora es validar la información obtenida durante el proceso de investigación mediante, por ejemplo, su verificación externa e independiente. Otras formas de ir en este mismo camino son la obtención de información mediante evaluaciones independientes de la empresa o la comunicación con sus partes interesadas. En cualquier caso, se trata de ofrecer la máxima garantía posible a los inversores. Dada la importancia de este asunto, se tratará en profundidad en el cuarto apartado.

² Una definición de los mismos ampliamente aceptada es la realizada en el proyecto Global Compact de la ONU.

CincoDías

Por último, comentar que además de la pura selección a la hora de invertir, existe otro tipo de estrategia ligada a la ISR, que en inglés recibe el nombre de *shareholder advocacy*, y que se ha traducido al castellano como *activismo accionarial*. En este caso, los inversores, como accionistas, ejercen su derecho a voto e intentan cooperar y/o presionar para que la empresa adopte una postura clara en su política respecto a los temas del desarrollo sostenible. Como se puede observar en la tabla 1, especial relevancia cobran en este contexto los inversores institucionales.

TABLA 1. INVERSIÓN INSTITUCIONAL EN ISR EN EUROPA (MILES DE MILLONES DE EUROS)

ISR – Discriminación positiva	Añadiendo discriminación negativa	Añadiendo activismo accionarial
34	218	336

Fuente: SRI among European Institutional Investors: 2003 Report. Eurosif

La ISR ha estado inmersa en un proceso de cambio constante desde su nacimiento y con toda seguridad se producirán más cambios en el futuro. La lógica de la evolución de la ISR puede entenderse al ver este tipo de actuación de los inversores como una herramienta más para lograr el desarrollo sostenible, siendo éste un concepto sometido indefectiblemente, por sus características intrínsecas, al cambio.

2.2. Criterios y metodología de selección de empresas

Una de las preguntas que inmediatamente surgen es qué criterios se siguen a la hora de escoger a las empresas que forman parte de los índices socialmente responsables o sostenibles. Uno de los índices sostenibles más representativos es el Dow Jones Sustainability Index³ World (DJSI World). Además, su metodología de evaluación, realizada por la división de investigación del grupo Sustainable Asset Management (SAM), ha sido considerada como la de mayor calidad por un estudio independiente de Sustainability y Mistra⁴ tras revisar las prácticas de 35 analistas de ISR.

La división de investigación de SAM invita cada año a las 2.500 mayores empresas incluidas en el Dow Jones World Index (DJWI) a participar en la valoración del DJSI. Cada año se analiza una media de 1.000 empresas. SAM selecciona aquellas empresas que están mejor gestionadas desde un punto de vista económico, social y medioambiental. Los aspectos incluidos en estas tres áreas son los siguientes⁵:

Económico

- Códigos de conducta.
- Gobierno corporativo.
- Gestión de relación con clientes.
- Solidez financiera.

³ En la sección 3.2.1. se explican con más detalle las características de este índice.

⁴ Sustainability & Mistra. 2004. Values for Money. Reviewing the Quality of SRI Research.

⁵ El cuestionario de SAM en el que se basa buena parte de esta valoración se puede consultar en http://www.sustainability-index.com/djsi_pdf/Questionnaire_2003.pdf



- Relaciones con inversores.
- Gestión de riesgos y situaciones de crisis.
- Sistemas de medición y cuadros de mando.
- Planificación estratégica.

Medioambiental

- Política y gestión medioambiental.
- Resultados medioambientales.
- Informe medioambiental.

Social

- Diálogo con las partes interesadas.
- Desarrollo del capital humano.
- Gestión del conocimiento.
- Indicadores de prácticas laborales.
- Atracción y retención de talentos.
- Estándares para proveedores.
- Actividades de filantropía.
- Informe social.

SAM envía anualmente un cuestionario, que recoge todos estos criterios, a las empresas interesadas en participar en el proceso de selección del índice DJSI World. Además del cuestionario, el análisis se complementa con información pública de la compañía, noticias, entrevistas con directivos de la empresa y otros grupos o personas externos a la misma.

Conjuntamente con estos criterios de valoración comunes, también se realizan otros análisis en función del sector de actividad de la empresa. Cada uno de estos criterios tiene un peso, y la suma ponderada de los mismos ofrece la puntuación final de la empresa. Únicamente el 10% de las empresas con mejor puntuación en cada uno de los grupos sectoriales del índice son las que finalmente forman parte del DJSI World. Por último, este proceso es verificado externamente por PricewaterhouseCoopers para asegurar que la valoración de sostenibilidad de las compañías se realiza siguiendo las pautas y normas establecidas.

Este análisis del proceso de evaluación de las empresas permite observar que la ISR se está decantando cada vez más por la discriminación positiva, ya que su cartera de valores se compone principalmente de aquellas empresas que destacan en su gestión del área económica, medioambiental y social.

CincoDías

3 La inversión socialmente responsable en el mundo

3.1. El crecimiento de la ISR y sus causas

El crecimiento de la ISR en los últimos años ha sido espectacular, especialmente desde 1995 hasta principios de 2000. Posteriormente, en los años 2001 y 2002, la ISR, al igual que el resto de inversión de renta variable, se vio perjudicada por los malos resultados registrados en las bolsas mundiales, que produjo un desplazamiento de ahorros e inversiones hacia otras opciones con menor riesgo como la renta fija y propiedades inmobiliarias. A partir de 2003 se vuelve a observar una tendencia al alza en la ISR (y renta variable en general), aunque todavía es pronto para hacer valoraciones. Hay cuatro posibles argumentos que pueden ayudar a entender la evolución positiva de la ISR:

- La buena evolución bursátil hasta 1999. En los últimos años ha habido un desplazamiento de la inversión hacia la renta variable dados sus buenos resultados. Grandes flujos monetarios han buscado esta mayor rentabilidad y las gestoras financieras han visto cómo aumentaba espectacularmente la demanda de sus productos. Pero, ¿explica esto que la ISR haya crecido más que la inversión convencional o no haya disminuido tanto como ésta en los periodos de depresión de las bolsas mundiales?
- Mayor conciencia social y medioambiental. Un dato significativo al respecto es el porcentaje de fondos en Estados Unidos que excluían empresas por su impacto ambiental o por no respetar los derechos humanos. En 1997, estos porcentajes eran del 37% y 23%, respectivamente. Sólo dos años más tarde, este porcentaje se había incrementado hasta el 79% en el primer caso, y el 43% en el segundo.
- La ISR ofrece la misma rentabilidad que la inversión convencional. Este argumento es muy significativo, ya que permite a los inversores potenciales decantarse por la ISR sin tener que “pagar” un precio por ello. Numerosos estudios empíricos realizados en Estados Unidos (Hamilton et al., 1993; Guerard, 1996 y 1997; Kurtz, 1997; Gottsman y Kessler, 1998; Reyes y Grieb, 1998; Abramson y Chung, 2000, y Statman, 2000) y Europa (Bauer, Kees y Otten, 2002) demuestran que no hay diferencias significativas entre el rendimiento de la ISR y las inversiones convencionales. En términos nominales, la rentabilidad de la ISR suele ser superior a la inversión convencional; cuando se realizan los cálculos ajustando el nivel de riesgo, esta diferencia se compensa ya que la ISR suele presentar índices de volatilidad algo superiores.

Incluso algunos estudios (Feldman, Soyka et al., 1997; Repetto y Dustin, 2000) han visto que existe una relación positiva entre invertir en empresas con una buena gestión ambiental y la creación de valor para el accionista. Es decir, han visto cómo estos ecofondos (o estas empresas más sostenibles) tenían una rentabilidad superior a los fondos convencionales. Uno de los argumentos más comunes que se suelen esgrimir para encontrar la causa de esta relación es muy simple: aquellas empresas mejor gestionadas en materia medioambiental y social también están mejor gestionadas en su conjunto. Así lo expresa un informe de Morgan Stanley y Oekom Research, que ha comparado una cartera de 187 empresas líderes en materia medioambiental y social del índice MSCI World con otra cartera de 416 empresas convencionales y ha encontrado que, de 2000 hasta finales de 2003, la primera cartera ha obtenido una rentabilidad superior en un 23,39%. Igualmente, la cartera de empresas líderes en sostenibilidad obtiene un mejor rendimiento cuando se compara con el MSCI World, exactamente del 6,83%.

- Apoyo de la Administración a la ISR. Existe un creciente compromiso por parte de los distintos Gobiernos europeos para promover la ISR en los mercados financieros.

El Gobierno del Reino Unido fue el primero en introducir reformas legislativas favorables a la ISR. En 2000 se aprobó la Ley de Fondos de Pensiones que obligaba a los planes de pensiones a publicar su política de inversión, especificando si se tienen en cuenta criterios éticos, sociales y medioambientales a la hora de seleccionar valores cotizados. El ejemplo del Reino Unido fue seguido por varios países, como Bélgica, Alemania y Francia. En este último, además, las empresas que cotizan en los mercados financieros están obligadas a publicar un informe de sostenibilidad. En otros lugares, como los Países Bajos, existen también deducciones fiscales para determinados productos de ahorro e inversión que tienen en cuenta criterios ecológicos. Todas estas políticas han favorecido considerablemente el desarrollo de la ISR en estos países.

Por otra parte, otros países se encuentran más rezagados en materia legislativa. Es el caso de Italia, donde todavía está en proceso de estudio la implantación de una reglamentación similar a la del Reino Unido. Asimismo, en España el Ejecutivo ha establecido un Consejo de Responsabilidad Corporativa en el que se reúnen distintos expertos del ámbito gubernamental, empresarial, académico y social con el objetivo de elaborar una ley de responsabilidad corporativa en la que se incluirán reglamentaciones que favorezcan la transparencia de los planes de pensiones y el activismo accionarial.

En el ámbito europeo, la Administración también pretende impulsar la ISR. Para ello, la Comisión Europea participó en la creación del Eurosif (European Sustainable Investment Forum) en 2001. Con este organismo se ha logrado crear una red de foros sobre la ISR en los distintos países europeos. El Eurosif pretende, entre otras misiones, recoger información sobre la ISR en cada país para aportar datos a las reflexiones llevadas en el proyecto *multistakeholder* Forum 2004, con el fin de legislar u optar por la autorregulación del mercado.

3.2. Índices bursátiles

La existencia y desarrollo de índices bursátiles es un indicador del grado de madurez de los mercados financieros. En el caso de la ISR no fue hasta 1990 cuando se creó el primer índice socialmente responsable: el Domini Social Index 400 (DSI 400). En la actualidad existen ya más de una docena de índices socialmente responsables, alguno de los cuales lleva el sello de empresas tan reconocidas como Dow Jones o Financial Times Stock Exchange. El prestigio de estas empresas y el interés que han despertado estos productos ha provocado que muchas compañías se hayan interesado por conocer los requisitos y condiciones necesarios para formar parte de estos índices.

La creación de los índices socialmente responsables es una respuesta a la demanda creciente de este producto financiero, ya que facilita considerablemente a las gestoras y sociedades de inversión la creación de FISR. Además, como cualquier otro índice, éstos sirven de referencia a los gestores e inversores, permitiéndoles una fácil comparación con el rendimiento de las FISR y con otros índices tradicionales.

Los índices socialmente responsables se han consolidado en los últimos años gracias al gran impacto mediático que han recibido. En Europa, los dos índices más utilizados, el índice de sostenibilidad de Dow Jones y el FTSE4Good, han captado la atención de las grandes empresas europeas y la mayoría muestra un gran interés por formar parte de ellos. No obstante, a pesar de su

CincoDías

poder mediático, el volumen de activos invertido en ellos sigue siendo escaso respecto al total de la ISR: se estima que en 2005 se habían invertido aproximadamente 5.000 millones de euros, es decir, un escaso 1% de la ISR europea.

