

Cuadernos de la Cátedra "la  
Caixa" de Responsabilidad  
Social de la Empresa y  
Gobierno Corporativo

Nº 22  
Marzo de 2014

# LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE (ISR): UNA OPCIÓN COMPROMETIDA CON EL BIENESTAR

**Claudia Lucía Alejos Góngora**

Cátedra "la Caixa" de Responsabilidad  
Social de la Empresa y Gobierno  
Corporativo



Cuaderno Nº 22 - Marzo de 2014

## LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE (ISR): UNA OPCIÓN COMPROMETIDA CON EL BIENESTAR

Deseo expresar mi agradecimiento a todas las personas que han contribuido y me han apoyado en la realización de este cuaderno.



# Índice

1. INTRODUCCIÓN
2. DEFINICIÓN
3. CARACTERÍSTICAS DE LAS ISR
4. ESTRATEGIAS DE LAS ISR
5. PANORAMA DE LAS ISR EN EL MUNDO Y EN EUROPA
6. ¿QUÉ REQUISITOS DEBE TENER UN FONDO PARA SER CONSIDERADO ISR?
7. RETOS PARA LOGRAR UNA ISR MÁS EFECTIVA
8. CONCLUSIONES
9. BIBLIOGRAFÍA



## 1. INTRODUCCIÓN

Imaginemos el panorama. Una persona desea invertir su dinero en un fondo de inversión. Ha leído que ciertas empresas utilizan mano de obra infantil en la fabricación de sus productos y que otras dañan notablemente el medioambiente con desechos químicos; además, es contraria a la carrera armamentista. Ha resuelto que, como inversionista, no le agradaría que su dinero favorezca a ese tipo de empresas, sino a aquellas que respeten los derechos humanos y laborales, el medioambiente y que no fabriquen armas. En otro punto de la ciudad, la gerencia de un fondo de inversión está analizando los reportes que indican que varios de sus clientes están deseando invertir en fondos que tengan en cuenta aspectos sociales y ambientales. Estos directivos debaten si deberían incluir entre sus carteras algún fondo que pueda satisfacer dicha necesidad.

Este panorama refleja una tendencia de la industria financiera a nivel mundial: la inversión socialmente responsable (ISR) o inversión ética. Es una práctica que, si bien se remonta a cientos de años atrás, se ha ido desarrollando mucho en las últimas décadas.

Según el informe de la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) del año 2012, la ISR asciende a 13,6 miles de millones de dólares, casi un 21,6% del total de inversiones que se realizan en el mundo. Es una cantidad bastante considerable, teniendo en cuenta que el actual entorno financiero afectado por la crisis viene soportando fuertes presiones. Asimismo, según el informe del Foro Europeo de Inversión Socialmente Responsable (Eurosif) del mismo año, todas las estrategias de ISR han superado las expectativas del mercado en sus resultados económicos, y cuatro de cada seis empresas han crecido más de un 35% anual desde el 2009.

Además de ello, la madurez de la ISR se ha extendido y materializado de diversos modos y en distintos espacios: creación de diversos foros de inversión socialmente responsables, tanto a nivel mundial como regional y nacional; fomento y difusión de los Principios de Inversión Responsable (PRI) de la Organización de las Naciones Unidas (ONU); el Pacto Mundial (Global Compact) de las Naciones Unidas; creación de diversos índices socialmente responsables y de agencias de investigación, etc. Consecuentemente, este nuevo panorama ha atraído el interés en las ISR por parte de los sectores académicos, de la opinión pública, los consumidores y los medios de comunicación, entre otros.

La inversión socialmente responsable (ISR) o inversión ética es una tendencia de la industria financiera a nivel mundial. Es una práctica que, si bien se remonta a cientos de años atrás, se ha ido desarrollando mucho en las últimas décadas.

## 2. DEFINICIÓN

### 2.1. INVERSIÓN ÉTICA O INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE

No existe una denominación homogénea para referirse a la ISR o inversión ética. Eurosif la llama "inversión sostenible y responsable" y la GSIA lo intenta con un concepto inclusivo, utilizando el término "inversión sostenible". En Estados Unidos y España se la denomina "inversión socialmente responsable", mientras que en el Reino Unido se la llama "inversión ética".

Sin embargo, en general, la tendencia es evitar el adjetivo ético y reemplazarlo por una terminología más relacionada con la responsabilidad social, ya que existe cierta incomodidad en vincular lo ético a lo financiero. Es más, algunos autores prefieren incluso diferenciar los criterios estrictamente éticos de otros criterios para evitar una relativización del sentido ético<sup>1</sup>.

A efectos del presente Cuaderno, utilizaremos el concepto de inversión socialmente responsable (ISR) para referirnos a aquella que combina criterios sociales y ambientales con los criterios tradicionalmente financieros para realizar una inversión.

A efectos del presente *Cuaderno*, utilizaremos el concepto de inversión socialmente responsable (ISR) para referirnos a aquella que combina criterios sociales y ambientales con los criterios tradicionalmente financieros para realizar una inversión<sup>2</sup>. En ella se mezclan los valores personales del inversor o responsabilidad moral del inversor<sup>3</sup> (que busca ser socialmente responsable) con consideraciones sociales pero también económicas<sup>4</sup>.

El factor económico es lo que diferencia la ISR de una actividad meramente altruista, pues se mantienen los criterios financieros de rentabilidad que son legítimos y que también se busca alcanzar<sup>5</sup>. Asimismo, hay que diferenciar los fondos ISR de los fondos solidarios, que se caracterizan por ceder una parte de la comisión de gestión a entidades benéficas.

Actualmente, a las consideraciones sociales y ambientales se les ha añadido el criterio de gobierno corporativo, por lo que, en general, se los denomina los criterios ASG: sociales, ambientales y de gobierno corporativo (ESG, por sus siglas en inglés). En ese sentido, las inversiones ISR serían **aquellas que combinarían los objetivos financieros con criterios o factores ASG**.

- Criterios sociales: respeto a derechos laborales en toda la cadena de suministro y a los derechos humanos, así como en el comportamiento con clientes y empleados. Puede incluir otros temas como los de diversidad, derechos de los animales y otros.
- Criterios ambientales: política medioambiental, sistemas de gestión externos e internos e indicadores (cambio climático, emisiones, residuos sólidos, agua, etc.).
- Criterios de gobierno corporativo: principios de buen gobierno, cuota femenina en el equipo directivo, tener códigos éticos, etc.

La ISR puede desarrollarse directamente (comprando acciones en empresas) o a través de intermediarios (fondos mutuos, fondos de pensiones...). En este *Cuaderno* analizaremos las ISR del segundo tipo.

<sup>1</sup> Existe un debate abierto acerca de si la ISR se refiere realmente a fondos éticos o no, pues ciertos criterios pueden ser controvertidos y éticamente injustificables. Algunos autores, como Schwarz, señalan que la ética no puede ser subjetiva y que solo puede considerarse un criterio ético cuando cumple ciertos requisitos: que el producto o servicio no haga daño físico a la persona, no cree adicción, que tenga una justificación ética y que se dé a las personas toda la información posible sobre los efectos de una actividad. Así, el tabaco y el alcohol serían productos que de ninguna manera podría considerarse que se integran dentro de fondos éticos, pues crean adicción y hacen daño a las personas. Sin embargo, el juego y los gastos militares no necesariamente cumplen los requisitos antes señalados.

<sup>2</sup> Cowton (1994)

<sup>3</sup> Argandoña (2000)

<sup>4</sup> Michelson (2004) y Sparkes (2002)

<sup>5</sup> Sorarrain y Valor (2009)

Actualmente, a las consideraciones sociales y ambientales se les ha añadido el criterio de gobierno corporativo, por lo que, en general, se los denomina los criterios ASG: sociales, ambientales y de gobierno corporativo (ESG, por sus siglas en inglés).



## 2.2. HISTORIA

Si bien la ISR es una tendencia actualmente en alza, sus orígenes son muy antiguos, especialmente en relación con las organizaciones religiosas. Hace miles de años, la ley judía establecía que un judío no podía hacer negocios que violaran códigos éticos, morales o religiosos<sup>6</sup>. Posteriormente en el siglo XVIII, algunos grupos de origen religioso como los metodistas o los cuáqueros se negaron a invertir en negocios relacionados con la esclavitud, el tabaco o el alcohol. Sin embargo, el gran impulso global a nivel social y político de la ISR se dio a partir de los años 60 del siglo XX, como consecuencia de diversos acontecimientos. Uno de ellos fue el rechazo a la guerra de Vietnam y el movimiento pro derechos civiles en Estados Unidos, que permitió la creación del fondo Pax World en Estados Unidos en 1971. Otro caso fue el *apartheid* de Sudáfrica en los años 80, que posibilitó la creación del Stewardship Pension Fund en el Reino Unido, en 1984.

