

La inversión socialmente responsable

María Ángeles Fernández Izquierdo
María Jesús Muñoz Torres
Universitat Jaume I

Tribuna de opinión

La Inversión Socialmente Responsable (ISR) es un concepto dinámico que va evolucionando a lo largo del tiempo.

El termino ISR es ampliamente utilizado, y se está redefiniendo hacia términos como ‘inversión sostenible’, ‘inversión responsable’ o ‘inversión sostenible y responsable’. Esta evolución es el reflejo del cambio de mentalidad asociado con los grandes cambios a nivel medioambiental y social a los que se enfrenta nuestra sociedad, a los escándalos empresariales recientes y al cada vez mayor convencimiento de que estos cambios tienen un impacto en los resultados de las inversiones

La ISR permite a los inversores la integración de variables no consideradas hasta el momento en los modelos financieros en el proceso de inversión, al reflejar sus valores personales en la elección de sus inversiones o incorporar criterios políticos en la gestión de las carteras de inversión.

La base de la ISR es el convencimiento de que factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo pueden mejorar los resultados financieros, mejorando el análisis de riesgos y, por lo tanto, ser integrados en el análisis de la inversión y en la selección de activos.

1.- Origen y estrategias de la ISR

El origen de las inversiones o finanzas socialmente responsables se encuentra ligado a motivaciones de índole moral o religiosa. Así, en la década de los cincuenta, algunos grupos religiosos, como los cuáqueros, empiezan a aplicar políticas de inversión que discriminaban actividades como la producción de tabaco y alcohol, y las vinculadas a la industria del juego; actividades que, de acuerdo a sus idearios, dañaban el tejido moral de la sociedad.

Posteriormente, durante la guerra de Vietnam, grupos activistas recuperaron la idea de que la inversión podría ser un importante instrumento de presión ante las empresas, al igual que ocurriría en la siguiente década de los 80, que se utilizaron contra la política de *apartheid* practicada por el gobierno de Sudáfrica. Ligados al rechazo de estos dos sucesos surge la inversión socialmente responsable, a través de las instituciones de inversión colectiva que impulsan los primeros fondos socialmente responsables. El Pax World Fund fue creado en Estados Unidos en 1968 y excluía de su cartera las empresas vinculadas con la producción de armamento y de aprovisionamiento militar. También la decisión de muchos inversores de no invertir en compañías con negocios en Sudáfrica tuvo como efecto la reducción drástica del número de compañías norteamericanas que invertían directamente en este país. Este tipo de filtros de inversión actualmente se dirige a rechazar inversiones en países con regímenes políticos totalitarios, como Sudán o Myanmar.

Europa fue pionera en la creación y comercialización de fondos de inversión socialmente responsables. En 1965 se lanza en Suecia el primer fondo de inversión ético, el

Ansvar Aktiefond Sverig. El primer fondo ético en Reino Unido –el Friends Provident Stewardship– fue lanzado en 1984. Reino Unido es el país donde el mercado de la inversión socialmente responsable se encuentra más maduro, mientras Suecia es donde hay un mayor porcentaje de inversión ética por habitante.

Así, en las primeras etapas de desarrollo de la ISR, la mayoría de los proyectos se concebían a partir de criterios negativos de preselección, como, la exclusión de la industria del alcohol, de la pornografía, etc. Posteriormente, la evolución del concepto de ISR derivó en la sustitución de la exclusión de determinadas actividades por la inclusión de empresas ‘modélicas’ (*best in class*), amparándose bajo el concepto de discriminación positiva.

La evolución de los criterios de decisión de las inversiones socialmente responsables ha dado lugar a diferentes metodologías de preselección de empresas y, en consecuencia, a diferentes grados de maduración de la ISR, lo que nos permite hablar de diferentes generaciones de fondos ISR y de índices bursátiles sostenibles que conviven conjuntamente, pudiéndose observar un nuevo concepto de ISR en el que, a la hora de seleccionar una empresa, el modo en que ésta lleva a cabo su actividad tiene mayor relevancia que la propia actividad desarrollada.

Los filtros (*screening*), consisten en aplicar criterios sociales, morales, medioambientales o éticos en las decisiones de inversión sobre instrumentos convencionales (acciones, fondos de inversión...). De forma general, se articula en criterios negativos, que excluyen determinadas inversiones, y criterios positivos, cuya finalidad es seleccionar aquellas con mejor comportamiento.