3.2. 1. Índices globales

Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI)

En 1999, Dow Jones & Company, con la colaboración de SAM Sustainability Group, creó una familia de índices bajo el nombre de Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI). Actualmente esta familia de índices está formada por un conjunto de índices globales (DJSI World) y europeos (DJSI STOXX). Además, estas dos compañías decidieron crear un conjunto de subíndices derivados de éstos que permitieran excluir empresas que participaran en el negocio del alcohol, tabaco, juego y fabricación de armas.

El objetivo de estos índices es servir de referencia a fondos de inversión y derivados que centren su inversión en empresas sostenibles y, de esta forma, ofrecer a los inversores una mayor rentabilidad a largo plazo.

El primero de estos índices, el DJSI World, nació en septiembre de 1999. Está compuesto por más de 300 valores, que cubren 64 sectores en 33 países que, a principios del año 2005, alcanzó una capitalización de 3.000 millones de euros. Esta cifra puede incrementarse fácilmente, ya que el número de licencias vendidas de este índice no ha parado de crecer desde su fundación. Entre las empresas españolas que forman parte de este índice se encuentran Abertis Infraestructuras, Amadeus, BBVA, BSCH, Endesa, Grupo Ferrovial, Iberdrola, Inditex y Telefónica.

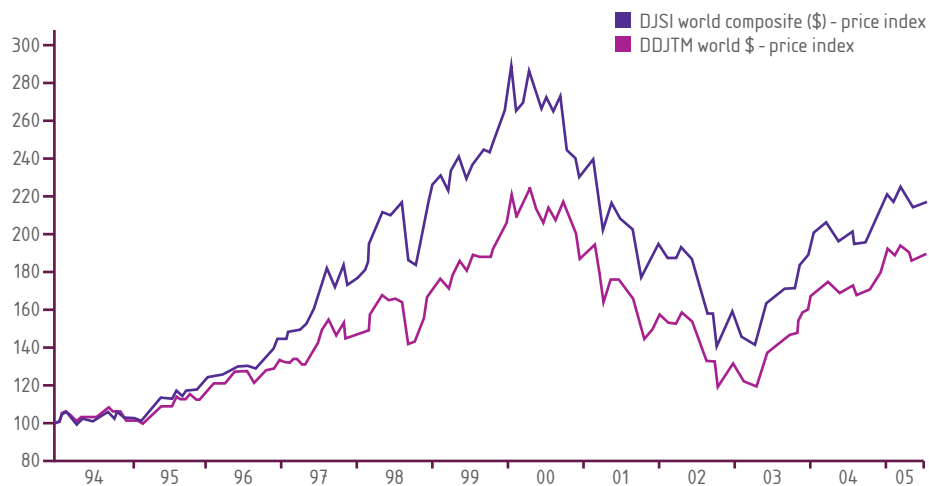
La división de investigación del grupo SAM realiza anualmente una valoración ponderada en las áreas económica, medioambiental y social de las 2.500 mayores empresas del Dow Jones Global Index (DJGI) clasificadas por sectores: sólo el mejor 10% de cada sector se incluye en el DJSI World. Algunos de los aspectos más concretos que se tienen en cuenta para valorar a las empresas son: visión estratégica, innovación sostenible, buen gobierno corporativo, gestión medioambiental, cadena de aprovisionamiento, prácticas de recursos humanos y satisfacción de las partes interesadas.

Esta valoración anual está acompañada de un control constante durante todo el año de la sostenibilidad de las empresas seleccionadas. De este modo, si se produjeran acontecimientos que rebajaran de forma sustancial la calificación de alguna empresa, ésta sería excluida del índice.

En octubre de 2001 se creó el DJSI STOXX. Es una réplica del anterior pero centrado en empresas europeas (junto a este índice se ha creado también el índice DJSI EURO STOXX, sólo con empresas de la zona euro). En este caso, el grupo SAM selecciona, con los mismos criterios anteriormente mencionados, al mejor 20% de las empresas clasificadas por sectores del índice Dow Jones STOXX 600. Diez empresas españolas están incluidas en este índice: repiten Abertis Infraestructuras, Amadeus, BSCH, Endesa, Grupo Ferrovial, Iberdrola, Inditex y Telefónica, y se añaden Gas Natural e Iberia.

La figura 1 representa la evolución del DJWI comparada al DJSI World en el periodo 1994-junio 2005⁶. Se observa que se cumple uno de los argumentos expuestos anteriormente: invertir en ISR no supone tener que pagar un coste por ello. Es más, en este caso la rentabilidad acumulada del DJSI en este periodo es del 117% y la del DJWI del 90%, un 27% inferior. No obstante, también conviene precisar que la volatilidad del DJSI es superior a la del DJWI, por tanto, el grado de riesgo del índice de sostenibilidad es también mayor.

FIGURA 1. EVOLUCIÓN RENTABILIDAD DJSI WORLD Y DJWI (EN DÓLARES)



Fuente: Datastream

FTSE4Good

La ISR está en plena expansión, y el lanzamiento de una nueva familia de índices basados en los principios de la ISR por parte de Financial Times Stock Exchange (FTSE) así lo confirma. En asociación con EIRIS, una organización independiente encargada de realizar la evaluación de las empresas, FTSE inauguró en el verano del año 2001 los FTSE4Good Índices. Esta familia está compuesta por un conjunto de índices clasificados según su cobertura geográfica: el Reino Unido, Europa, Estados Unidos y Global.

El criterio de selección se basa en escoger aquellas empresas que, una vez superados los criterios de exclusión, demuestren estar ejerciendo las *mejores prácticas* en tres ámbitos: respeto y protección de los derechos humanos, relaciones con las partes interesadas y sostenibilidad medioambiental de su actividad. Tanto el diseño de los criterios de selección como la gestión del índice son realizados por un consejo de administración totalmente independiente de FTSE. Los miembros de este consejo son expertos tanto en el campo de las finanzas como en responsabilidad social corporativa.

⁶ Aunque el DJSI World se inauguró en 1999, hemos escogido un periodo de diez años para poder hacer una comparación a largo plazo. El periodo 1993-1999 se realiza mediante una técnica llamada *backtraking*, que analiza el comportamiento de los valores del DJSI en el momento de su inauguración durante ese periodo.

CincoDías

Igualmente, FTSE, con el asesoramiento de Institutional Shareholders Services (ISS), lanzó en el año 2005 un índice temático sobre gobierno corporativo para responder a la demanda creciente que existe, especialmente por parte de los inversores anglosajones, con relación al buen gobierno de la empresa.

Close Fund Management ha creado el FTSE4Good UK Fund, el primer FISR referenciado al FTSE4Good UK Index.

El objetivo que persigue FTSE con la creación de estos índices queda claro en las palabras de Mark Makepeace, FTSE Chief Executive: "El FTSE4Good representa un conjunto de aspiraciones que esperamos que puedan contribuir al cambio. Queremos que sea un paso adelante que anime a las empresas a adoptar los principios de la ISR" (*Business Wire*, 27 de febrero de 2001).

3.2. 2. Otros índices

Todos los índices detallados a continuación están basados en la inclusión de aquellas empresas más avanzadas en su gestión medioambiental y social, es decir, de aquellas empresas más sostenibles. Paralelamente, algunos índices utilizan criterios de exclusión en función de determinadas actividades, como la producción de tabaco, armas, etcétera.

En el ámbito internacional, Estados Unidos fue el país donde nació el primer índice socialmente responsable: el DSI 400 (Domini Social Index 400). Posteriormente se crearon otros índices, como el Citizens 300.

Kinder, Lydenberg, Domini & Co. (KLD) crearon en mayo de 1990 el índice Domini Social Index 400, que está compuesto por 400 empresas que pasan dos tipos de cribas: de exclusión y cualitativas. Las empresas resultantes una vez superada esta criba son sometidas a una valoración en materia social y medioambiental. En este índice, 250 empresas provienen del índice S&P 500. Adicionalmente, se escogen 100 empresas de gran capitalización de diferentes sectores que cumplan todos los criterios de selección y sobresalgan en algún aspecto medioambiental o social. Finalmente, las 50 restantes son seleccionadas por obtener unos brillantes resultados en su actuación social.

En los últimos años, KLD ha lanzado una serie de nuevos índices (Broad Market Social Index, KLD Large Cap Social Index, KLD Nasdaq Social Index) para responder a la demanda creciente que está experimentando la ISR en EE UU y que demuestra el grado de especialización que está alcanzando este tipo de inversión.

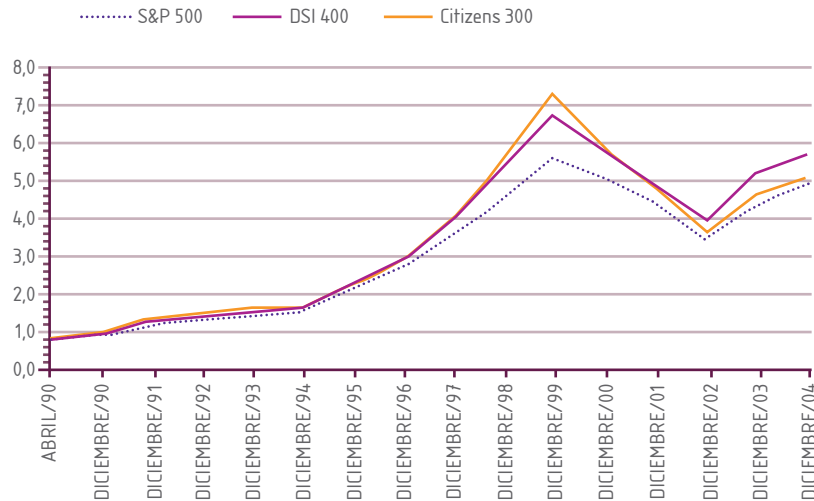
En enero de 1995, la gestora financiera Citizens Funds lanzó el Citizens Index 300. Sigue los mismos criterios de inclusión y exclusión que el DSI 400. En este caso, 200 de las 300 empresas que componen el índice pertenecen también al S&P 500. Las 100 restantes son empresas de gran capitalización que complementan la selección anterior y ofrecen una amplia representación de los sectores escogidos.

Calculando las rentabilidades anuales de los índices DSI400, Citizens 300 y S&P500, en la figura 2 se pueden observar los resultados de haber invertido un euro en cada uno de los



tres índices durante el periodo comprendido entre abril de 1990 y diciembre de 2004. En el caso del DSI 400, este euro se habría convertido en 5,71 euros; en el caso del Citizens Index 300, en 5,12 euros, y en el S&P 500, en 5,02 euros.

FIGURA 2. EJEMPLO DE INVERSIÓN



Fuente: Domini, Citizens y elaboración propia

En Canadá se inauguró a principios del año 2001 el Jantzi Social Index, creado por Michael Jantzi Research Associates Inc., miembro del Grupo SiRi⁷.

Otra iniciativa similar es la llevada a cabo en Italia por parte de E Capital Partners SpA, que en octubre de 2000 inauguró el Ethical Index Euro y el Ethical Index Global.

En Alemania existe desde 1997 el Natur-Aktien-Index (NAI), formado por 20 empresas que destacan en su contribución al desarrollo sostenible.

En Suecia, Caring Company AB, también miembro del Grupo SiRi, inauguró en junio de 2001 el Humanix.Ethical Index.

En Francia, la agencia de *rating* Arese, ahora reestructurada y nuevamente bautizada Vi-geo, creó el índice ASPI-ARESE Sustainable Performance Indexes en junio de 2001.