Si bien la ISR es una tendencia actualmente en alza, sus orígenes son muy antiguos, especialmente en relación con las organizaciones religiosas.

## 3. CARACTERÍSTICAS DE LAS ISR

### 3.1. DESEMPEÑO FINANCIERO DE LAS ISR

Como se ha señalado anteriormente, las ISR no son donaciones, sino actividades que involucran un retorno económico. Al respecto, hay un extenso debate en la doctrina sobre si las ISR se desempeñan mejor o no que las inversiones convencionales. Algunos estudios señalan que sí son más rentables, otros que no lo son: en todo caso, mucho depende del país en el que se realicen y del tipo de inversión a realizar.

Los investigadores Hamilton y Statman establecen tres hipótesis alternativas sobre la rentabilidad de las inversiones ISR<sup>7</sup>:

- *"No effect"* (sin efecto): las rentabilidades de las ISR son similares a las de las inversiones convencionales.
- *"Doing good but not so well"* (hacer el bien pero no muy bien): la rentabilidad es menor.
- *"Doing well while doing good"* (hacerlo bien mientras se hace el bien): las rentabilidades son mayores que las convencionales.

En los últimos años, se han llevado a cabo diversos estudios sobre la rentabilidad, sobre todo desde dos enfoques diferentes. Unos, desde la base de la comparación entre las ISR con las inversiones convencionales (por ejemplo, en Estados Unidos); otros, estudiando netamente el desempeño de los fondos ISR en sí mismos, sobre todo en los fondos mutuos (en Europa y el Reino Unido)

**En todo caso, la mayoría de los estudios concluyeron que no hay evidencia significativa alguna de una diferencia entre la rentabilidad de los ISR y la de los fondos convencionales<sup>8</sup>, es decir, tendrían una *performance* de "no effect"; las ISR rinden igual, o al menos no peor, que las inversiones tradicionales<sup>9</sup>. Sin embargo, en algunos países con una gran tradición en ISR, dichos fondos sí tendrían un desempeño incluso mayor, *"doing well while doing good"* (por ejemplo, en el Reino Unido entre los años 1986 y 1993, la rentabilidad de los fondos ISR superaron a los fondos tradicionales)<sup>10</sup>.**

<sup>6</sup> Bressler (1996), citado por Schwartz (2003).

<sup>7</sup> Hamilton, Jo y Statman (1993)

<sup>8</sup> Bauer, Koedijk y Otten (2005) estudiaron 103 fondos de inversión de Estados Unidos, el Reino Unido y Alemania. Mill (2006), un fondo del Reino Unido que se convierte en ISR en 1996; Hamilton, Jo y Statman (1993) analizaron 32 fondos mutuos en Estados Unidos.

<sup>9</sup> Cummings (2000), citado por Michelson (2004).

<sup>10</sup> Mallin y otros (1995), citado por Michelson (2004).

La mayoría de los estudios concluyeron que no hay evidencia significativa alguna de una diferencia entre la rentabilidad de los ISR y la de los fondos convencionales, es decir, tendrían una *performance* de "no effect"; las ISR rinden igual, o al menos no peor, que las inversiones tradicionales.

La misma conclusión también se ha obtenido respecto a aquellos fondos que han pasado de ser inversiones convencionales a ISR, pese a que esta transformación no suele ser frecuente entre los fondos<sup>11</sup>.

Hay que tener en cuenta que, a inicios de los años 90, los ISR sufrieron una etapa de "recuperación" antes de tener una rentabilidad similar a la de los fondos convencionales, al parecer porque eran nuevas modalidades aún no muy difundidas en el mercado.

Finalmente, hay que tener en cuenta que, a inicios de los años 90, los ISR sufrieron una etapa de "recuperación" antes de tener una rentabilidad similar a la de los fondos convencionales, al parecer porque eran nuevas modalidades aún no muy difundidas en el mercado.

En cuanto al riesgo, la teoría señala que la exposición al riesgo de las ISR podría ser mayor, pues al darse una selección negativa de las empresas, hay una menor diversificación de la cartera. Sin embargo, también es cierto que cada vez más empresas están virando hacia la responsabilidad social corporativa (RSC), con lo cual la disponibilidad de valores es mayor para las ISR, sin que con ello se arriesgue la rentabilidad del fondo<sup>12</sup>. A eso se añade que, según estudios del año 2005, las empresas que han asumido fuertes compromisos en materia medioambiental o de gobierno corporativo tenían niveles más altos de rentabilidad que las empresas que no lo habían asumido<sup>13</sup>.

### 3.2. PERFIL DEL INVERSOR:

*En la inversión ética, es la naturaleza de la fuente y no solo el tamaño y el riesgo del retorno financiero lo que importa  
(Christopher Cowton)*

Los inversores socialmente responsables parten de la premisa de que su visión empresarial es "sostenible a medio y largo plazo, más allá de la búsqueda de valor financiero a corto plazo que ha primado en los mercados financieros en los últimos años".

Los inversores socialmente responsables parten de la premisa de que su visión empresarial es "sostenible a medio y largo plazo, más allá de la búsqueda de valor financiero a corto plazo que ha primado en los mercados financieros en los últimos años"<sup>14</sup>.

¿Qué hace que un inversor invierta en ISR? Como hemos indicado anteriormente, la inversión en ISR se basa en los factores sociales y económicos, pero también en variables demográficas.

**Factores sociales:** para que el inversor invierta en ISR no basta con tener una actitud o preferencia personal hacia temas sociales, pues se ha demostrado que no siempre existe correlación entre actitud y comportamiento del consumidor. Por ejemplo, en el Reino Unido, un 30% de la población se autodeclaraba consumidora ética, pero el mercado de productos éticos era solo del 3%<sup>15</sup>. Por eso deben tenerse en cuenta otros factores como la "confianza en el ISR" y una "positiva percepción de la efectividad del ISR para resolver los problemas sociales". De los tres, las variables más importantes para que un inversor se decante o no por un ISR son las actitudes personales, pero también la percepción.

Para los potenciales inversores el resultado objetivo no es tan determinante como lo es la percepción que se tenga: si el inversor no cree que es más rentable, no invertirá, aunque haya resultados objetivos que lo avalen.

**Factores económicos:** en el aspecto económico, según se ha visto, diversos estudios señalan que el desempeño de la ISR a nivel riesgo y rentabilidad no es diferente que el de las convencionales. Sin embargo, para los potenciales inversores el resultado objetivo no es tan determinante como lo es la **percepción que se tenga**: si el inversor no cree que es más rentable, no invertirá, aunque haya resultados objetivos que lo avalen. Dentro de los factores económicos, la rentabilidad es el que tiene un papel predominante. Por lo tanto, si la percepción es que la rentabilidad es alta, se invertirá más en ISR. E incluso puede atraer a inversores que no tienen interés alguno en los factores sociales<sup>16</sup>.

**Otros factores:** el perfil del inversor en ISR se diferencia también por otras variables como el sexo y la educación. Se ha comprobado que las mujeres con un alto nivel de educación son las que más invierten en ISR, según estudios llevados a cabo en Estados Unidos, Europa y Australia.

<sup>11</sup> Mill (2006). La mayoría de los fondos no cambian su tipo de inversión, quedándose o bien convencionales o bien ISR desde su fundación.

<sup>12</sup> Mill (2006)

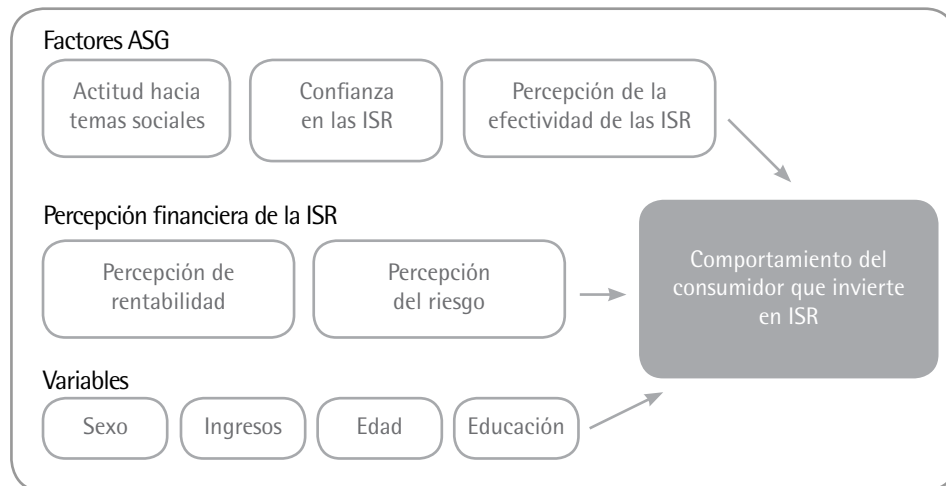
<sup>13</sup> Statman (2007)

<sup>14</sup> Albareda Balaguers y Murillo (2011)

<sup>15</sup> Nilsson (2008)

<sup>16</sup> Nilsson (2008)

Figura 1. Perfil del inversor



Fuente: Nilsson, J. (2008).