El activismo de los accionistas supone el recurso al diálogo con el equipo directivo de las compañías, haciendo uso de uno de los derechos básicos y fundamentales de todo accionista: participar como copropietario en la toma de las decisiones de la compañía a través de su derecho al voto.

La ISR permite a los inversores la integración de variables no consideradas hasta el momento en los modelos financieros en el proceso de inversión, al reflejar sus valores personales en la elección de sus inversiones o incorporar criterios políticos en la gestión de las carteras de inversión

La inversión social en la comunidad (*community Investing*) genera financiación para individuos o colectivos pertenecientes a la comunidad donde opera la institución, con el objetivo de apoyar una determinada actividad productiva que presente características ventajosas desde el punto de vista social y/o medioambiental. Las inversiones en la comunidad a través de instituciones de inversión colectiva es el campo de mayor crecimiento en Estados Unidos y tiende a expandirse a través de la creación de nuevos productos y servicios

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

Las estrategias de ISR también se pueden agrupar, siguiendo a Eurosif, en dos grandes segmentaciones de la ISR, en base a la evolución mostrada en los últimos años:

- ISR central (*core*): que abarca los filtros negativos y el *screening* positivo, incluyendo el *best-in-class* y la selección de pioneros o inversión temática.
- ISR amplia (*broad*): abarca la ISR estricta y además incluye aquella basada en exclusiones simples, incluido el *screening* simple referente a estándares, el diálogo de los inversores (*engagement*) y la integración.

Uno de los principales retos radica en la complicada transferencia de conceptos, principios y valores de unos sistemas económicos y culturas a otros. Esto implica el hecho de que los criterios de escrutinio elegidos entre unos y otros difieran de forma significativa, sin existir una correspondencia directa entre ellos.

2.- Instrumentos financieros en el mercado de la ISR

Una de las etapas del proceso de inversión pasa por la elección del instrumento financiero (producto), que se va a utilizar para canalizar el ahorro hacia la ISR. Tal y como hemos puesto de manifiesto, por una parte, existen diferentes estrategias de ISR y, por otra, distintos grados de compromiso social. La conjunción de ambos ofrece la posibilidad de crear una amplia gama de instrumentos financieros socialmente responsables.

La tipología de los instrumentos de ISR dependerá del intermediario financiero –instituciones formales y mercados financieros organizados o instituciones financieras no formales– y del objetivo que el producto pretenda cu-

Cuadro 1 - Estrategias de Inversión Socialmente Responsable

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

Fuente: AECA (2009) Elaboración propia a partir de European SRI Study, 2006

brir en términos de sostenibilidad. En los países desarrollados, lógicamente, los productos de inversión más extendidos son los negociados en mercados organizados.

Gran parte de las inversiones socialmente responsables se canalizan hoy a través de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) como fondos y sociedades de inversión mobiliaria y fondos de pensiones. Los fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables (FISR) son instituciones de inversión colectiva que captan los ahorros de un gran número de inversores (particulares, empresas y otras entidades) para invertirlos conjuntamente en una cesta de distintos activos financieros como acciones, renta fija pública y privada o productos derivados y estructurados, con el objetivo de dirigir el ahorro hacia las empresas y organizaciones que, de acuerdo con un ideario del fondo, realicen alguna estrategia de ISR, desde cumplir con los criterios valorativos y/o negativos en él reflejados hasta permitir realizar estrategias de inversión socialmente responsables de forma activa (activismo o inversión en la comunidad).

La evolución de estos fondos de inversión o de pensiones socialmente responsables ha ido pareja en el tiempo al desarrollo de las estrategias de inversión socialmente

responsables, coexistiendo distintas generaciones de fondos de inversión y de pensiones socialmente responsables, que van desde los FISR de primer generación, que aplican únicamente filtros excluyentes en la preselección de activos, hasta aquellos de quinta generación que realizan activismo accionario y estrategias de inversión en la comunidad, e incluso instituciones de inversión colectiva que realizan a través de un fondo todas las estrategias de inversión socialmente responsable

La finalidad de la inversión en la ISR es muy amplia, abarcando desde aquella que fomenta productos que permiten canalizar la inversión hacia mecanismos de financiación de proyectos de cooperación o empresas que contribuyen al desarrollo de los países en vías de desarrollo (PVDs), y organizaciones que trabajan en la economía social en los países más desarrollados hasta la participación en el accionariado de empresas y organizaciones socialmente responsables, bien mediante inversión directa o bien mediante mecanismos de inversión en los mercados financieros organizados.