En Bélgica, Ethibel creó en enero de 2002 un conjunto de índices bajo el nombre de Ethibel Sustainability Index, formado por un conjunto de empresas pertenecientes al S&P Global 1200.

⁷ Sustainable Investment Research International Group (SiRi Group). Este grupo, compuesto por 10 miembros, ofrece y promueve productos y servicios relacionados con la ISR en Estados Unidos, Canadá, España, Suiza, Reino Unido, Irlanda, Alemania, Bélgica, Italia y Países Bajos.



CincoDías

Por último, SAM, el periódico *The Australian*, la agencia Environment Protection Authority y Dow Jones han unido sus competencias para lanzar el índice AuSSI (Australian SAM Sustainable Index), un índice sostenible de empresas australianas.

3.2. Integración de los índices sostenibles en productos estructurados

Normalmente, los índices bursátiles pueden servir no sólo como referencia en la gestión de un fondo de inversión, sino también como herramienta a disposición de los equipos de ingeniería financiera para montajes y productos estructurados. Al igual que cualquier otro índice bursátil, los índices sostenibles también pueden ser utilizados para estos mismos fines.

De hecho, ya existen varios Exchange Traded Fund (ETF), o fondos de inversión que a su vez cotizan en bolsa, basados en índices sostenibles. En el mercado europeo existen dos: uno basado en el Ethical Index de E-Capital Partners y promovido por la Banca Intesa; y el Trackindex DJ Stoxx Sustainability lanzado por Dexia. En EE UU, Barclays Global Investors acaba de introducir en el mercado un ETF basado en el KLD Select Social Index.

Los fondos garantizados son también una ilustración de producto estructurado bien conocido en el mercado español. Uno de ellos, promovido por el BBVA en 2004, se refiere a empresas pertenecientes al universo FTSE4Good. Como se ilustra posteriormente, este fondo ha conseguido un gran éxito en el universo de la ISR en España, consiguiendo concentrar un 88% de la ISR del mercado minorista. A principios de este año, Kutxa Guipúzcoa también innovó en esta materia con la introducción de su depósito sostenible, un depósito con opción de compra sobre el DJSI.

La proliferación de estos productos permitirá apoyar la consolidación de los índices responsables, integrándolos como una herramienta más válida a disposición de los gestores.

3.3. Fondos de inversión y productos financieros similares

A continuación se explica con detalle la evolución de los FISR y de las cantidades invertidas en ellos. Aunque existen diferencias significativas entre países, en todos ellos se observa que la ISR ha crecido de forma significativa en los últimos años. El periodo de depresión bursátil de 2000, 2001 y 2002 ha frenado este crecimiento, pero en los años 2003 y 2004 se vuelve a observar un renovado interés por este tipo de inversión, especialmente por parte de los inversores institucionales.

Una de las cuestiones centrales de los FISR se refiere a su rentabilidad. Numerosos estudios han demostrado que no existen diferencias entre la inversión en fondos convencionales y en FISR. Esto implica, como se podrá ver a lo largo de este apartado, que la rentabilidad media de los FISR es la misma que la de los fondos convencionales.

Un hecho destacable que se ha producido es el aumento de la oferta de FISR. Inicialmente, éstos se limitaban a fondos de renta variable, pero en los últimos años esta oferta se extiende a otra clase de activos, como renta fija o incluso capital riesgo. De este modo, la ISR puede llegar a clientes con distintos perfiles de riesgo. Como ejemplo, la gestora italiana Unicredit Group dispone de un fondo de renta fija que, a finales de 2004, tenía activos invertidos por valor de 940 millones de euros.

3.3. 1. En Estados Unidos y Canadá

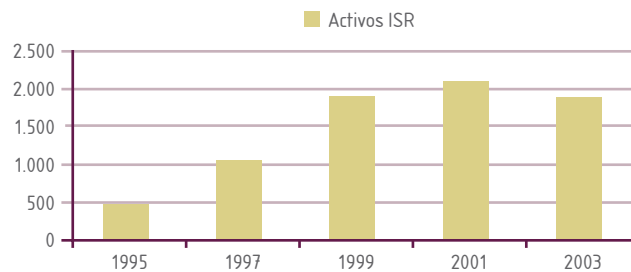
Estados Unidos fue el país donde nació el concepto de ISR. Es lógico, por tanto, que sea el país donde esté más desarrollada y extendida la ISR. En la tabla 2 y en la figura 3 se puede ver la evolución de los últimos años.

TABLA 2. PATRIMONIO INVERTIDO EN ISR

	1995	1997	1999	2001	2003	Tasa crecimiento
Activos en ISR	0,64	1,18	2,16	2,32	2,16	239%
Total activos	7,00	13,70	16,30	19,90	19,20	174%
Porc. ISR/Total	9,13	8,65	13,25	11,76	11,27	

Fuente: Social Investment Forum y elaboración propia. Cantidades en billones de dólares

FIGURA 3. PATRIMONIO INVERTIDO EN ISR, ESTADOS UNIDOS



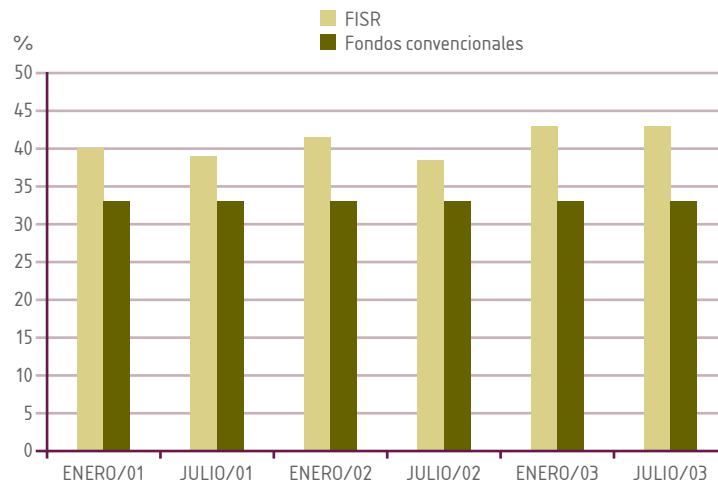
Fuente: Social Investment Forum y elaboración propia. Cantidades en billones de dólares

Como se puede observar, el crecimiento de la ISR en los últimos años ha sido muy superior al de la inversión convencional. Mientras que en 1995 de cada 11 dólares que se invertían uno iba destinado a ISR, en 2003 esta cantidad había aumentado considerablemente: de cada 8,8 dólares, uno se dirigía a ISR.

El número de FISR existentes también ha experimentado un crecimiento considerable: mientras que en 1995 había un total de 55, en el año 2003 su número ascendía a más de 200. Respecto a la rentabilidad de los fondos, podemos ver en la figura 4 cómo la agencia evaluadora Morningstar, que estima los fondos en función de su rendimiento, riesgo y costes, concede de forma sistemática mejores valoraciones a los FISR que a los fondos convencionales.

CincoDías

FIGURA 4. FONDOS QUE RECIBEN LA MÁXIMA PUNTUACIÓN DE MORNINGSTAR



Fuente: Social Investment Forum

Además, gracias al amplio conocimiento y aceptación de la ISR en EE UU, el 92% de los inversores estadounidenses reclaman a sus gestores información sobre el comportamiento ético de las empresas en las que depositan sus fondos, según un informe elaborado por Harris Interactive para Calvert, del que se desprende además que la mayor parte de los inversores consideran que las compañías con elevados niveles de integridad presentan un mayor retorno de la inversión.

En Canadá, las cifras cuantitativamente son mucho más modestas si se comparan con las de Estados Unidos. En el año 2000, un total de 36.850 millones de dólares (estadounidenses) estaban gestionados en distintas modalidades de ISR. En junio de 2002, a pesar del descenso bursátil registrado durante ese periodo, esta cifra ascendía ligeramente hasta casi 38.000 millones de dólares. Este volumen representa algo más del 3% del total de activos gestionados profesionalmente en este país. El número de fondos también ha crecido de forma considerable: mientras que en 1998 había 19, a mediados del año 2002 esta cantidad casi se había triplicado y llegaba hasta 53.

3.3. 2. En Europa

La ISR ha tenido una trayectoria creciente en toda Europa occidental, aunque existen diferencias significativas en el nivel de desarrollo entre los países europeos. Hay países con gran tradición en ISR, que incluso cuentan con los llamados “bancos éticos”, como es el caso del Reino Unido, Países Bajos y Suiza. Otros países, la mayoría, han visto cómo la ISR ha despertado un enorme interés en los últimos años, lo que ha provocado la aparición de los productos financieros correspondientes y el incremento del peso relativo de este tipo de inversión. En este apartado destacan Italia, Francia y Bélgica. El Reino Unido, Suecia, Francia y Bélgica poseen el 63% de los fondos invertidos en ISR en Europa. Por el contrario, en países como España, Portugal y Grecia la ISR está todavía en fase embrionaria. No obs-



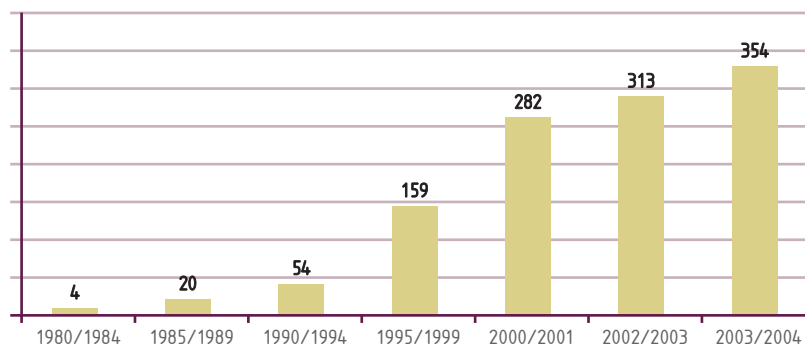


tante, según el informe de Deloitte, Euronext y CSR Europe, España es el país en el que un mayor porcentaje de analistas y gestores, un 80%, cree que va a crecer el mercado de la ISR en los próximos años. Por último, sorprende también el poco interés que despierta la ISR en países nórdicos como Noruega y Finlandia.

El mercado de la ISR se puede dividir en inversión minorista e institucional. El primero está compuesto básicamente por los ahorros e inversiones particulares, mientras que el segundo está integrado por todo lo demás, especialmente los depósitos de planes de pensiones, aseguradoras y bancos. Mientras que en una primera fase fue el mercado minorista el que mostró mayor interés y ayudó a crear el mercado de la ISR, parece que en estos momentos la inversión institucional se erige como un elemento capaz de consolidar e incrementar la penetración de la ISR en los mercados financieros.

El tamaño del mercado minorista a mediados de 2004 era de 19.034 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 57% respecto al mismo mes del año anterior, cuando se contabilizó un total de 12.150 millones de euros. La ISR todavía tiene un peso residual en Europa, menos del 1%, en la inversión minorista. Sólo Bélgica y Suiza superan el 1,5%. No obstante, el número de FISR ha crecido desde el año 2001. En 2004 había 354 fondos, 72 más que a finales de 2001. En la figura 5 se puede observar el número de fondos, acumulados, del periodo 1980-2004 existentes en los países europeos.