Finalmente, hay que precisar que, según algunos estudios, los inversores en ISR colocan sus fondos tanto en ISR como en fondos convencionales, siempre que sean rentables<sup>17</sup>. Son muy pocos los que apuestan por ISR por factores netamente sociales, aun cuando la rentabilidad no sea tan alta. Esto conlleva al cuestionamiento de si la inversión en ISR realmente está motivada por cuestiones financieras y no por razones sociales.

#### PERFIL DEL FONDO SOCIALMENTE RESPONSABLE:

Tal como señala el profesor de Economía del IESE Business School, Antonio Argandoña, "los fondos éticos cumplen una importante función: son la respuesta de la oferta (instituciones financieras) a la demanda (inversores privados) de instrumentos de inversión que permitan el ejercicio de esa responsabilidad". Actualmente, el modelo se rige por la oferta más que por la demanda, pues esta no está realmente definida y es muy diversa. El fondo es el que ofrece las diversas opciones para invertir en ISR.

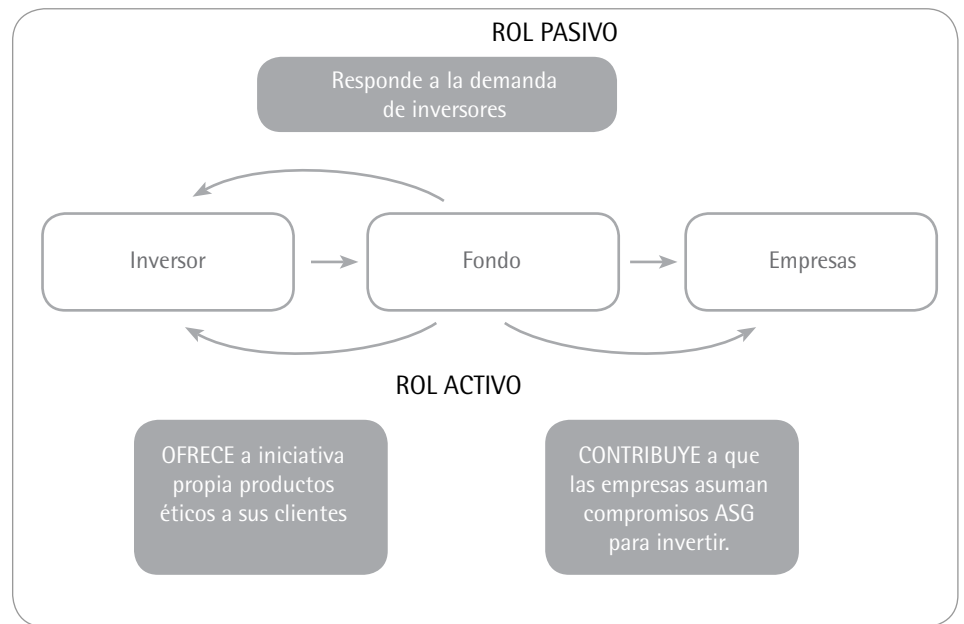
Al respecto, el fondo puede asumir tres actitudes: tener un rol pasivo (limitarse a responder a la demanda de los inversores), tener un rol más activo, que sería el de proponer a iniciativa propia productos ISR a los inversores privados, e incluso tener un rol de influencia (por ejemplo, podría negociar con las empresas que formen parte de su cartera ISR, exigiéndoles que asuman criterios ASG o de RSC).

Los inversores en ISR colocan sus fondos tanto en ISR como en fondos convencionales, siempre que sean rentables.

"Los fondos éticos cumplen una importante función: son la respuesta de la oferta (instituciones financieras) a la demanda (inversores privados) de instrumentos de inversión que permitan el ejercicio de esa responsabilidad". Actualmente, el modelo se rige por la oferta más que por la demanda.

<sup>17</sup> Michelson (2004)

Figura 2. Perfil del fondo socialmente responsable



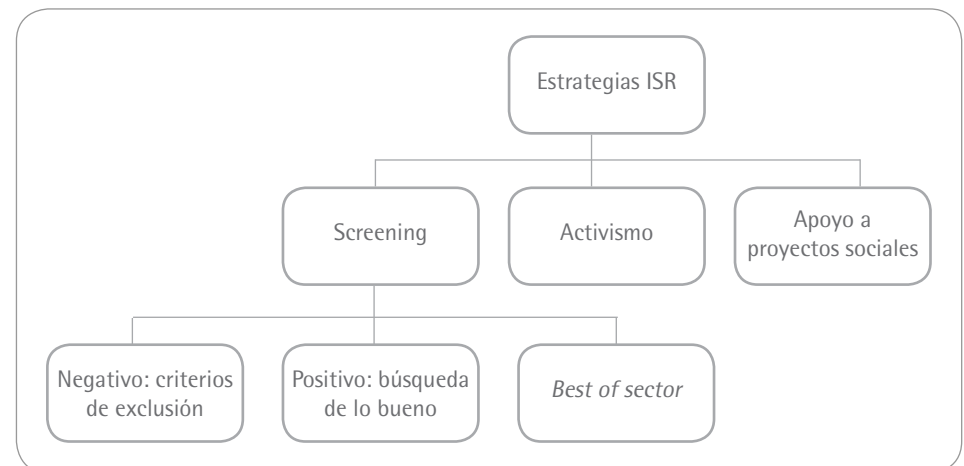
Fuente: elaboración propia.

#### 4. ESTRATEGIAS DE LAS ISR

Las estrategias de las ISR son las modalidades que los fondos utilizan para ejercer una inversión socialmente responsable.

Las estrategias de las ISR son las modalidades que los fondos utilizan para ejercer una inversión socialmente responsable. A continuación se detallan las estrategias más tradicionales, aunque la GSIA y Eurosif añaden la integración de criterios ASG en las inversiones como una estrategia aparte.

Figura 3. Estrategias de las ISR



Fuente: Sorarrain, A. y C. Valor (2009).

#### 4.1. SCREENING O CRIBADO

Es el proceso por el cual se fijan determinados criterios a la hora de seleccionar las empresas en las que se invierte. Es la modalidad más importante de ISR, abarcando –según el Informe de GSIA del 2012–, un total de 9,3 miles de millones de dólares a nivel mundial.

Los fondos utilizan criterios de selección que pueden ser de lo más diversos. Unos pueden usar una selección solo negativa; otros, una selección basada en criterios sociales, solo ambientales o religiosos (cristianos, católicos, islámicos, etc.); y hay otros que usan una combinación de dichos criterios.

Se debe precisar que la selección no solo abarca a las compañías (por sus acciones y por sus bonos), sino también a los Gobiernos (compra de deuda pública), a los organismos internacionales, etc.<sup>18</sup>.

Dentro de las modalidades del *screening* encontramos:

**Positivos:** se invierte en empresas que cumplan ciertos criterios sociales. La selección positiva no se utiliza mucho, aunque en Estados Unidos tiene mucho auge, a diferencia de otros países<sup>19</sup>. Del total del ISR mundial, esta asciende a mil millones de dólares. Dentro de este tipo de *screening*, cada vez es más común la utilización del *best in class*, que consiste en seleccionar a las mejores empresas con base en criterios ASG, dentro de un determinado sector, categoría o clase.

**Negativos:** se excluyen las empresas de la cartera con base en determinados criterios. Es la modalidad de *screening* más usada a nivel mundial, abarcando unos 8,3 miles de millones de dólares, según el informe de GSIA del 2012. Los criterios más excluidos son los de tabaco, alcohol, juego y contratos militares, aunque también se añaden manipulación genética, energía nuclear, explotación infantil, productos tóxicos, etc.