Así pues, existen otros instrumentos en el mercado, como son los fondos rotatorios, que constituyen el mecanismo de microfinanciamiento más habitual en los paí-

La evolución de los criterios de decisión de las inversiones socialmente responsables ha dado lugar a diferentes metodologías de preselección de empresas y, en consecuencia, a diferentes grados de maduración de la ISR, lo que nos permite hablar de diferentes generaciones de fondos ISR y de índices bursátiles sostenibles que conviven conjuntamente, pudiéndose observar un nuevo concepto de ISR en el que, a la hora de seleccionar una empresa, el ‘modo’ en que ésta lleva a cabo su actividad tiene mayor relevancia que ‘la propia’ actividad desarrollada

ses en desarrollo; los fondos de garantía que sirven de apoyo para la obtención de crédito por parte de colectivos excluidos; la Inversión en fondos destinados a microcréditos; el capital-riesgo o las cuentas corrientes y depósitos solidarios y socialmente responsables.

Todo este tipo de productos puede encontrarse comercializado tanto a través de la denominada Banca ética como a través de la banca tradicional. La diferencia entre ambas estriba fundamentalmente en el alcance de esta tipología de productos sobre el total de su oferta. En la banca ética, toda su oferta de intermediación financiera se rige por parámetros de sostenibilidad, mientras que en la banca tradicional, las consideraciones sociales y medioambientales sólo se aplican en el diseño de determinados productos.

3.- Índices bursátiles socialmente responsables y agencias de *rating*

Los índices socialmente responsables son indicadores de la evolución de los precios de los títulos más representativos del segmento del mercado de la ISR. La metodología de elaboración depende de la institución que lo diseña, gestiona y publica. La creación y aumento en el número de este tipo de índices es buena muestra del desarrollo de la ISR, pues sirven de referencia para inversores particulares, gestoras y sociedades de inversión que ponen en circulación en el mercado los fondos ISR. Como

índices bursátiles más representativos podemos señalar los siguientes:

Domini 400 Social Index, creado en 1990, es un índice bursátil que pretende ser la réplica sostenible del S&P 500, posibilitando la comparación con respecto al mercado tradicional; *FTSE4Good* fue creado en Julio de 2001 por FTSE en colaboración con Ethical Investment Research Service (EIRIS) y UNICEF (Fondo de las Naciones Unidas para la Infancia). Desde abril de 2008, se publica en España el índice *FTSE4Good IBEX* como parte de la familia de índices *FTSE4Good* y como un nuevo indicador de ISR compuesto por compañías españolas cotizadas en los mercados operados por BME; *Dow Jones Sustainability Group Index*, familia de índices creados en 1999, que incluye el *Dow Jones Sustainability Stoxx Index* (para el mercado europeo) y el *Dow Jones Sustainability World Index* (mundial); *ASPI* (ARESE Sustainable Performance Indices), son un grupo de índices socialmente responsables, que fueron lanzados en julio del año 2001 en el mercado francés; *Calvert Social Index* fue lanzado en Mayo de 2000, y está formado por 468 grandes empresas norteamericanas, seleccionadas objetivamente de un universo compuesto por las 1.000 mayores empresas de Estados Unidos.

Las agencias de rating social, de forma similar a como realizan las entidades de *rating* crediticio o calificación crediticia, evalúan la responsabilidad social de las empresas, mediante metodologías de investigación propias y no accesibles al mercado. Normalmente, los resultados de la investigación se estructuran en bases de datos que se comercializan en el mercado financiero.

Estas agencias, además de realizar una función como consultoras, ofrecen a los inversores otros productos y servicios, como bases de datos, *benchmarks* y documentos sectoriales, servicios comparativos de fondos, análisis total de riesgos no considerados tradicionalmente como fi-

La asunción por parte de todos los operadores de los mercados de la metodología de evaluación de riesgos integral que la inversión con criterios de sostenibilidad o ISR está desarrollando es, desde nuestra perspectiva, un buen punto de partida para devolver la confianza al mercado

La transparencia y el aumento de una cultura financiera que valore la toma de decisiones bajo los parámetros de sostenibilidad supondrá el nuevo desarrollo en los mercados financieros y en las estructuras de intermediación

nancieros, asesoría, gestoras en inversión socialmente responsable e incluso *rating* de sostenibilidad de países.