FIGURA 5. NÚMERO DE FONDOS



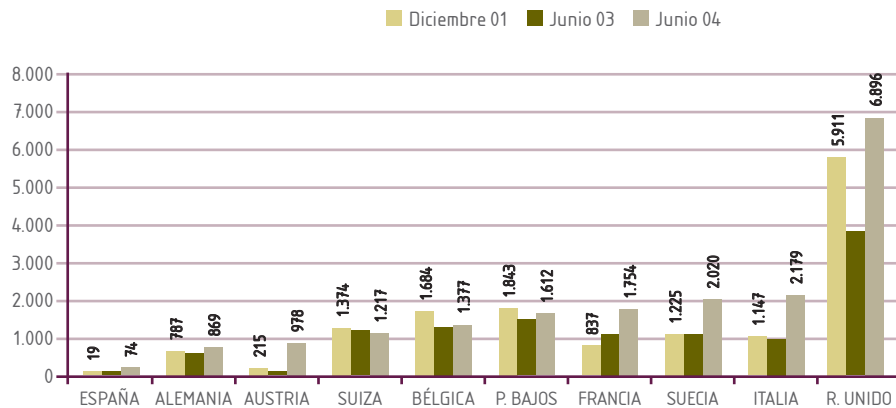
Fuente: SiRi Group, CSR Europe y Euronext

La mayoría de analistas y gestores coinciden en señalar que la tendencia de esta inversión en los próximos años seguirá siendo creciente. En la figura 6 se puede ver la evolución desde 2001 en el volumen de fondos invertidos en distintos países europeos. Como se puede observar, los mercados de Austria, Francia e Italia son especialmente dinámicos, además del de Reino Unido, donde la ISR ya tiene una larga tradición. En el caso de Austria el incremento se debe al lanzamiento de nuevos productos y, sobre todo, al rediseño de productos financieros existentes incluyendo criterios socialmente responsables. En otros países, como en Italia, el aumento de fondos es debido al mayor compromiso de los distribuidores a la hora de impulsar este tipo de productos financieros. Esto demuestra la importancia de los distribuidores a la hora de fomentar la demanda de este tipo de productos.



CincoDías

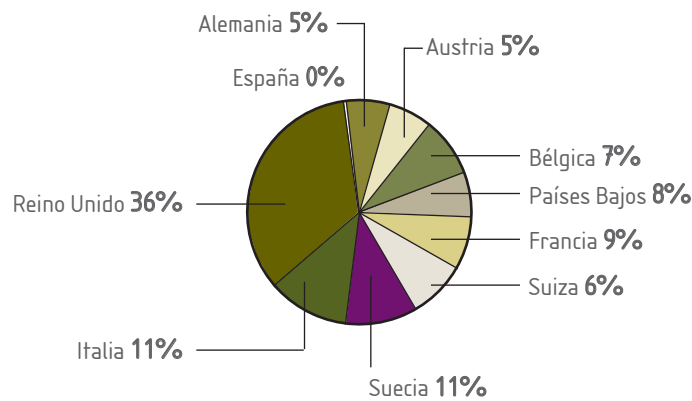
FIGURA 6. PATRIMONIO EN FISR POR PAÍSES (DOMICILIADOS). MERCADO MINORISTA



Fuente: SiRi Group (Avanzi SRI Research). Cantidades en millones de euros

En cuanto a la distribución de activos por países, en la figura 7 podemos observar cómo el Reino Unido sigue siendo el país donde se concentra la mayoría de la ISR minorista, con el 36%. Italia y Suecia están en segundo y tercer lugar respectivamente, con más del 10%.

FIGURA 7. DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS EN ISR MINORISTAS POR PAÍSES



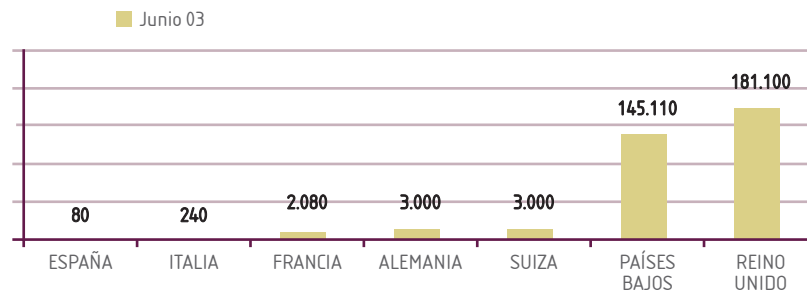
Fuente: SiRi Group (Avanzi SRI Research). Cantidades en millones de euros

El otro gran mercado de la ISR es la inversión institucional. En junio de 2003, el tamaño de este mercado era de 336.000 millones de euros. El Reino Unido y los Países Bajos concentran el 97% de esta inversión, con 181.100 y 145.110 millones de euros respectivamente (ver figura 8). Estas cifras implican que la ISR ya se ha introducido en la corriente financiera mayoritaria de estos dos países. En el resto de países europeos se prevé que la inversión institucional en activos de ISR se incremente de forma sustancial en los próximos años, especialmente por el interés que están demostrando los sindicatos de trabajadores,



que tienen una influencia decisiva en la gestión de los planes de pensiones de las grandes empresas, y el desarrollo de nuevos productos financieros que ampliarán la oferta de ISR.

FIGURA 8. PATRIMONIO EN FISR POR PAÍSES. MERCADO INSTITUCIONAL



Fuente: Eurosif. Cantidades en millones de euros

Conviene señalar el activo papel que ha tomado la Comisión Europea en la promoción de la ISR. En el Libro Verde para fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas se cita la ISR como uno de los mecanismos adecuados para aumentar la transparencia y responsabilidad social de las empresas. Asimismo, la constitución del Eurosif, Foro Europeo para la Inversión Socialmente Responsable, en el que participan los foros para la inversión social del Reino Unido, Alemania, Austria, Italia, Francia y Países Bajos, además de agencias de *rating* como Vigeo, Avanzi; bancos y gestoras como Triodos, UBS, ISIS Asset Management, SAM Group o la recientemente creada Generation; ONG como Amnistía Internacional o WWF, y escuelas de negocios como Esade. El Eurosif tiene como misión el desarrollo del concepto y la práctica de la ISR. Este foro se ha convertido en un válido mecanismo de diálogo en el que diferentes partes interesadas debaten sobre la materia y aconsejan el establecimiento de políticas y regulaciones formales.

En conclusión, se puede decir que el peso de la ISR sobre el total de activos gestionados en fondos de inversión en Europa sigue siendo muy escaso, un 0,47% en junio de 2004. No obstante, en el último año el crecimiento de los activos en FISR ha sido mucho más intenso que el de los fondos tradicionales. Esto se debe especialmente al lanzamiento de nuevos productos socialmente responsables por parte de gestoras de prestigio y al rediseño de fondos tradicionales aplicando criterios acordes con la ISR. Esta mayor implicación de instituciones financieras puede ser clave a la hora de conseguir que este tipo de inversión siga aumentando su peso e importancia en los mercados financieros europeos.

España

La situación en España dista mucho de la de otros países europeos. La ISR es todavía relativamente desconocida y su existencia se reduce a 10 fondos⁸. No obstante, el volumen in-

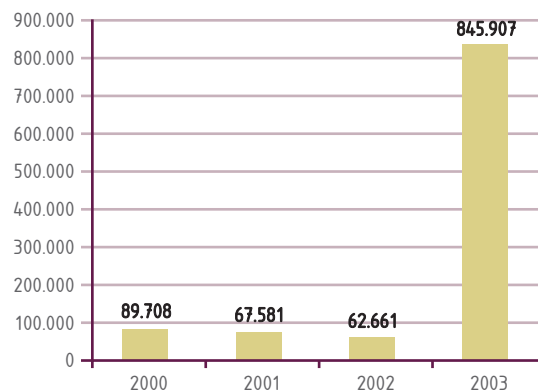
⁸ En realidad se comercializan 22 FISR en España, pero la mitad de ellos no están gestionados ni domiciliados en España. Las entidades gestoras que comercializan fondos en España son Crédit Suisse AM, UBS AM, Pictet Funds, Dexia, Axa IM, Pioneer, ABN Amro IF, ING IM, Mellon Global Investment, Fortis y Aviva Funds. Además, existen otros tres fondos solidarios que no han sido incluidos en este trabajo porque no encajan dentro de la definición de ISR ofrecida. Estos fondos ceden un porcentaje de las comisiones de gestión a determinadas instituciones sociales, pero no realizan ningún tipo de preselección de su cartera.



CincoDías

vertido en estos fondos ha crecido sustancialmente durante el año 2003. Mientras que a finales de 2002, la cantidad invertida en IIC socialmente responsables era de 62 millones de euros, a finales de 2003 esta cantidad ascendía a casi 846 millones⁹. Este aumento se debe, en buena medida, a la aparición de una nueva IIC: el fondo BBVA Extra 5 II Garantizado, FIM, que acumula un patrimonio de 762 millones de euros. A pesar de este crecimiento, la ISR todavía representa una cantidad mínima en el conjunto de la inversión en España, si la comparamos con los 219.000 millones de euros invertidos en el total de fondos de inversión a finales de 2004¹⁰.

FIGURA 9. ACTIVOS INVERTIDOS EN IIC SOCIALMENTE RESPONSABLES DOMICILIADAS Y GESTIONADAS EN ESPAÑA (MILES DE EUROS)



Fuente: Elaboración propia

Asimismo, conviene señalar que los inversores potencialmente interesados en la ISR no encuentran productos adecuados a sus exigencias en el mercado. Es necesario ampliar la oferta para permitir que cada inversor encuentre un producto ajustado a sus necesidades. Como ejemplo, vale la pena destacar que únicamente el Banco Sabadell ha creado, a finales del año 2003, un plan de pensiones socialmente responsable, que invierte su patrimonio en una cesta de valores del índice FTSE4Good Europe y cede un porcentaje de la comisión de gestión a Intermon Oxfam para financiar proyectos solidarios.

Las principales causas de la escasa relevancia de la ISR podrían ser la ausencia de regulaciones que promuevan este tipo de inversión, la inexistencia de una apuesta decidida por este tipo de productos por parte de alguna de las grandes entidades financieras del país, una cierta confusión sobre el término "inversión socialmente responsable" (al que se le asocian otras etiquetas como solidario, ético o ecológico), la falta de canales de diálogo formales entre las partes interesadas, la ausencia de inversores institucionales nacionales interesados en este tema y la configuración del sistema bancario, que está basada en un mo-

⁹ Lozano, J. M., Albareda, L. y Balaguer, M. R. (2004), "Observatorio de la inversión socialmente responsable en España – 2003", Instituto Persona, Empresa y Sociedad, Esade.

¹⁰ A 31 de diciembre de 2001. Fuente: Inverco.



delo de “banca de proximidad” en el que cuenta más la extensión de la red bancaria que la oferta de productos.

En el ámbito legislativo se ha aprobado en el Senado un proyecto de ley¹¹ que “insta al Gobierno a tomar las medidas necesarias para introducir una obligación informativa dirigida a las instituciones de inversión colectiva y a los planes y fondos de pensiones, acerca de si utilizan criterios éticos o de responsabilidad social y medioambiental en la selección de sus inversiones”. No obstante, hasta el momento no se ha reformado ningún reglamento. Por otra parte, el Ejecutivo tiene previsto establecer una Secretaría de Estado de Responsabilidad Social Corporativa para promover políticas en este ámbito. En este sentido, ya se han establecido en la presente legislatura diversos grupos de trabajo con el fin de elaborar una ley sobre responsabilidad social corporativa. El pasado 17 de diciembre de 2004 se debatió, por primera vez en el plenario del Parlamento español, la proposición no de ley sobre responsabilidad social corporativa. Un día después, se presentó la norma UNE sobre responsabilidad social corporativa al Comité Técnico de la Asociación Española de Normalización y Certificación (Aenor) para su discusión y aprobación. Esta norma es fruto del trabajo y esfuerzo compartido durante dos años entre representantes sindicales, de la Administración pública, de la empresa, del mundo académico y de diversas organizaciones y fundaciones civiles.