**Norm-based screening:** se trata de una nueva modalidad de *screening* que ha nacido en el norte de Europa y se ha venido extendiendo al resto del continente con gran fuerza, llegando a alcanzar los 3.000 millones de dólares. Consiste en analizar y seleccionar a las empresas con base en el cumplimiento, o no, de normas internacionales sobre protección ambiental, derechos laborales, derechos humanos y anticorrupción. Dichas normas incluyen los alineamientos incluidos en las Líneas directrices OCDE para empresas multinacionales, la Declaración tripartita de principios sobre las empresas multinacionales y la política social de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), el Pacto Mundial de las Naciones Unidas y los Principios rectores sobre las empresas y los derechos humanos de la ONU.

**Criterio "best in class":** esta modalidad está creciendo últimamente. De hecho, en Europa, entre el 2009 y el 2011 creció en un 45%. Esta modalidad es utilizada por varios índices como el Dow Jones Sustainability, el Domini 400 Social Index y muchos fondos ISR, como el Ethical Funds-Canada, entre otros. Sin embargo, su utilización no está exenta de cierta controversia.

La selección no solo abarca a las compañías (por sus acciones y por sus bonos), sino también a los Gobiernos (compra de deuda pública), a los organismos internacionales, etc.

Los criterios más excluidos son los de tabaco, alcohol, juego y contratos militares, aunque también se añaden manipulación genética, energía nuclear, explotación infantil, productos tóxicos, etc.

Criterio "best in class": esta modalidad está creciendo últimamente. De hecho, en Europa, entre el 2009 y el 2011 creció en un 45%.

<sup>18</sup> En la práctica, los fondos suelen ser más exigentes para seleccionar empresas que Gobiernos, aunque invertir en estos puede ser moralmente inaceptable si son dictatoriales, corruptos, etc.

<sup>19</sup> En algunos casos, la disponibilidad y exactitud de la información empresarial puede ser un criterio igual o casi más importante que otros. En el Reino Unido, según un estudio de 1997 llevado a cabo por Schlegelmilch, se observó que este criterio de transparencia tenía más puntuación que otros como los resultados ambientales o laborales.

Tabla 1. Ventajas y desventajas del criterio *best in class*

Puede contravenir el ideario ético del fondo pues, al no establecer mínimos, la estrategia puede clasificar como éticas prácticas contrarias al ideario. Por ejemplo, una empresa que vulnera derechos laborales mucho menos que otras podría ser elegida para invertir.

Los fondos deben intentar seleccionar con mayor claridad qué empresas son "best in class" y explicar y justificar por qué se ha invertido en un sector, digamos, "problemático". De lo contrario, podría estar llevando a cabo cierto tipo de engaño al inversor.

Ventajas	Desventajas
<p>Permite invertir con base en el desempeño total de la empresa y no solo por su buen desempeño en áreas éticas muy visibles. Por ejemplo, una empresa puede puntuar alto a nivel ambiental, pero muy bajo en derechos laborales.</p>	<p>Puede contravenir el ideario ético del fondo pues, al no establecer mínimos, la estrategia puede clasificar como éticas prácticas contrarias al ideario. Por ejemplo, una empresa que vulnera derechos laborales mucho menos que otras podría ser elegida para invertir.</p>
<p>Permite mejorar la calificación de la industria pues, al favorecer a la mejor empresa, incentiva que esta siga trabajando bien para mantener su posición y estimula a que las otras compañías intenten imitar su ejemplo .</p>	<p>Puede provocar exclusiones injustas, ya que el hecho de pertenecer a un determinado sector que no actúa de acuerdo con criterios de RSC no significa necesariamente que la empresa deba ser excluida per se, ya que puede tener una excelente puntuación en comparación con otras similares<sup>21</sup>. Es un enfoque que busca claramente la rentabilidad financiera. Suele suceder que las empresas más dañinas son las que dan mayores rentabilidades<sup>22</sup>.</p>
<p>Permite diversificar las carteras, pues se pueden seleccionar más empresas, de diversos sectores.</p>	<p>Permite que se invierta en empresas que violan ciertos criterios solo porque tienen un mejor desempeño en el mismo sector<sup>23</sup>.</p>
<p>Es muy útil sobre todo en países en los cuales un sector es muy significativo, de modo que dejarlo fuera de las carteras de los fondos atentaría contra la rentabilidad de estos. (Por ejemplo, en Canadá, si no se invierte en empresas energéticas, los fondos no podrían ser rentables, pues abarcan casi el 40% del mercado).</p>	<p>Va en contra del espíritu de las ISR (sancionar a las empresas que no cumplen ciertos criterios y beneficiar a las que si), pues con el <i>best in class</i> dicha sanción no se asegura<sup>24</sup>.</p>
<p>Favorece la imagen empresarial en sectores económicos muy sensibles a la percepción social, influyendo positivamente en su rentabilidad</p>	

Fuente: elaboración propia.

En cualquier caso, los fondos deben intentar seleccionar con mayor claridad qué empresas son "best in class" y explicar y justificar por qué se ha invertido en un sector, digamos, "problemático". De lo contrario, podría estar llevando a cabo cierto tipo de engaño al inversor. Por ejemplo, en Canadá se cuestiona que el Ethical Funds tenga inversiones en casi todos los bancos canadienses bajo la premisa del "best in class".

<sup>21</sup> Michelson (2004)

<sup>22</sup> Tippet (2001), citado por Michelson (2004).

<sup>23</sup> Schwartz (2003)

<sup>24</sup> Hudson (2005), citado por Sorrain y Valor (2009).

## 4.2. ACTIVISMO EMPRESARIAL (DERECHOS POLÍTICOS DE INVERSORES)

Es el ejercicio de los derechos políticos (voto, etc.) con el fin de influir en las empresas para que asuman sus responsabilidades sociales. Por ejemplo, votar resoluciones en la asamblea o en la junta general de accionistas para que una compañía reduzca sus emisiones contaminantes. Es una modalidad de ISR muy utilizada, con un promedio de 4,7 miles de millones de dólares a nivel global.

La forma en que se desarrolla este activismo varía. Una forma es a través del ejercicio del derecho de voto. Otra, la presentación de resoluciones para proponer cambios en las políticas y estrategias de la empresa sobre temas ASG, que puedan ser discutidas y votadas en las juntas generales de accionistas. Estas dos modalidades están muy extendidas en Estados Unidos, donde incluso se han elaborado principios para apoyar el voto de los inversionistas (como la guía Proxy Voting for Sustainability elaborada por la Coalition for Environmentally Responsible Economies –CERES– en el 2011).

Otra modalidad es la del *engagement* o diálogo constructivo con las empresas. Se trata de un enfoque diferente al de las ISR, pues no se trata de realizar un filtro de las mejores empresas en cuanto a su RSC, sino de "influir favorablemente en la gestión ASG de aquellas empresas en las que se mantiene una estabilidad en la inversión". Esto es una ventaja, pues no se producen los efectos de un filtro negativo en la rentabilidad o en el riesgo<sup>25</sup>. Puede darse en dos ámbitos: el privado (cuando participan únicamente el inversor institucional y los órganos directivos de la empresa) y el público (si involucra a otros grupos de interés en la junta general de accionistas, a otros inversores o potenciales inversores institucionales, a medios de comunicación, a organizaciones sociales o sindicales, etc.). Es una práctica cada vez más utilizada, sobre todo en Europa, por los fondos de pensiones y por otros inversores institucionales.

En líneas generales, el activismo empresarial es una modalidad muy popular en Estados Unidos y Canadá, aunque actualmente se está potenciando en otras regiones como Europa, donde incluso la Unión Europea (UE) ha publicado la Shareholder Rights Directive 2007/36/EC.

La forma en que se desarrolla este activismo varía. Una forma es a través del ejercicio del derecho de voto. Otra, la presentación de resoluciones para proponer cambios en las políticas y estrategias de la empresa sobre temas ASG.

Otra modalidad es la del *engagement* o diálogo constructivo con las empresas. Se trata de un enfoque diferente al de las ISR, pues no se trata de realizar un filtro de las mejores empresas en cuanto a su RSC, sino de "influir favorablemente en la gestión ASG de aquellas empresas".

### Activismo empresarial: Campaña Ropa Limpia

Los inversores, a través de la compra de acciones en empresas textiles, han podido plantear a las juntas de accionistas las condiciones laborales extremadamente precarias de amplios colectivos de trabajadores dependientes (a través de empresas proveedoras en España y en países en desarrollo). Esta actuación ha promovido mayores controles en la cadena de producción textil para garantizar salarios y condiciones que permitan a estos colectivos superar el umbral de la pobreza y obtener ingresos estables y justos.