De entre las agencias de *rating* de mayor importancia a nivel mundial podemos destacar: KLD Research & Analytics Inc; CoreRatings Ltd. EIRIS (Ethical Investment Research Service); SAM (Sustainable Asset Management); Group Holding AG; SiRi (Sustainable Investment Research International) Company Ltd. es el mayor proveedor de análisis y servicios de consultoría en el ámbito de la Inversión socialmente responsable (ISR). En España, Analistas Internacionales en sostenibilidad (AIS) es el socio español investigador de Siri Co.

4. Mercado mundial de la inversión socialmente responsable

El mercado financiero de la inversión socialmente responsable ha seguido también el mismo patrón de desarrollo de comportamiento. Surgió en EE.UU. de movimientos religiosos y, más tarde, de movimientos de carácter ético. Posteriormente se trasladó a Europa, donde hubo un gran impulso con la creación de una norma de carácter voluntario por parte de la Bolsa de Londres, en la cual se solicitaba que los fondos de pensiones informasen sobre qué criterios sociales y medioambientales tenían a la hora de realizar sus inversiones. Más tarde se trasladó al resto de países.

Según el SIF (2008), en el año 2007 en Estados Unidos había incorporados a la ISR en torno a un 11% de los activos gestionados profesionalmente. El aumento del mercado ISR de carteras privadas obedece, sobre todo, al incremento de inversores institucionales que han incorporado en sus políticas de inversión criterios de ISR. Estas instituciones incluyen empresas, carteras privadas de familias o personas individuales, organizaciones religiosas, gobiernos locales y estatales, sindicatos, fundaciones, universidades y *colleges*, compañías de seguros, hospitales y sistemas hospitalarios.

Lejos del volumen que se maneja en EE.UU., pero con mercados que están experimentando un fuerte crecimiento, están países como el Reino Unido, Holanda,

Noruega, Francia, Suecia, y a menor escala países como Italia y Alemania. Según Eurosif (2008) el volumen de activos gestionados de forma responsable en Europa en 2007 ascendía a 2.665 trillones de euros, de los cuales 511,7 trillones correspondían a estrategias de inversión denominadas centrales y, el resto, ISR en sentido amplio. La encuesta de 2008 destaca también el crecimiento de los denominados 'fondos temáticos' con componente explícito de ISR, pero no los considera socialmente responsables si no integran los tres aspectos de sostenibilidad en sus políticas.

En España, aunque en el año 90 aparece un primer fondo que puede ser considerado socialmente responsable, no es hasta finales de la década de los noventa cuando aparecen los FISR. En la actualidad, la situación es de estancamiento si se compara con otros países de Europa. En concreto, el patrimonio de los FISR en 2007 ascendía a 1.164.970 miles de euros, lo que supone un 0,49% del total de patrimonio gestionado por IIC, suponiendo un descenso del 10% con respecto al año anterior.

Perspectivas de desarrollo

La crisis financiera acaecida en los mercados desde mediados del año 2007 nos ha conducido a una crisis no solo financiera, sino también de la economía real, con un alcance sin visos de finalizar y con unas consecuencias que ni los grandes analistas ni asesores se atreven a pronosticar. Su origen podemos atribuirlo a la ausencia de una valoración adecuada de los riesgos inherentes a los productos financieros y estructurados que se estaban comercializando por parte de la banca de inversión. Esto, junto con la falta de transparencia en el sistema y la escasez de cultura financiera de la mayoría de actores del mercado, generó una ilusión de estado de bienestar y riqueza que no se correspondía con la situación real.

La asunción por parte de todos los operadores de los mercados de la metodología de evaluación de riesgos integral que la inversión con criterios de sostenibilidad o ISR esta desarrollando es, desde nuestra perspectiva, un buen punto de partida para devolver la confianza al mercado.

La transparencia y el aumento de una cultura financiera que valore la toma de decisiones bajo los parámetros de sostenibilidad supondrá el nuevo desarrollo en los mercados financieros y en las estructuras de intermediación.

Bibliografía

EUROSIF (2006, 2008): *European SRI Study*. www.eurosif.org.

Fernández Izquierdo, M. A; Muñoz Torres, M.J. (2009): *Inversión socialmente responsable. Estrategias, instrumentos, medición y factores de impulso*. Documento de AECA.

SIF (2008): *2007 Report on Socially Responsible investing Trends in The United States*. www.sif.org.