A pesar del peso residual de las cifras de ISR, existen varias sociedades y organizaciones que están trabajando en su desarrollo. Destacaron por su papel precursor las iniciativas de ONG como la Fundación Ecología y Desarrollo o Intermon Oxfam, que participaron en el lanzamiento de los primeros fondos en 1999 utilizando la metodología reconocida de Eiris o SiRi Group. En el ámbito académico, el IPES de Esade recoge anualmente estadísticas sobre los FISR españoles y permite un seguimiento del mercado. Paralelamente, numerosas organizaciones, entre ellas el Club de Excelencia en Sostenibilidad y la Fundación Entorno, estudian y promueven la ISR por el impacto que ésta tiene en el desarrollo sostenible aplicado a las empresas cotizadas.

No obstante, parece que quienes están impulsando con más éxito la ISR en España son los inversores institucionales extranjeros, que empiezan a otorgar valor a las prácticas de responsabilidad social por ser un buen indicador de la calidad en la gestión y del gobierno corporativo. De hecho, en el año 2003, 11 instituciones de inversión colectiva socialmente responsables extranjeras han empezado a comercializar en España sus productos, ya que han visto en el mercado español una buena oportunidad debido a las expectativas de crecimiento de este tipo de productos. Por tanto, aquellas empresas españolas que sienten más cerca la presión de estos inversores institucionales están iniciando las acciones necesarias para pertenecer a FISR. Además, dado el interés mediático que despiertan los índices bursátiles como el DJSI o el FTSE4Good, cada vez son más las empresas del Ibex 35 interesadas en pertenecer a estos selectos índices, ya que su inclusión es una forma de aumentar su reputación, aspecto clave del que se hablará más adelante.

¹¹ Moción presentada por el grupo parlamentario catalán Convergència i Unió aprobada en febrero de 2003.

CincoDías

3.3. En Japón

La ISR es un fenómeno muy reciente en Japón; sin embargo, es probablemente el país donde la ISR se ha desarrollado con mayor rapidez. Dada su corta vida, los datos sobre la ISR son escasos aunque muy significativos.

Good Bankers convenció al Grupo Nikko, a pesar de su escepticismo inicial, de la conveniencia de crear un FISR (en Japón reciben el nombre de ecofondos porque predomina la selección de empresas en función de su rendimiento medioambiental), y en agosto de 1999 crearon el primer FISR de Japón. La captación de fondos fue muy superior a las previsiones iniciales, y sólo seis meses después, en enero de 2000, ya había cinco FISR más. Posteriormente se crearon tres fondos más, sumando un total de nueve fondos, que, a mediados de 2002, tenían un patrimonio de más de 900 millones de euros, lo que da una idea del rápido crecimiento de la ISR que ha habido en este país.

Según el informe del Banco de Desarrollo en Japón¹², el éxito de la ISR ha influido en la actitud empresarial hacia los temas relacionados con la sostenibilidad, ya que ha puesto de manifiesto tanto el beneficio de mejorar la gestión en materia medioambiental y social como el riesgo de olvidarla.

3.4. Activismo accionarial

Como ya avanzamos anteriormente, el activismo accionarial es una política bastante extendida en países anglosajones y que permite a determinados colectivos de accionistas ejercer su derecho a voto con el fin de cooperar y/o presionar para que la empresa adopte ciertas medidas concretas o defina, por ejemplo, una postura clara con relación a su política de sostenibilidad.

En el ámbito internacional es bien conocido el caso de CalPERS, uno de los mayores fondos de pensiones del mundo, que solicitó al consejero delegado de la compañía farmacéutica GlaxoSmithKline una revisión urgente de los programas humanitarios de la empresa acerca del acceso a los medicamentos contra el sida en los países en desarrollo. Glaxo respondió reduciendo un 47% el precio de sus fármacos contra el sida. En otra ocasión, esta misma empresa vio cómo el 50,72% de los accionistas votó en contra de su informe de remuneración de 2003.

En España se ha aprobado un nuevo reglamento, el RD 304/2004, que supondrá un avance sustancial en esta materia (aunque no se mencione explícitamente la noción de RSC ni sostenibilidad). Según esta normativa, el ejercicio del activismo accionarial va a ser obligatorio ya que la comisión de control del fondo, con participación de la entidad gestora, deberá elaborar una declaración de principios de su política de inversión referida, al menos, a:

- Métodos de medición de los riesgos inherentes a las inversiones.
- Procesos de gestión del control de dichos riesgos.
- Colocación estratégica de activos respecto a la naturaleza y duración de sus compromisos.

¹² Development Bank of Japan. 2003. Trends in Socially Responsible Investment: Corporate Social Responsibility in a New Phase. Research Report número 37.

Con este reglamento los fondos de pensiones deberán formalizar su política de inversión, lo que obligará a una reflexión sobre la inclusión de aspectos éticos y criterios de sostenibilidad, temas hasta ahora únicamente considerados de forma tácita.

De igual modo, el activismo accionarial implica una variación considerable en la práctica del ejercicio de derecho de voto. Tradicionalmente, la postura era la de “votar con los pies”, es decir, dejar de comprar un título cuando hay un desacuerdo con la gestión de la empresa. La práctica del activismo accionarial obliga a valorar más a fondo la gestión de la empresa y permite establecer un diálogo directo entre inversores y empresas. En consecuencia, los conceptos de ética y responsabilidad empresarial tendrán más oportunidades de ser debatidos y las empresas podrán modificar su actuación y políticas en el caso de saber que existe un desacuerdo en alguna de sus acciones.

3.5. La banca ética

La ISR ha crecido de forma significativa en el ámbito de la inversión en bolsa. Asimismo, cabe destacar otro desarrollo paralelo: el de la banca ética o sostenible. Al igual que los inversores en bolsa empezaron a vigilar los aspectos intangibles de sus inversiones, hubo inversores que también quisieron aplicar la misma filosofía a todas sus inversiones: cuenta corriente, depósitos, etcétera. Al mismo tiempo, ciertos proyectos de carácter social o medioambiental encuentran dificultades para conseguir financiación por parte de las entidades bancarias tradicionales. El concepto de banca ética nace del encuentro de estos dos universos.

En varios países europeos –especialmente Holanda, Italia, el Reino Unido y Suiza– existen experiencias consolidadas de banca ética (por ejemplo, la Banca Alternativa BAS en Ginebra). En España hay varias iniciativas que son el fruto de una reflexión sobre este concepto. En este sentido, destaca la celebración en octubre de 2000 en Barcelona del I Congreso Internacional de la Banca Ética. Actualmente dos iniciativas ofrecen servicios desde un punto de vista diferente y complementario.

En primer lugar, Fets (Finançament Étíc i Solidari), nacido en Cataluña con el apoyo institucional de la Generalitat de Cataluña, el Ayuntamiento y la Diputación de Barcelona, aglutina los servicios de varias entidades independientes con orientaciones distintas. Así, aquellos que buscan financiación pueden dirigirse a Acció Solidària contra l’Atur, Fundació un Sol Mon, COOP 57 o FIDEM; y aquellos que quieren invertir pueden acceder al Fondo Ético FIM promovido por Intermon Oxfam, al Pla de Pensions Étíc i Solidari del Banc Sabadell, o a servicios de COOP 57 y Oikocredit Catalunya.

En segundo lugar, también disponemos en España de los servicios de la sucursal del banco ético de origen holandés Triodos Bank desde abril de 2003. Triodos Bank, uno de los referentes de la banca ética en Europa y pionero en España, pretende ofrecer productos y servicios con valor social y medioambiental añadido. Su objetivo es aunar la seguridad y rentabilidad propias de la banca con una política de inversión dirigida exclusivamente a iniciativas y empresas con claros objetivos sociales, medioambientales y culturales. De esta forma, las personas y organizaciones que confían sus ahorros al banco saben que con su dinero se apoyan iniciativas que contribuyen a un desarrollo sostenible.

Cinco Días

Las cifras demuestran que aunar rentabilidad y responsabilidad social no es sólo sensato sino también posible. En 2004, el balance total de Triodos Bank creció un 7%, y su beneficio neto se incrementó en un 20%, hasta alcanzar los 3,6 millones de euros. El total de los depósitos confiados al Grupo Triodos creció un 19%, llegando a los 1.800 millones de euros. En España, con poco más de tres meses de actividad al cierre de 2004, el banco contaba ya con más de 1.000 clientes y un balance total de 28,4 millones de euros. Recientemente, Triodos Bank, con la participación de las cinco principales organizaciones de defensa ambiental del país –Amigos de la Tierra España, Ecologistas en Acción, Greenpeace España, SEO/BirdLife y WWF/Adena–, lanzó el Ecodepósito Triodos, una imposición a plazo fijo que permite el ahorro social y ambientalmente responsable.

La banca ética se presenta como una alternativa para aquellas personas, instituciones y empresas que exigen a su banco, además de seguridad y una adecuada remuneración, responsabilidad social y medioambiental en su gestión y política de inversión.

4 Claves del éxito de la ISR

Sin lugar a dudas, el patrimonio invertido, el número de fondos y el desarrollo de índices bursátiles son indicadores del éxito de la ISR, de ahí la importancia de conocer con detalle estos datos. Sin embargo, para realizar un análisis más riguroso es necesario conocer los factores que influyen en el logro de este éxito, ya que, lógicamente, serán los mismos que influyan en alcanzar el propósito principal de la ISR.

Uno de estos factores clave es la rentabilidad que ofrece la ISR. Este tema ha sido objeto de estudio en numerosos trabajos. Aunque existen opiniones y resultados dispares, predominan los estudios que concluyen que la rentabilidad media de los FISR es igual a la rentabilidad media de los fondos de inversión convencionales. Por tanto, en este caso la rentabilidad juega un papel neutral. Si la rentabilidad de la ISR fuera distinta de la rentabilidad de la inversión convencional, ésta sería un factor determinante tanto de su éxito como de su fracaso. Por este motivo, es importante que la rentabilidad sea neutral, ya que es una condición necesaria para lograr el éxito de la ISR. De todas formas, precisamente por el carácter neutral que en la actualidad tiene la rentabilidad, no se insistirá más en este factor en el resto del documento.

El objetivo último de la ISR es influir en la actitud empresarial para lograr un desarrollo más sostenible. Para ello, el patrimonio invertido en ISR debe crecer considerablemente. Será necesario, para lograrlo, que los inversores tengan una percepción favorable del sector. La imagen de seriedad y responsabilidad que ofrezcan las agencias o gestoras de patrimonio será clave a la hora de atraer el mayor número posible de inversores dispuestos a depositar sus ahorros en los FISR. Será necesario, por tanto, que el sector sea transparente en su actuación e información y logre obtener la credibilidad de los inversores actuales y potenciales, incluidos los institucionales, que también tienen un papel esencial en el desarrollo del mercado. Todo ello contribuirá, sin duda alguna, a aumentar el tamaño del mercado de la ISR respetando al mismo tiempo sus postulados principales.

Aunque los comentarios y reflexiones hechos en este documento se enmarcan básicamente dentro del ámbito español, las conclusiones pueden ser válidas para cualquier país. Se ha optado por esco-

ger España por ser un país donde la ISR todavía tiene un peso marginal y, por tanto, un potencial de crecimiento elevado. En cualquier caso, se analizarán algunas de las prácticas llevadas a cabo en otros países, tanto por parte de la Administración como por los distintos actores del mercado. Todas ellas tratan de lograr transparencia y credibilidad en el sector de la ISR. Los buenos resultados obtenidos de estas prácticas las hacen perfectamente transferibles a España. Estas reflexiones pretenden evitar que se repitan errores como los sucedidos con los productos ecológicos que, por falta de regulación y de actuación seria y responsable de algunos productores y distribuidores, han acabado desvirtuando, de momento, esta iniciativa.