## 4.3. APOYO A PROYECTOS SOCIALES (COMMUNITY INVESTING)

Es una práctica consistente en dirigir el capital a personas o instituciones que no son atendidas por los proveedores tradicionales de servicios financieros tales como pequeños negocios, personas con escasos recursos y servicios comunitarios importantes. Por ejemplo, los créditos sin intereses de Oikocredit en Filipinas para que las personas puedan fabricar zapatillas en su propia casa y ganar seis veces más que trabajando en una empresa.

<sup>25</sup> Economistas sin Fronteras (2010)

Se trata de una modalidad de ISR muy pequeña, que abarca un total de 89.000 millones de dólares, un porcentaje mínimo del total de la ISR global (0,3%). Pese a ello, es una estrategia que está creciendo mucho en Estados Unidos y en Europa, una región tradicionalmente comprometida en apoyar iniciativas de crecimiento sostenible.

El apoyo a proyectos sociales es una modalidad de ISR muy pequeña, que abarca un total de 89.000 millones de dólares, un porcentaje mínimo del total de la ISR global (0,3%). Pese a ello, es una estrategia que está creciendo mucho en Estados Unidos y en Europa.

**Inversión comunitaria: Calvert Foundation, Alterfin y la Cooperativa Agraria Industrial Naranjillo en Perú**

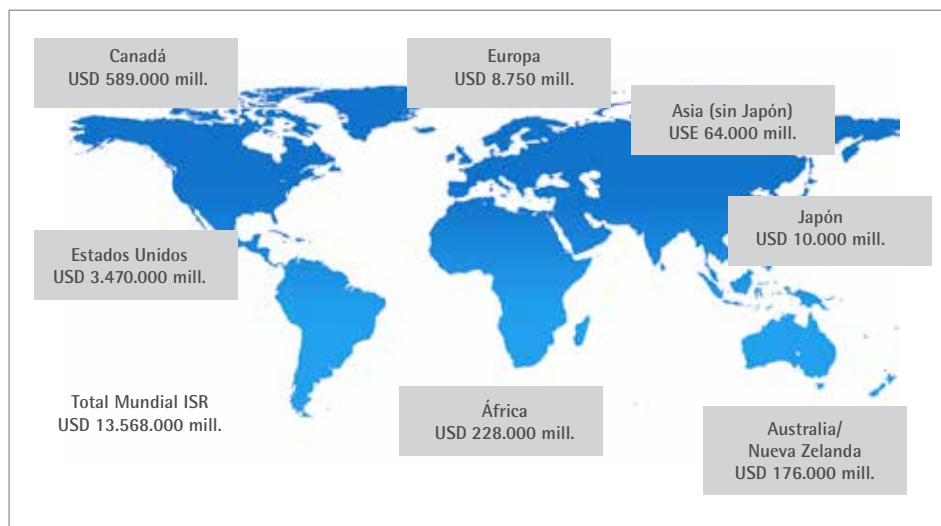
La Calvert Foundation está especializada en la inversión comunitaria de gran impacto, dando oportunidades económicas a aquellos que más lo necesitan. Apoya una diversidad de carteras de casi 150 oenegés y empresas sociales, sirviendo así a comunidades de bajos ingresos en Estados Unidos y el resto del mundo. Los inversores obtienen una rentabilidad financiera fija y se benefician de la comodidad y la gestión de riesgos de la Calvert Foundation, a la vez que generan beneficios sociales mensurables.

Está pendiente de las nuevas necesidades financieras de los socios. En el 2012, la financiación basada en proyectos se expandió con uno de sus socios más fuertes, Alterfin Bélgica. A finales de año se habían invertido 9 millones de dólares en 11 organizaciones de comercio justo, las cuales apoyaban a su vez a 12.900 agricultores.

Uno de esos proyectos de inversión es el de Naranjillo, una cooperativa agraria industrial peruana que apoya a pequeños agricultores con el fin de asegurar precios justos para el cacao y el café. A través del préstamo con Alterfin, Naranjillo puede proveer a sus miembros de múltiples servicios como créditos, asistencia técnica para el ahorro y seguros sociales.

**5. PANORAMA DE LAS ISR EN EL MUNDO Y EN EUROPA**

Figura 4. Las ISR en el mundo



Fuente: Informe de la GSIA, 2012.



El estatus de las ISR no es homogéneo en todos los países. La mayor parte de las ISR están sobre todo en Europa, Estados Unidos y Canadá, que representan casi un 96% del total global. Es importante señalar que hay diferencias notables entre los mercados financieros, derivadas del tratamiento legislativo pero también por cuestiones culturales. Por ejemplo, en Estados Unidos es muy popular el activismo de los accionistas, así como el *screening* positivo y el *best in class*, mientras que en Europa están creciendo el *norm-based screening* y la inversión comunitaria.

En términos generales, hay un evidente crecimiento de las ISR a nivel mundial. Según el informe de la GSIA del 2012, Europa ha pasado de los 5.000 millones de dólares en el 2009 a los 8.700 millones en el 2012. En Estados Unidos, las ISR alcanzan los 3.740 millones de dólares, con un crecimiento del 22% en relación al 2009. Este crecimiento tampoco es homogéneo, pues en los mercados maduros respecto a los temas de ISR, como el Reino Unido, Francia, Holanda, Noruega o Suecia, la tendencia es más evidente, mientras que en España el volumen es muy reducido. En algunos países este crecimiento se debe a una ola de cambio de fondos tradicionales a fondos ISR, sobre todo en los fondos institucionales, como en Francia, lo cual no sucede en otros casos, donde los fondos nacen directamente siendo ISR o no.

El porqué del crecimiento se debe a varios factores. De un lado, existe una mayor concienciación, a nivel corporativo, académico y de medios de comunicación, acerca de la importancia de factores éticos y sociales tales como la RSC y la ética de la empresa (negocios éticos). También existe un mayor acceso a la información por parte de los inversores (facilitado por el uso de Internet o de los medios de comunicación) sobre opciones de inversión más sostenibles. Además, se evidencia una tendencia al alza de que las personas pasen de ser meros ahorradores a ser inversores, observándose un crecimiento en general de todos los fondos, ya sean ISR o convencionales<sup>26</sup>. Por ejemplo, en Estados Unidos los fondos son la industria de mayor crecimiento en el siglo XXI, creciendo de los 70 fondos que había en los años cuarenta a los casi 8.000 registrados en el 2004.

Otro factor de este aumento de las ISR sería que cada vez hay más empresas que se comprometen con estrategias de RSC, por lo que hay mayor disponibilidad de valores para las ISR, sin que ello ponga en riesgo la rentabilidad del fondo<sup>27</sup>.

La madurez de este mercado financiero se observa también en la creación de índices de sostenibilidad (Dow Jones Sustainability, FTSE4Good, Domini Social Index 400, ELRIS en el Reino Unido o Jantzi Social Index en Canadá); la creación de foros de inversión a nivel mundial<sup>28</sup>; las iniciativas a también a nivel global de organizaciones internacionales como los *Principios* de la ONU (ver recuadro) o el Pacto Mundial (una red global para el compromiso voluntario de las empresas hacia las declaraciones y convenciones universales en cuatro áreas: derechos humanos, medioambiente, estándares laborales y anticorrupción) o agencias especializadas en ISR (como EIRIS en el Reino Unido, MSCI –antes denominada KLD– en Estados Unidos, Sustainalytics y Vigeo, entre otras).

El estatus de las ISR no es homogéneo en todos los países. La mayor parte de las ISR están sobre todo en Europa, Estados Unidos y Canadá, que representan casi un 96% del total global.

Se evidencia una tendencia al alza de que las personas pasen de ser meros ahorradores a ser inversores, observándose un crecimiento en general de todos los fondos, ya sean ISR o convencionales.

<sup>26</sup> Ídem

<sup>27</sup> Mill (2006)

<sup>28</sup> Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), que agrupa los diferentes foros de inversión social en el mundo. Regionales: Eurosif (Europa), AISRA (Asia), AFRICA SIF, y de países: US SIF (Estados Unidos), UK SIF (Reino Unido), Canadian SIF (Canadá), Japan SIF (Japón) o RIAA (Australia), entre otros.

### Principios para la Inversión Responsable (PRI) de la ONU

Fueron desarrollados por 20 de los más importantes inversores institucionales de 12 países, además de contar con el apoyo de 70 expertos en materia de inversión provenientes de diversas áreas, desde el mundo académico hasta organizaciones intergubernamentales.