4.1. Aspectos legales de la ISR

Las distintas clases de instituciones de inversión colectiva (IIC) están reguladas por la Ley 46/1984, de 26 de diciembre. Esta misma ley define las IIC como “aquellas que, cualesquiera que sea su objeto, capten públicamente fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos mediante fórmulas jurídicas distintas del contrato de sociedad” (artículo 1.1). Por tanto, cualquier clase de sociedad o gestora que quiera comercializar un FISR estará sujeta a los requisitos y normas que establece la citada ley. No existe, legalmente, ninguna diferencia entre este tipo de productos y otros más convencionales; las exigencias legales son exactamente las mismas.

Este hecho propició que la CNMV decidiera encargar a Inverco¹³ la elaboración de una circular sobre la ISR cuando recibió la solicitud de inscripción de los primeros FISR, que recibió el nombre de “Circular sobre utilización por las IIC de la denominación ‘ético’, ‘ecológico’ o cualquier otro que incida en aspectos de responsabilidad social; fecha: 15 de noviembre de 1999”. Esta circular pretende, en primer lugar, aclarar el concepto de ISR, y para ello describe las principales características de la misma. También distingue entre FISR y fondos solidarios (en estos últimos la sociedad gestora dona una parte de la comisión de gestión a entidades benéficas y ONG, pero no tienen por qué seleccionar las empresas en las que invierten en base a unos criterios determinados). Por último, se elaboraron una serie de requisitos exigibles para las IIC con productos financieros socialmente responsables con el objetivo de evitar la posible publicidad engañosa. Éstos son:

- Hacer explícito en el capítulo IV del folleto, referido a la política de inversiones, el ideario ético de la IIC. De este modo, los requisitos que deberán cumplir los valores en cartera serán perfectamente conocidos por el partícipe del fondo.
- Nombrar un comité ético formado por miembros independientes encargado de elaborar un listado de valores “aptos” de acuerdo con el ideario establecido. Tras esta selección, corresponderá a la propia gestora decidir de entre estos valores cuáles son los más adecuados financieramente.

Estos “requisitos exigibles”, tal y como se mencionan en la circular, son en realidad recomendaciones sin soporte legal. No existe ningún órgano supervisor encargado de controlar estos requisitos y tampoco una normativa que contemple y certifique el carácter socialmente responsable de los FISR. Es ésta sin duda una situación peculiar: la de exigir una actitud responsable a las IIC que apuestan por productos socialmente responsables.

¹³ Asociación de instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones.

Cinco Días

Esta situación comporta unos riesgos. Si las gestoras de los fondos no actúan adecuadamente, los inversores no tendrán la confianza necesaria como para depositar sus ahorros en un producto que no cumpla con sus expectativas y requerimientos. A partir de aquí se puede poner en marcha una cadena de despropósitos de pésimas consecuencias para los objetivos de la ISR: desinterés por la oferta de estos productos, mínima repercusión en las empresas, poco interés de la Administración en la promoción de estos productos...

Una opción, entre otras, para evitar estas consecuencias es solucionar este vacío legal con la implantación de una regulación que favorezca la transparencia informativa –similar a la establecida por el Gobierno del Reino Unido en el año 2000–, de la que se analizan a continuación las diferentes alternativas.

4.2. Alternativas: regulaciones administrativas y autorregulación del mercado

El éxito de la ISR radica en lograr la máxima transparencia tanto en la actuación como en la información que proporcionan las IIC con productos socialmente responsables en cartera. De esta forma se conseguirá la credibilidad necesaria de los inversores, lo que contribuirá a aumentar el tamaño de este mercado.

Existen tres alternativas distintas para lograr este proceso: regulación administrativa, autorregulación del mercado y etiquetas certificadoras. Aunque se presenten por separado por motivos de claridad expositiva, no quiere decir que sean excluyentes. En más de una ocasión pueden ser alternativas complementarias.

Regulación administrativa

Ésta podría ser, *a priori*, la solución más sencilla. Una regulación que estableciera qué requisitos debe cumplir un fondo de inversión para ser certificado como socialmente responsable resolvería el problema de la transparencia. En este caso, la Administración adoptaría un papel principal, siendo el organismo que se encargaría de velar por los intereses de los “consumidores”. Por su parte, las IIC y las ONG especializadas en este tema podrían colaborar en el proceso de redacción de esta normativa.

En cualquier caso, cabe preguntarse por qué si es la solución más sencilla casi ningún país ha adoptado una medida similar hasta el momento. En primer lugar, pueden surgir problemas a la hora de pretender regular el cariz socialmente responsable de un producto financiero, dado el amplio abanico de posibilidades que bajo esta denominación existen. En segundo lugar, algunas fuentes consultadas argumentan que la existencia de una regulación específica para los FISR entorpecería su crecimiento, ya que aumentaría su carga burocrática. De todos modos, parece que estos argumentos no son suficientes como para justificar la ausencia de regulaciones. De hecho, si existe voluntad política es perfectamente posible adoptar una serie de medidas que regulen este sector para lograr una mayor transparencia de sus actividades.

Por ejemplo, los Gobiernos británico, belga, alemán y francés han decidido optar por una regulación poco intervencionista pero muy eficaz. En este caso, únicamente han obligado a las sociedades gestoras de los planes de pensiones a informar de su política de ISR, en caso de que tengan alguna. Ésta es una forma de promover la ISR y de aumentar la transparencia del sector, aunque



tampoco la asegura por completo. Ésta deberá obtenerse, como se verá en las próximas alternativas, por otras vías.

Otra regulación –Green Project Facility– que merece la pena destacar, aunque no afecta directamente a los FISR, es la realizada por el Gobierno holandés en 1995 para facilitar la financiación de proyectos que contribuyan a la mejora medioambiental o sean de interés general. La principal novedad de esta regulación es que los beneficios derivados de los productos financieros de los Green Intermediaries (los canalizadores del ahorro hacia los proyectos de inversión verdes o de interés general) no tributan en el impuesto sobre la renta, cuando en los Países Bajos los rendimientos mobiliarios tributan entre un 30% y un 60%.

Autorregulación del mercado

De momento ésta ha sido la actuación mayoritaria en todos los países. Las IIC promotoras de FISR se han autorregulado con el fin de obtener la credibilidad de sus inversores, pero ¿cómo lo han hecho? No todos han apostado por actuar de la misma forma: unos han sido más rigurosos que otros.

La recomendación de la circular de Inverco de crear un comité de ética ha sido seguida por la totalidad de IIC promotoras de FISR. Generalmente, este comité está formado por personas totalmente independientes y conocedoras de la materia. De todas formas, sólo los fondos de Renta4 y Morgan Stanley Dean Witter (Renta4 EcoFondo y Fondo Ético, respectivamente) han buscado la colaboración y asociación con organizaciones externas (Fundación Ecología y Desarrollo e Intermon Oxfam, respectivamente), que aportan las políticas de selección y el listado de empresas susceptibles de ser seleccionadas para la cartera del fondo.

Si el mercado decide autorregularse debe buscar mecanismos fiables que garanticen la máxima transparencia y así obtener la confianza del público. Este tipo de asociaciones entre la IIC y una ONG o una agencia externa especializada en “*rating* social”, que suelen gozar de una alta credibilidad entre la población, parecen una forma adecuada de conseguir estos objetivos. Otra opción posible, sin contar con la colaboración de agencias de calificación externas, es que la propia IIC cree una división interna especializada en la calificación de empresas según los criterios escogidos por su ideario ético (normalmente son criterios medioambientales y sociales). Por ejemplo, en los Países Bajos tenemos el caso del Banco Triodos, que creó la división Triodos Research encargada de la valoración social y medioambiental de empresas. En España todavía no existe ninguna IIC que haya adoptado esta decisión. También existen, aunque son escasas, IIC especializadas exclusivamente en ISR, con lo que ya cuentan con medios propios para realizar esta selección. En este caso, su éxito depende exclusivamente de su credibilidad, siendo, por tanto, poco razonable no ofrecer la máxima transparencia a sus clientes. Como ejemplo, encontramos en Europa la firma SAM Sustainable Asset Management, que realiza la valoración de empresas a través de su división SAM Research, y en Estados Unidos la firma Domini Social Investments.

La autorregulación es la alternativa que mayor aceptación ha tenido hasta el momento. El mayor riesgo que comporta la adopción de esta alternativa es la posible falta de transparencia. En esta línea se sitúa la misión del Eurosif encargada por la Comisión Europea de realizar una guía de transparencia para los FISR, publicada a finales de 2004. Actualmente, cerca de unas 20 gestoras europeas están poniendo en práctica la guía. El análisis de la situación en España nos ha hecho ver que este riesgo, la falta de transparencia, no está ausente. Quizá por este motivo se haya decidido crear una etiqueta que certifique el carácter socialmente responsable de un fondo.

Cinco Días

Etiquetas certificadoras

Aunque evidentemente una etiqueta certificadora es una medida de autorregulación del mercado, se explica por separado por considerar que tiene unos efectos distintos a los anteriormente mencionados. Estas certificaciones son una autorregulación mucho más visible y suponen, de generalizarse su uso, una obligación para los productores de bienes o servicios.

En junio de 2002, Aenor, emulando la iniciativa de Ethibel en Bélgica, presentó una norma española experimental "Ética - Requisitos de los instrumentos financieros éticos y socialmente responsables". Evidentemente, esta norma se ha realizado con la colaboración de personas e instituciones expertas en la materia. Para elaborarla se han tomado como referencia los requisitos de la circular de Inverco.

¿Qué objetivos persigue? Como cualquier otra certificación soluciona problemas de información asimétrica. Los consumidores o clientes, al adquirir un producto certificado, tienen la seguridad de que cumple con determinados requisitos sobre calidad, respeto al medio ambiente, etcétera. En el caso que nos ocupa el inversor sabrá que la IIC cumple con los requisitos exigidos por esta norma: seleccionar las empresas en función de un ideario ético; tener un comité de ética formado por expertos externos que gestiona el proceso de selección de las posibles empresas; subcontratar la selección de empresas a una agencia de información y calificación ética de reconocido prestigio, o realizarla mediante un departamento interno especializado de la propia entidad, etcétera.

Esta alternativa presenta bastantes garantías, ya que favorece la transparencia y aumenta la credibilidad de las IIC que apuesten por comercializar este producto. No obstante, también tiene sus riesgos. Éstos se centran en el propio proceso de certificación, que sólo será válido, y por tanto reconocido, si además de serio se realiza con mecanismos de verificación profesionales y transparentes. Por tanto, las entidades certificadoras juegan un papel fundamental en este caso.

4.3. El papel de los inversores institucionales

Tradicionalmente, exceptuando la comunidad de la ISR, los inversores institucionales no han demostrado una gran preocupación por las actividades y estrategias de sostenibilidad de las compañías. Más bien, su principal preocupación se ha centrado en que los ejecutivos lograran mejorar los resultados trimestrales de sus compañías y aumentaran el valor de la acción a corto plazo. De hecho, una encuesta del World Economic Forum realizada a líderes empresariales sitúa a los inversores institucionales en séptimo lugar cuando se les pregunta qué grupos ejercen una mayor presión a la hora de desarrollar actividades de responsabilidad corporativa. Antes que los inversores están los empleados, la Administración, los clientes, las comunidades locales, las ONG y los consejos de administración.

Sin embargo, los recientes escándalos contables de, entre otros, Enron, WorldCom o Parmalat han generado una crisis de confianza entre los inversores, que han propiciado un cambio de actitud de los inversores institucionales. En el año 2003 algunos de los mayores inversores institucionales del mundo han empezado a valorar con mayor profesionalidad aspectos relacionados con el buen gobierno corporativo, el medio ambiente, los derechos humanos y otros aspectos relacionados con la sostenibilidad y el valor a largo plazo de la acción.



Por ejemplo, en febrero de 2003 la asociación de aseguradores británicos, cuyos miembros disponen del 95% de los activos de las aseguradoras y sus transacciones representan algo más del 20% de las inversiones en la Bolsa de Londres, ha publicado una recomendación que dice lo siguiente: “El interés general de la responsabilidad social corporativa se ha extendido de tal forma que parece conveniente que los inversores institucionales hagan públicos sus principios de inversión, de tal forma que les guíen a la hora de relacionarse con las compañías en las que inviertan”. De igual modo, la Federación Americana de Trabajo y el Congreso de Organizaciones Industriales, compuesto por más de 13 millones de personas sindicadas en EE UU y con más de seis billones de dólares invertidos en distintos tipos de fondos, han intensificado una campaña (conocida como Capital Stewardship) que tiene por objetivo apoyar las inversiones que procuren un crecimiento del valor de forma sostenible y a largo plazo.

Todas estas “buenas intenciones” ya se han empezado a traducir en realidades. Por ejemplo, la industria metalúrgica holandesa ha invertido 14.000 millones de euros en un fondo de pensión socialmente responsable. También el fondo de reserva para jubilados de Francia, con unos activos de 19.000 millones de euros, ha introducido una política progresiva de integración de la sostenibilidad en la gestión de la totalidad de sus activos. En España, el fondo de pensiones de los empleados de Telefónica ha decidido invertir el 1% de sus activos en ISR.

Por tanto, los acontecimientos sucedidos en los últimos años y el creciente interés que ha despertado la ISR ha propiciado que los inversores institucionales estén paulatinamente cambiando de mentalidad y favorezcan cada vez más las inversiones en valores que demuestran solvencia financiera, medioambiental y social. Más aún cuando se ha podido observar que índices bursátiles como el DJSI, el FTSE4Good o el DSI 400 pueden obtener una rentabilidad igual de atractiva que cualquier otro índice de referencia.

De este modo, en el año 2003 los departamentos de investigación de las principales instituciones financieras, como Swiss Re, JP Morgan, Morgan Stanley, Citigroup, UBS Warburg o HSBC, han empezado a publicar informes y análisis en los que se valoran los riesgos y oportunidades de distintos temas como el cambio climático, la ecoeficiencia, la desigualdad, la pobreza, etcétera. Estos esfuerzos han permitido una continua mejora y adaptación de los métodos de investigación en estas áreas.

En suma, los inversores institucionales han empezado a valorar la sostenibilidad como un instrumento complementario de la evaluación del riesgo y creación de valor. Estas son excelentes noticias para la ISR, ya que el peso de la inversión institucional, especialmente de los fondos de pensiones y compañías de seguros, va a favorecer enormemente su crecimiento y entrada en los principales mercados financieros. Además, la notable influencia que los inversores institucionales ejercen sobre las empresas hace factible la aceleración del proceso de transformación de las empresas hacia su sostenibilidad, siempre y cuando los inversores institucionales consigan trasladar los valores y principios de su inversión a la gestión de la empresa.

4.4. La contribución de la ISR al desarrollo sostenible

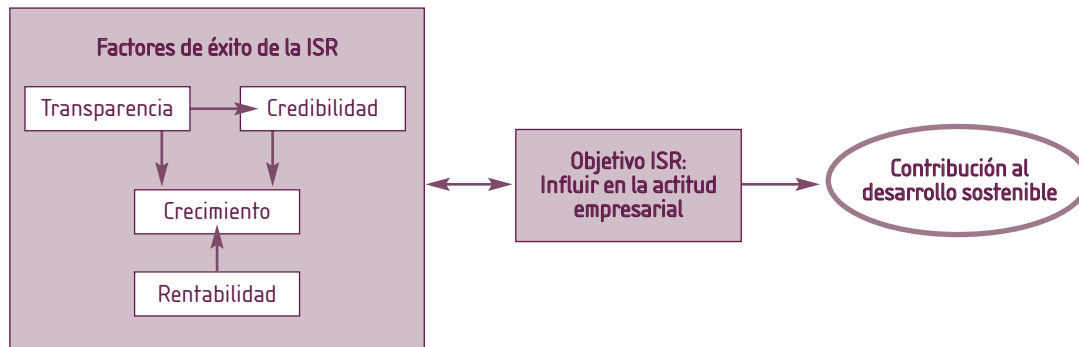
El principal reto al que se enfrenta la ISR es lograr transparencia, credibilidad y crecimiento, aspectos interrelacionados entre sí. Las distintas alternativas presentadas anteriormente ofrecen diferentes caminos para lograr estos objetivos, pero no deben ocultar el propósito último de la ISR:



CincoDías

contribuir a lograr un desarrollo sostenible. También parece lógico pensar que cuanto más se logre influir en la actitud empresarial, mayor será el éxito de la ISR. Asimismo, la rentabilidad, tal y como mencionamos al principio, es también uno de los factores de éxito de la ISR. Esta idea queda representada en la figura 10.

FIGURA 10. CONTRIBUCIÓN DE LA ISR AL DESARROLLO SOSTENIBLE



Cuando la ISR está respaldada por un mercado transparente y responsable, ofrece a los inversores información fiable sobre la actuación de las empresas escogidas. Al mismo tiempo, estas empresas obtienen una mayor reputación al ser seleccionadas por estos fondos y convertirse en modelos de buenas prácticas empresariales. La obtención de reputación es, sin duda, un activo intangible muy deseado por las empresas, así que es de esperar, por tanto, que las empresas realicen acciones que favorezcan su inclusión en los FISR o mantengan su política en el caso de formar parte de estos fondos.

5 Implicaciones empresariales de la inversión socialmente responsable

5.1. Efectos sobre los costes

Muchos autores se han preguntado qué efectos puede tener la ISR sobre los costes de capital de la empresa. En concreto, se han preguntado si la desinversión de una parte de los inversores en una determinada actividad puede repercutir negativamente en las empresas aceptadas. Si la respuesta fuera afirmativa, la ISR sería un instrumento poderoso para hacer variar la política de la empresa.

La lógica económica nos hace pensar que cualquier tipo de discriminación que sufra la empresa tiene que perjudicarla. Por ejemplo, si cada vez se marchan más trabajadores y cuesta más captar nuevos, la empresa deberá aumentar los salarios u ofrecer incentivos adicionales para retenerlos; o si pierde clientes tendrá que cambiar los precios o la calidad de sus productos. En cambio, la salida de inversores no afecta negativamente a la empresa dadas las características de la fun-



ción de oferta de capital del mercado, que resulta ser casi perfectamente elástica. Es decir, en un mercado de competencia perfecta siempre habrá inversores dispuestos a pagar el valor actual de los *cash flows* generados por la acción que está siendo desinvertida (vendida) por otro inversor.

Ante esta evidencia, Angel y Rivoli [1997] estudiaron si el hecho de que el mercado de capitales estuviera segmentado, tal y como sucede al aparecer la ISR, podía suponer un aumento en los costes de capital. Sus conclusiones fueron que sólo en el caso de encontrarnos ante una discriminación masiva, es decir, del 75% o más, la empresa tendría que soportar costes de capital superiores al 1%. Este resultado lo matizaron al considerar el tipo de empresa, ya que el efecto de este aumento del coste de capital tiene mayor repercusión sobre el precio de la acción en empresas de gran capitalización bursátil y rápido crecimiento que para empresas pequeñas y de lento crecimiento¹⁴.

Todos estos estudios han ido en la misma dirección: ver los efectos directos que puede tener la ISR sobre los costes de capital. Los resultados no indican que exista un aumento significativo de los mismos. Sin embargo, los efectos indirectos o transformadores de la ISR podrían ser más relevantes que los directos.

La ISR es una herramienta que permite presionar tanto a empresas como a Gobiernos, especialmente a estos últimos. Normalmente, las demandas de los inversores socialmente responsables son recogidas por el Gobierno, que pone en marcha medidas para satisfacer estas demandas (véase el caso del tabaco en Estados Unidos, entre otros). Estas medidas se traducen en regulaciones, impuestos o ecotasas que de forma ineludible repercuten en los costes y afectan al valor de sus acciones si ésta no ha adoptado medidas preventivas o estratégicas. Por tanto, a pesar de no tener un efecto directo sobre los costes de capital, la ISR, por esta vía, es un instrumento que sí sirve para potenciar un cambio en las políticas empresariales.

Un ejemplo práctico y de actualidad es la introducción de la ecotasa (impuesto que grava los diferentes usos energéticos según su nivel de contaminación) en una próxima reforma fiscal europea. Esta medida fue propuesta hace ya varios años, pero, como es sabido, en materia fiscal para introducir reformas es necesaria la aprobación unánime de los miembros de la UE. Este condicionante ha bloqueado la puesta en marcha de la "propuesta de fiscalidad energética medioambiental". En la actualidad, países como Alemania, Francia, Dinamarca, Suecia, Países Bajos, Noruega, Suiza, Finlandia, Italia y el Reino Unido¹⁵ tienen una figura fiscal que grava las emisiones de CO₂. Por las características de este impuesto, que indudablemente afecta a la competitividad de las empresas y que intenta paliar un efecto (el calentamiento de la tierra) que no tiene fronteras, es de esperar que se exija su introducción paulatina en el resto de países miembros de la UE.

La repercusión en los costes será menor cuanto más haya avanzado la empresa en la implantación de mejoras de eficiencia energética en su actividad o cuando utilice energías que tengan tipos impositivos más reducidos, es decir, energías menos contaminantes. Parece lógico pensar que las empresas seleccionadas por los FISR estarán, por definición, mejor preparadas para hacer frente a estos costes.

¹⁴ Este resultado se extrae de la siguiente fórmula: $P = D / (r - g)$, donde P es el precio de la acción, D el dividendo del año siguiente, g es la tasa constante de crecimiento de los dividendos y r es el coste de capital.

¹⁵ En Italia y en el Reino Unido están en proceso de aprobación.

CincoDías

5.2. Efectos sobre la reputación

La ventaja competitiva más evidente de pertenecer al selecto grupo de empresas escogidas por los índices socialmente responsables o los FISR es la obtención o consolidación de la reputación de la empresa. Así lo confirma un estudio de Deloitte & Touche¹⁶ y la Universidad Erasmus, en el que un 90% de los gestores de IIC entrevistados valoran la responsabilidad corporativa, implícita en las empresas que forman parte de FISR, como un aspecto clave del capital reputacional de las compañías.

En la actualidad, los métodos de selección de empresas exigen la mayor transparencia posible de las mismas. Por tanto, ya se está imponiendo una condición necesaria (aunque no suficiente) para que sean escogidas: transparencia. El segundo paso es verificar esta información mediante contactos personales con las empresas o mediante evaluaciones independientes. Por último, se compara la información de cada empresa con la de las empresas de su sector. Las mejores serán las escogidas. Asociar estas empresas con altos niveles de reputación y compromiso parece bastante lógico dada la metodología seguida.