- Incorporan los criterios ASG en los procesos de análisis y adopción de decisiones en materia de inversiones.
- Ejercen los derechos como propietarios de bienes activos e incorporan las cuestiones ASG a las prácticas y políticas de inversión. Promueven el ejercicio de derechos políticos.
- Piden a las empresas en las que invierten que adopten principios basados en la rendición de cuentas y la transparencia, para que publiquen las informaciones apropiadas sobre sus actividades y sus impactos en las cuestiones ASG.
- Promueven la aceptación y aplicación de los Principios en la comunidad global de la inversión, apoyando y participando en redes de información para compartir instrumentos colectivos.
- Promueven la colaboración de las entidades para mejorar la eficacia en la aplicación de los Principios.
- Ejercen, como inversores, el principio de transparencia que reclaman a las empresas y a los mercados financieros, informando sobre las actividades de inversión y los progresos en la aplicación de las ISR.

## 6. ¿QUÉ REQUISITOS DEBE TENER UN FONDO PARA SER CONSIDERADO ISR?

### LA ÉTICA DE LA SOCIEDAD GESTORA

La sociedad gestora debe buscar cumplir los mismos criterios ASG que exige a las empresas en las que invierte.

Habitualmente, el debate de la ISR se ha centrado en la ética de las empresas en las que se pretende invertir, pero se ha dejado de lado la ética del propio fondo ISR. Muchas veces se ha cuestionado que las sociedades que gestionan las ISR no tienen ninguna referencia ética y solo buscan beneficios. Por eso, la sociedad gestora debe buscar cumplir los mismos criterios ASG que exige a las empresas en las que invierte<sup>29</sup>.

Las gestoras exigen que las empresas que forman parte de sus carteras posean estrategias RSC. Por ello, es aconsejable que las propias gestoras cumplan con este requisito.

Se suele discutir si las empresas que ofrecen fondos éticos tienen obligaciones éticas adicionales a las de las firmas que ofrecen fondos tradicionales. Algunos señalan que al ofrecer un producto "ético", la entidad ha aceptado voluntariamente un mayor nivel de responsabilidad y transparencia de sus actos<sup>30</sup>. En todo caso, todas las gestoras de fondos tienen obligaciones éticas que van más allá del cumplimiento legal (*overcompliance*).

La ética de los fondos incluiría:

**6.1.1. Que la sociedad gestora cuente con una estrategia de RSC<sup>31</sup>.** Las gestoras exigen que las empresas que forman parte de sus carteras posean estrategias RSC. Por ello, es aconsejable que las propias gestoras cumplan con este requisito.

<sup>29</sup> Cowton (1994) y Schwartz (2003), citados por Sorarrain y Valor (2009).

<sup>30</sup> Schwartz (2003)

<sup>31</sup> Sorarrain y Valor (2009)

**6.1.2. Una adecuada transparencia.** La transparencia es un factor transversal que debe guiar todos los aspectos del fondo, desde la selección del ideario ético y los criterios hasta los ámbitos más operativos. Sin embargo, según algunos estudios, hay poca transparencia en los propios fondos<sup>32</sup>. Esto es muy importante, porque si ser ético no es relativo, la necesidad de ser transparente de cara a inversores actuales y futuros es mayor.

Hay una gran demanda de que los fondos y empresas sean transparentes (obviamente, sin perjudicar sus estrategias) y por ello se ha producido un auge de herramientas como:

Global Reporting Initiative (GRI): institución independiente que creó el primer estándar mundial de orientaciones para la elaboración de memorias de sostenibilidad para aquellas compañías que desean evaluar su desempeño económico, ambiental y social.

AA1000: norma reconocida internacionalmente y de libre acceso que proporciona los requisitos necesarios para llevar a cabo un "aseguramiento" de sostenibilidad. Reafirma la credibilidad de los informes de sostenibilidad de una organización.

Código de Transparencia Europeo en ISR: iniciativa surgida de Eurosif para fomentar la transparencia de los fondos ISR, sobre todo en los fondos minoristas. Los fondos firman una declaración de compromiso y rellenan un formulario siguiendo pautas establecidas en un manual concreto para gestores de fondos. Los adherentes pueden usar un logo distintivo.

Principios CERES: código de 10 principios sobre el comportamiento corporativo ambiental de las empresas, que debe ser publicado por estas a modo de declaración ética. En dicho código se encuentra el mandato de informar periódicamente sobre la gestión medioambiental y los resultados.

International Organization for Standardization (ISO), SA8000, entre otras.

La transparencia es un factor transversal que debe guiar todos los aspectos del fondo, desde la selección del ideario ético y los criterios hasta los ámbitos más operativos. Sin embargo, según algunos estudios, hay poca transparencia en los propios fondos.

Código de Transparencia Europeo en ISR: iniciativa surgida de Eurosif para fomentar la transparencia de los fondos ISR, sobre todo en los fondos minoristas. Los fondos firman una declaración de compromiso y rellenan un formulario siguiendo pautas establecidas en un manual concreto.

#### **Transparencia: el caso del fondo de pensiones del Gobierno noruego**

A pesar de su denominación habitual como "Estándar de Oro" de la inversión institucional responsable, este fondo no es diferente de otros en cuanto a su desempeño social, salvo por un factor diferenciador: la transparencia.

Durante muchos años, el Ministerio de Finanzas noruego, el Consejo de Ética y el Fondo mismo han sido transparentes en su proceso de selección, las expectativas de las empresas y la justificación de sus decisiones. Esta calidad en el proceso y la transparencia han permitido que otros inversores imiten su actuación, pues si estos son transparentes, no solo los beneficiarios estarán mejor informados, sino que otros inversores pueden inspirarse en sus buenas prácticas.

**6.1.3. Un adecuado manejo de la publicidad de los fondos éticos.** Se debe evitar que la publicidad incluya tácticas o imágenes que utilicen la emotividad y/o miedos para promover el fondo<sup>33</sup>; por ejemplo, imágenes de niños trabajando en fábricas en países en vías de desarrollo. Además, en lo posible no se utilizarán informes o resultados pasados acerca de la rentabilidad del fondo, ni se deberán publicitar únicamente los periodos positivos del mismo.

<sup>32</sup> Tippet (2001), citado por Michelson (2004).

<sup>33</sup> Schwartz (2003)

## 6.2. DEFINICIÓN DEL PERFIL ÉTICO DEL FONDO ISR

Dado que en la práctica, hay una pluralidad de conceptualizaciones sobre lo que es ético y que no existe una definición universalmente aceptada del mismo, la visión que de él se tenga dependerá de cada fondo. Por eso el proceso de definición del perfil del fondo es muy importante.

Si hay un exceso de criterios, el abanico de empresas en las cuales se puede invertir puede reducirse excesivamente, con lo cual se pueden poner en riesgo los criterios financieros.

La definición del ideario y de los criterios de selección y elección debe ser lo más detallada posible, por razones de transparencia y de operatividad.

Cuanto más definidos estén los valores éticos del fondo, más detallados serán los criterios; en caso contrario, tendrán criterios genéricos.

Dado que, en la práctica, hay una pluralidad de conceptualizaciones sobre lo que es ético y que no existe una definición universalmente aceptada del mismo, la visión que de él se tenga dependerá de cada fondo<sup>34</sup>. Por eso el proceso de definición del perfil del fondo es muy importante.

Dentro de este ámbito, la selección de criterios es de lo más complejo dado que, en primer lugar, no hay criterios objetivos, sino que dependen de cada fondo (así, para algunos el tabaco debería ser excluido, pero no la inversión en el juego); en segundo lugar, los porcentajes que se aplican en los criterios negativos son subjetivos. Por lo mismo, no son aplicados uniformemente en todos los fondos, y así por ejemplo, en un fondo se excluye una compañía si más del 5% de sus ventas se obtienen con fines armamentísticos, mientras que, en otros, solo si supera el 10%.

Asimismo, es difícil encontrar campos totalmente éticos, pues esto puede llevar a contradicciones (por ejemplo, se excluye la inversión en contratos militares, pero en muchas ocasiones las Fuerzas de Paz de la ONU realizan labores humanitarias muy necesarias) o a excluir a casi todas las empresas<sup>35</sup>. Si hay un exceso de criterios, el abanico de empresas en las cuales se puede invertir puede reducirse excesivamente, con lo cual se pueden poner en riesgo los criterios financieros<sup>36</sup>.

A la hora de elegir el ideario ético y los criterios se debe tener en cuenta un conjunto de elementos o aspectos:

- La existencia de una pluralidad de visiones sobre lo ético demanda que el fondo haga una reflexión previa y no improvisada de qué considera ético para el fondo. Esto lo diferenciará de los fondos guiados solo por el mercado (*market-led funds*) y el *marketing*, pues estos son creados con base en temas que suscitan interés y preferencia en la opinión pública (por ejemplo, un fondo para luchar contra el cambio climático)<sup>37</sup>.
- Su fijación debe llevarse a cabo por parte de un comité independiente de la entidad gestora y que cuente, en la medida de lo posible, con expertos y miembros de la sociedad civil (comité de ética).
- La definición del ideario y de los criterios de selección y elección debe ser lo más detallada posible, por razones de transparencia y de operatividad. Por ejemplo, no basta con excluir a una empresa, sino que debe señalarse claramente qué proporción máxima ha sobrepasado, si abarca también el comportamiento de sus proveedores, etc. Cuanto más definidos estén los valores éticos del fondo, más detallados serán los criterios; en caso contrario, tendrán criterios genéricos<sup>38</sup>.
- La definición debe incluir los criterios indirectos, es decir, si por ejemplo incluye el desempeño de los proveedores o de los clientes. También implica establecer si el fondo tiene la obligación de preguntar a las empresas en las que se piensa invertir sobre estos temas, es decir, un deber de información previa. Ello requiere una reflexión profunda, pues si el fondo es muy estricto en el análisis de las empresas y de su cadena de valor, puede acortar el rango de empresas a invertir y, por ende, poner en peligro la rentabilidad.

<sup>34</sup> Esto puede traer importantes consecuencias a nivel ético, llegando incluso a cuestionar la ética de estas inversiones. Ver apartado "¿Son éticos los fondos éticos?".

<sup>35</sup> Michelson (2004)

<sup>36</sup> Argandoña y Sarsa (2000)

<sup>37</sup> Mackenzie (1998), citado por Sorarrain y Valor (2009).

<sup>38</sup> Argandoña y Sarsa (2000)

- La justificación de los criterios, esto es, además de ser indicados explícitamente, deben ser justificados moralmente de manera detallada<sup>39</sup>. Dada la pluralidad de visiones éticas ya mencionada, la justificación es muy importante. Muchos criterios responderán más a razones de tipo religioso, político o social (por ejemplo, un fondo musulmán no invertirá en empresas que produzcan o distribuyan carne de cerdo, y un fondo animalista no invertirá en empresas que hagan pruebas con animales). En este ámbito los fondos deben:

- Indicar con cuánta regularidad son aplicados los criterios.
- Justificar, si es el caso, la utilización de criterios "best in class" y los porcentajes mínimos<sup>40</sup>.

#### Justificación de los criterios de selección: diferencias

Fondo Ethical Funds: "El tabaco es la única sustancia legalizada que daña la salud humana incluso en niveles moderados de uso. Se ha comprobado clínicamente que fumar está ligado al cáncer y otras enfermedades y es la causa más significativa de enfermedades que se pueden prevenir, de discapacidad y de muerte prematura en Canadá. Su tratamiento significa un gasto de 9.600 millones de dólares al año para el sistema de salud canadiense [...]. Según la Organización Mundial de la Salud, hay 3,5 millones de muertes al año atribuidas al uso del tabaco".

Fondo Halal Mutual Investment Company: "Se invierte en empresas congruentes con los principios islámicos".

### 6.3. SELECCIÓN DE EMPRESAS

El proceso de selección de las empresas también presenta algunas limitaciones. Una de ellas es que el fondo depende de la información brindada por la empresa, y el problema es cómo saber si se proporciona toda la información y el grado de veracidad de la misma. Actualmente, en Europa hay un notable interés en mejorar la comunicación empresarial, pero quedan retos pendientes. Además, es difícil juzgar el desempeño de una empresa, pues no hay estándares o criterios uniformes para los informes de RSC.

En general, en este proceso de selección hay que tener muy en cuenta que las compañías deben ser analizadas dentro de un rango, y que ninguna empresa es totalmente responsable o irresponsable<sup>41</sup>. Muchas veces empresas con una calificación total similar en los índices difieren mucho entre las características de cada nivel.

Es recomendable que el fondo señale las fuentes de información utilizadas para llevar a cabo la selección. En general, es recomendable que se utilicen fuentes externas (agencias sociales de *rating*) o que el fondo siga los criterios de un índice ético, pues de lo contrario el coste sería muy elevado.

En general, en este proceso de selección hay que tener muy en cuenta que las compañías deben ser analizadas dentro de un rango, y que ninguna empresa es totalmente responsable o irresponsable.

<sup>39</sup> Schwartz (2003)

<sup>40</sup> Algunos autores señalan que establecer porcentajes mínimos es cuestionable desde un punto de vista ético, pues ello implicaría que una compañía tiene cierto margen para llevar a cabo conductas contrarias al ideario ético del fondo. Por ejemplo, Ethical Funds, pese a considerar negativamente el tabaco, acepta hasta un 20% de sus inversiones en dicho rubro.

<sup>41</sup> Statman (2007)

## 6.4. CUESTIONES OPERATIVAS

Una vez establecido el perfil ético del fondo y seleccionadas las empresas, se deben tomar en consideración algunas medidas para que la gestión diaria del fondo sea lo más transparente y funcional posible:

- Señalar con claridad cuál será la estrategia del fondo. Si solo utilizará el *screening* o si también integrará el activismo accionarial o la inversión social.
- Indicar detalladamente cuáles son las políticas de relaciones con las empresas (como las políticas del derecho a voto) y la actitud que se asume: ser solo pasivo (salir de la empresa si esta tiene un mal comportamiento de RSC) o, por el contrario, ser proactivo (activismo político)<sup>42</sup>.
- Explicar cómo se actuará en caso de conflicto: por ejemplo, si el fondo debe vender los valores de las empresas que incumplan los criterios a pesar de que pueda estar en riesgo la rentabilidad del fondo y, en su caso, si venderá inmediatamente o esperará a que la afectación no sea tan grande.
- Promover auditorías periódicas por terceras partes independientes, de sus propias actividades, para evaluar si siguen actuando de forma ética. El razonamiento es aplicar en el fondo la misma exigencia que se requiere a las empresas en las cuales se invierte. Es una tendencia que va creciendo como resultado de los "Social Investment Awards".
- Ofrecer informes anuales o con otra periodicidad sobre el desempeño del fondo e informar en tiempo real de las acciones en las que se está invirtiendo. Algunos fondos sólo dan información mensual u otros sólo lo dan sobre las 10 empresas más grandes, pero por un deber de transparencia esta información debería ser constantemente actualizada<sup>43</sup>.
- Rendir e informar verazmente, la gestora, –y esta es una cuestión muy importante– a los inversores y a los futuros inversores, ya sea a través de informes u otras modalidades de comunicación.

Una de las medidas para que la gestión del fondo sea transparente y funcional es indicar detalladamente cuáles son las políticas de relaciones con las empresas (como las políticas del derecho a voto) y la actitud que se asume: ser solo pasivo (salir de la empresa si esta tiene un mal comportamiento de RSC) o, por el contrario, ser proactivo (activismo político).

Los responsables de los fondos éticos deben informar con claridad no solo sobre los aspectos sociales de la ISR, sino también puntualizar acerca de la eficacia de las inversiones y los efectos positivos y soluciones reales a los problemas que genera.

## 7. RETOS PARA LOGRAR UNA ISR MÁS EFECTIVA

Es evidente el auge de la ISR en el mercado financiero actual y su importante contribución a una economía sostenible a largo plazo. Cada vez hay más iniciativas de mejora y de aprendizaje para lograr que las ISR puedan ser instrumentos eficaces en la promoción de valores sociales, ambientales y de buen gobierno en las empresas.

A continuación se detallan algunas cuestiones a tener en cuenta para promover una ISR más efectiva:

- **Comunicación y claridad:** los responsables de los fondos éticos deben informar con claridad no solo sobre los aspectos sociales de la ISR, sino también puntualizar acerca de la eficacia de las inversiones y los efectos positivos y soluciones reales a los problemas que genera.

Además, también se debe informar acerca de la rentabilidad, para que no haya una percepción negativa o errónea de la misma. Un estudio llevado a cabo por Mackenzie & Lewis en el año 2000 señaló que mientras un 41% de inversores creía que la ISR tenía igual rentabilidad que los fondos tradicionales, un 41% creía que la rentabilidad era menor. De alguna manera, los aspectos sociales de la ISR pueden afectar la percepción financiera del inversor. Es importante que las conclusiones objetivas sobre la rentabilidad de las ISR

<sup>42</sup> Argandoña y Sarsa (2000)

<sup>43</sup> Schwartz (2003)

lleguen a la percepción de los inversores, para que puedan decidir con objetividad.