Por otra parte, conocer qué empresas forman parte de los FISR o de los índices socialmente responsables es sencillo, ya que esta información está disponible y es de fácil acceso, con lo cual incluso sin conocer una empresa podemos valorarla positivamente si está incluida en uno de estos índices o fondos.

Los empresarios son conscientes de la importancia de la reputación y del valor añadido que supone tener una buena reputación. Los beneficios provienen tanto de una reducción de costes como de unos mayores ingresos gracias a la capacidad de la empresa de diferenciarse del resto. Algunos de los ejemplos más comunes de estos beneficios son: mayor capacidad para atraer, retener y motivar a los trabajadores; fidelización de clientes; menores costes de capital por la mayor disposición a invertir en nuestra empresa, y apoyo de las comunidades locales.

Una aproximación cuantitativa del valor de la reputación es la realizada por C. Fombrun del Reputation Institute. Según este estudio, un 1% de cambio en la medida de reputación equivale a un 3% de cambio en el valor de mercado¹⁷.

Otra forma de observar el efecto de la reputación sobre el valor de la empresa es la que nos ofrecen Vergin y Qoronfleh. Estos autores analizaron la variación de la cotización de las acciones de las 10 primeras y 10 últimas empresas que aparecen anualmente en la revista *Fortune 500* durante el periodo 1984-1996. Los resultados hablan por sí solos: las acciones de las 10 primeras empresas se revalorizaron anualmente en promedio un 22,2%; las acciones de las 10 últimas se depreciaron anualmente en promedio un 1,7%. Para este mismo periodo, el índice S&P 500 obtuvo un beneficio anual medio del 16,3%.

Ejemplos de índices de reputación que consideran, entre otras variables, la responsabilidad social corporativa como elemento a tener en cuenta a la hora de valorar la reputación son el ya nom-

¹⁶ Jan Jaap Bouma, Marcel Jeucken y Leon Klinkers (Eds.). 2001. Sustainable Banking. The Greening of Finance. Deloitte & Touche & Erasmus University, Países Bajos.

¹⁷ La medida es el Reputation Quotient (QI), que mide la reputación teniendo en cuenta 20 variables y la opinión de inversores, clientes, trabajadores y público en general.



brado y conocido *ranking Fortune 500* y, en España, el índice MERCO, creado en 2001 y que mide la reputación de empresas y gestores.

6 Conclusiones

La ISR no parece ser una moda pasajera, hay suficientes indicios para pensar que es una demanda que se está consolidando con el paso del tiempo y que cuenta con el apoyo de instituciones, empresas, Gobiernos y amplias capas de la sociedad. El crecimiento de la ISR en los últimos años en los países desarrollados, el apoyo gubernamental tácito y explícito de varios países europeos y los resultados de las encuestas en el Reino Unido así lo indican.

La ISR es una herramienta a disposición de los inversores para influir en la política de la empresa a través de su participación en la junta de accionistas o a través de la presión que ejercen sobre los Gobiernos. El objetivo final que se persigue es involucrar y hacer partícipes a las empresas en el proceso hacia un desarrollo sostenible. Además, la persecución de este objetivo no implica tener que pagar un precio por ello: los FISR son igual de rentables que los fondos de inversión convencionales.

El Gobierno juega también un papel clave en este campo. En este artículo hemos visto algunas medidas concretas puestas en marcha para favorecer la ISR, como las llevadas a cabo en el Reino Unido, Países Bajos, Alemania, Bélgica, Francia y Suecia, y en definitiva promover un cambio hacia la sostenibilidad en las políticas empresariales. El abanico de posibilidades no acaba aquí. El Gobierno, por ejemplo, podría dar prioridad a las empresas responsables en las adjudicaciones de obras públicas.

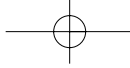
Ahora bien, todos estos beneficios que se asocian a la ISR sólo serán posibles si el mercado percibe una imagen de seriedad y credibilidad. Por este motivo, es imprescindible hallar formas de asegurar la transparencia del sector. Las medidas de autorregulación que los propios actores implicados han puesto en marcha son un buen camino para asegurar dicha transparencia. De todas formas, no se pueden olvidar tampoco los riesgos que conllevan.

La empresa con visión estratégica sabe que cooperar y participar en este proceso es beneficioso para ella. Es necesario que la empresa exprese un compromiso que conlleve la asunción de unos nuevos valores éticos, aunque esto implique una transformación progresiva pero profunda del concepto tradicional de negocio. Como ya se ha explicado, de este compromiso surgen ventajas competitivas que la empresa deberá saber aprovechar.

CincoDías

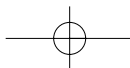
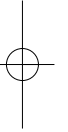
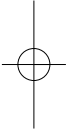
Referencias

- ABRAMSON, L. y D. CHUNG (2000), 'Socially Responsible Investing: Viable for Value Investors?', *The Journal of Investing*, otoño.
- ANGEL, JAMES J. y PIETRA RIVOLI (1997), 'Does Ethical Investment Impose a Cost Upon the Firm? A Theoretical Perspective', *Journal of Investing*, invierno.
- BAUER, ROB, KEES KOEDIJK y ROGER OTTEN (2002) 'International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style'. Working Paper, ganador del Moskowitz Price.
- CSR EUROPE, DELOITTE y EURONEXT. 2003. 'Investing in Responsible Business'. CSR Europe, Brussels.
- FELDMAN, S. J., P. SOYKA y P. G. AMEER (1997), 'Does Improving a Firm's Environmental Management System and Environmental Performance Result in a Higher Stock Price?', *The Journal of Investing*.
- FOMBRUN, C., Corporate Reputation Institute.
- FORUM INDUSTRY RESEARCH PROGRAM IN PARTNERSHIP WITH WIESENBERG, a Thompson Financial Company (1998), 'Socially Screened Fund Statistical Summary', *Social Investment Forum*.
- EUROSIF. 2003. 'Socially Responsible Investors among European Institutional Investors. 2003 Report'. Eurosif, París. www.eurosif.org
- GOTTSMAN, L. y J. KESSLER (1998), 'Smart Screened Investments: Environmentally Screened Equity Funds that Perform Like Conventional Funds', *The Journal of Investing*, otoño.
- GUERARD JR. y JOHN B. (1996), 'Is There a Cost to Being Socially Responsible in Investing?', Moskowitz Price, Winning Paper.
- GUERARD JR. y JOHN B. (1997), 'Additional Evidence on the Cost of Being Socially Responsible in Investing', *The Journal of Investing*, invierno.
- HAMILTON, S., H. JO y M. STATMAN (1993), 'Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds'. *Financial Analysts Journal*. Noviembre-diciembre.
- HICKMAN, KENT A., WALTER R. TEETS y JOHN J. KOHLS (1999), 'Social Investing and Modern Portfolio Theory'. *American Business Review*, enero.
- KURTZ, LLOYD (1997), 'No Effect or No Net Effect? Studies on Socially Responsible Investing', *The Journal of Investing*, invierno.
- MATHIEU, E. (2000), 'Response of UK Pension Funds to the SRI Disclosure Regulation', UK Social Investment Forum, octubre.
- REPETTO, R. y D. DUSTIN (2000), 'Pure Profit: The Financial Implications of Environmental Performance', World Resources Institute, Washington, DC.
- REYES, M. G. y T. GRIEB (1998), 'The External Performance of Socially-Responsible Mutual Funds', *American Business Review*, enero.
- SÁNCHEZ, F. (2000), 'Instituciones de Derecho Mercantil', McGraw-Hill, Madrid.
- SCHOLTENS, BERT (2001), 'Greenlining: Economic and Environmental Effects of Government Facilitated Lending to Sustainable Economic Activities in Netherlands', University of Groningen, Departamento de Finanzas, marzo.
- SOCIAL INVESTMENT FORUM (2003), '2003 Report on Responsible Investing Trends in the United States', Washington, DC, Social Investment Forum.
- SOCIAL INVESTMENT ORGANIZATION. 2000. 'A Comprehensive Survey of Socially Responsible Investing in Canada'. Toronto, SIO.
- SRIVASTAVA RAJENDRA, K., JACK R. CROSBY, THOMAS H. MCINISH, ROBERT A. WOOD y A. CAPRARO (2000), 'The Value of Corporate Reputation: Evidence from Equity Markets', *Corporate Reputation Review*, otoño.
- STATMAN, M. (2000), 'Socially Responsible Mutual Funds', *Financial Analysts Journal*, mayo-junio.
- TRIPLE BOTTOM LINE INVESTING 2000, reunión organizada por Brooklyn Bridge.

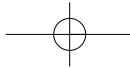
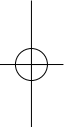
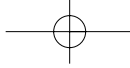


VERGIN, ROGER C. y M. W. QORONFLEH (1999), 'La reputación de una empresa y su cotización en bolsa'. *Harvard Deusto Business Review*, julio/agosto.

WEISS, ANDREW M. (1999), 'Why Institutions Systematically Underperformed Broadly Based Market Indexes', *The Journal of Investing*, primavera.



	TÍTULO	PATROCINADOR
1	La empresa responsable en un entorno global	IBERDROLA
2	El valor económico de las marcas	BSH
3	La gestión sostenible de los recursos	HOLCIM
4	El protocolo de Kioto	BASF
5	La responsabilidad corporativa. Una propuesta para un entorno empresarial más eficiente y socialmente comprometido	ALSTOM
6	Políticas públicas para impulsar la responsabilidad social de la empresa	REE
7	La base de la pirámide: la nueva frontera de la responsabilidad corporativa	UF
8	Comercio justo: un ejemplo de consumo responsable	CES
9	Conciliación vida laboral y vida personal y familiar	SIEMENS
10	La inversión socialmente responsable: evolución, tendencias e implicaciones para la dirección de las empresas	MCC
11	Innovación y acción social de la empresa	VODAFONE
12	El desarrollo sostenible y los medios de comunicación	CEMEX
13	Ante un nuevo paradigma: la empresa responsable	CES



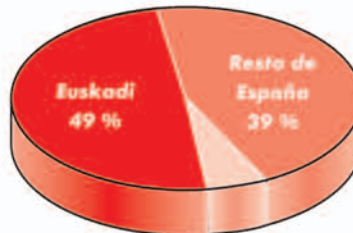
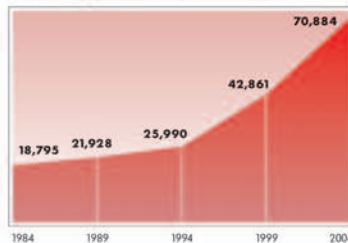
Medio Siglo creando Empleo



El Empleo en MCC

Las Finanzas, la Industria y la Distribución Comercial son los tres grandes pilares que hacen de Mondragón Corporación Cooperativa un grupo de empresas sólido y diversificado. El primero del País Vasco y séptimo de España.

Con un Grupo Financiero firmemente asentado en la actividad de Caja Laboral y Lagun Aro; y un Grupo de Distribución liderado por Eroski, en fuerte expansión por España y sur de Francia.



Internacional 12 %

Su Grupo Industrial dispone de un amplio abanico de productos que incluye Bienes de Equipo, Componentes de Automoción, Componentes Electrodomésticos y Electrónicos, Equipamiento Industrial, Construcción y Hogar.

Con marcas líderes en el mercado como Copreci, Danobat, Ecotècnia, Fagor, Irizar, Maier, Orbea, Orkli, Orona, Ulma, Urssa y otras.

MCC
Ejercicio
2004

RECURSOS INTERMEDIADOS
10.042 millones de euros

VENTAS TOTALES
Ventas: 10.459 millones de euros

INVERSIONES
730 millones de euros

PERSONAL
70.884