El énfasis en una comunicación correcta y clara es fundamental, sobre todo en los inversores minoristas, pues en muchos casos estos no tienen acceso a la información de la misma manera que los inversores institucionales y, por ende, llevan a cabo poca inversión en ISR. Comunicando adecuadamente, los inversores individuales pueden conocer bien las ventajas de los fondos ISR como lo hacen los inversores institucionales<sup>44</sup> y de este modo se promovería una mayor inversión en ese aspecto.

### ¿Por qué invertir en ISR?

La maximización de la rentabilidad no puede, ni debe, ser el único objetivo de las inversiones, sino que también hay una responsabilidad moral por parte de los inversores: escoger empresas o fondos cuyas actividades sean éticamente responsables.

Se suele afirmar que el único fin de las empresas y las inversiones es maximizar el valor de las acciones o la rentabilidad, y que, a la larga, esto automáticamente se traducirá en un sistema racional y eficiente en el que todos se verán beneficiados por igual. Sin embargo, este supuesto de eficacia económica no se da en la realidad, limitándose a ser solo una condición teórica.

Debería tenerse en cuenta que, además de los costes económicos tradicionales, hay también otros como el daño ambiental, laboral, etc., y que si se tienen en cuenta a la hora de tomar las decisiones, a la larga redundará en el prestigio y la confiabilidad de quienes lo promueven.

Además de una conceptualización teórica, invertir en ISR tiene ventajas prácticas:

- Los fondos mutuos éticos tienen estilos diferentes a los tradicionales. Están menos expuestos a la variabilidad del mercado en comparación con los fondos convencionales (Bauer, Koedijk y Otten, 2005)
- Tal como se ha demostrado, los factores de RSC no afectan la rentabilidad de los fondos (Hamilton y Statman, 1993). La rentabilidad de las ISR es igual a la de las inversiones convencionales, al menos en muchos casos.

• **Buscar *feedbacks* de los diferentes grupos de interés:** la retroalimentación es una cuestión importante. Tener en cuenta las opiniones y los comentarios de otros inversores, empresas y organizaciones ayuda a asegurar que el fondo se comporta de forma ética<sup>45</sup>.

• **Certificaciones o sellos:** una práctica novedosa, y que está dando buenos resultados, es el uso de certificados o etiquetas derivados de la adherencia a códigos (como el Código de Transparencia Europeo en ISR) o como resultado del sometimiento a una evaluación por una institución independiente (la etiqueta ISR Novethic –ver recuadro–).

• **Asumir un rol activo** no solo respondiendo a la demanda de inversores actuales y potenciales, sino también ofreciendo productos ISR o incluso yendo más allá, involucrando a las empresas para que hagan un viraje hacia criterios ASG o RSC para poder introducirlo en sus carteras.

Además de los costes económicos tradicionales, hay también otros como el daño ambiental, laboral, etc., y que si se tienen en cuenta a la hora de tomar las decisiones, a la larga redundará en el prestigio y la confiabilidad de quienes lo promueven.

Los fondos mutuos éticos tienen estilos diferentes a los tradicionales. Están menos expuestos a la variabilidad del mercado en comparación con los fondos convencionales.

Una práctica novedosa, y que está dando buenos resultados, es el uso de certificados o etiquetas derivados de la adherencia a códigos (como el Código de Transparencia Europeo en ISR).

<sup>44</sup> Eurosif (2013)

<sup>45</sup> Schwartz (2003)

#### Etiqueta Novethic ISR

-Es una etiqueta creada por Novethic para promover la transparencia y las prácticas de los fondos ISR. Para obtenerla, los fondos debe cumplir ciertos requisitos de transparencia: publicar los *screenings*, justificarlos, anunciar la visión ética del fondo, detallar la cartera de empresas en la que invierte, y explicar el desempeño financiero y de ASG, entre otros.

- El objetivo principal de la etiqueta es que los inversores individuales puedan acceder a la información del fondo, que en la mayoría de los casos son muy técnicos, complejos y no claros.

- Esta etiqueta es usada como un estándar de calidad y es la primera de su clase en Europa. Garantiza que los criterios ASG sean integrados en el fondo.

- Desde su creación en 2009 ha habido un notable progreso no sólo en la transparencia de los fondos, sino también en la homogeneización de la oferta de fondos ISR. De este modo los inversores individuales pueden comparar fondos con mayor facilidad.



Las ISR han demostrado ser no solo rentables, sino más resistentes a los cambios y vaivenes del mercado financiero. Este es un valor añadido que poco a poco está ganando adeptos.

Es importante subrayar la convicción de que invertir en ISR no es un acto de caridad, sino una decisión racional en todos los sentidos: no solo se alcanza rentabilidad y se maximizan beneficios, sino que a su vez se promueve un mundo más justo y saludable.

## 8. CONCLUSIONES

La creciente demanda de fondos éticos es un termómetro que muestra cuáles son los intereses de ciertos sectores de la sociedad y la comunidad financiera. Ganar dinero importa, y mucho, pero también que ello no se base en explotación laboral o venta de armas. Y, mejor aún, que pueda contribuir a proteger el medioambiente o incentivar a superar las desigualdades sociales.

Las ISR son un reflejo de que lo económico no tiene por qué estar divorciado de lo ético, de las aspiraciones legítimas de un mundo mejor para todos. Las ISR han demostrado ser no solo rentables, sino más resistentes a los cambios y vaivenes del mercado financiero. Este es un valor añadido que poco a poco está ganando adeptos tanto entre los inversores individuales como en los grandes fondos institucionales.

Pese a este enorme potencial, todavía queda mucho por hacer para que las ISR afiancen su posicionamiento como la opción que muchos inversionistas han estado buscando. Para ello, es importante subrayar la convicción de que invertir en ISR no es un acto de caridad, sino una decisión racional en todos los sentidos: no solo se alcanza rentabilidad y se maximizan beneficios, sino que a su vez se promueve un mundo más justo y saludable. Un cóctel de ventajas que difícilmente puede pasar desapercibido para el más acucioso de los inversionistas.

Las ISR están trazando un nuevo camino en el ámbito financiero, y por ello es necesario que los procesos que asuman sean definidos éticamente, tanto desde la propia creación del fondo y su estructura hasta en su operatividad diaria. Las ISR deben ser visualizadas ventajosamente como instrumentos diferenciados de otro tipo de fondos.

En definitiva, la apuesta por las ISR redundará en la revalorización de los entes financieros, muchas veces estigmatizados. Les brindará la oportunidad y la satisfacción de ser vistos como impulsores de cambios a favor del bienestar común.



## 9. BIBLIOGRAFÍA

Albareda, L., M. R. Balaguers y D. Murillo (coord.), *Observatorio 2011 de la inversión socialmente responsable*, Barcelona, ESADE y BBVA, 2011.

Argandoña, A., y D. Sarsa, "Los fondos éticos y la promoción de la ética inversora", *Papeles de Ética, Economía y Dirección*, 5 (2000), pp. 1-18.

Bauer, R., K. Koedijk y R. Otten, "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style", *Journal of Banking & Finance*, 29 (2005), pp. 1751-1767.

Economistas sin Fronteras, *Problemas y retos de la inversión social: integrando la RSC en las decisiones de inversión*, Madrid, 2010.

Eurosif, E. S., *Estudio de SRI europeo*, Bruselas, Eurosif A.I.S.B.L., 2013.

Hamilton, S., H. Jo y M. Statman, "Doing Well while Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds", *Financial Analysts Journal*, 49(6) (1993), pp. 62-66.

Michelson, G. y otros, "Ethical Investment: Processes and Outcomes", *Journal of Business Ethics*, 52 (2004), pp. 1-10.

Mill, G. A., "The Financial Performance of a Socially Responsible Investment Over Time and Possible Link with Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, 63 (2006), pp. 131-148.

Nilsson, J., "Investment with a Conscience: Examining the Impact of Pro-Social Attitudes and Perceived Financial Performance on Socially Responsible Investment Behavior", *Journal of Business Ethics*, 83 (2008), pp. 307-325.

Schwartz, M. S., "The 'Ethics' of Ethical Investing", *Journal of Business Ethics*, 43 (2003), pp. 195-213.

Sorarrain, A., y C. Valor, "¿Son éticas las inversiones éticas? Propuesta de un modelo de idoneidad ética para la inversión socialmente responsable y aplicación a los fondos españoles", *Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, 66 (2009), pp. 165-185, CIRIEC-ESPAÑA.

Statman, M., "Socially Responsible Investments", *Journal of Investment Consulting*, 8(2) (2007), pp. 17-36.

