



Forética



# RSEARCH

Publicación de tendencias y actualidad RSE

Febrero 2010 | Nº 2



## INVIRTIENDO EN VALORES



LA INVERSIÓN SOCIALMENTE RESPONSABLE (ISR) constituye uno de los principales pilares sobre los que se apoya el auge y la profesionalización de la Responsabilidad Social.



## La ISR, una filosofía de inversión

# una filosofía

La Inversión Socialmente Responsable (ISR) constituye uno de los principales pilares sobre los que se apoya el auge y la profesionalización de la Responsabilidad Social. Un número creciente de inversores – tanto en número absoluto, como por volumen de recursos gestionados– han empezado a presionar las agendas corporativas para analizar y discriminar sus inversiones, no sólo conforme a los parámetros financieros tradicionales, sino a través de filtros éticos, sociales, ambientales y de buen gobierno corporativo (ESG).

Desde los primeros inversores ISR comprometidos con idearios éticos basados en doctrinas religiosas, ha florecido en la actualidad una enorme variedad de estrategias de inversión que tratan de explotar oportunidades y riesgos derivados de tendencias seculares

en nuestro entorno socio- económico, como el cambio climático, la escasez de agua o el cambio demográfico. El motivo es doble. Por una parte, la ISR es una fórmula que permite alinear las carteras de inversión con las preocupaciones e idiosincrasia de los individuos y los grupos de interés. Por otra parte, los criterios ESG mejoran el análisis financiero incorporando riesgos no perceptibles por los modelos de valoración tradicional.

¿Resta valor a una compañía una alta conflictividad con los trabajadores en términos de productividad? ¿Qué organizaciones podrían sobrevivir en un entorno económico restrictivo al carbono? ¿Cómo afecta una cada vez más virulenta temporada de huracanes a una cadena hotelera en el Caribe?

# EL PROCESO DE INVERSIÓN

## POLÍTICA DE INVERSIÓN

Determinación de una política de inversiones en la que se establecen aspectos como los objetivos de rentabilidad y riesgo, los mercados en los que se va invertir geográficamente o por tipo de activo en los que se invierte.

## ASIGNACIÓN DE CLASES DE ACTIVO

La asignación de activos establece en qué clases de activos y en qué proporción de la cartera se va a invertir. Las principales clases de activos son: renta fija, renta variable, divisas, materias primas, mercado inmobiliario, inversión alternativa entre otros. Cada clase de activos se puede subdividir. i.e. renta fija pública o privada, renta variable global o emergente.

## SELECCIÓN DE ACTIVOS

La selección de activos consiste en la elección de los activos concretos que se va a incorporar en la cartera de inversión. i.e. acciones de la empresa A, bonos soberanos del país B, acciones de la sociedad de capital riesgo C.

## EJECUCIÓN

La ejecución consiste en introducir y ejecutar órdenes de compra y venta de activos, así como operaciones de cobertura y reequilibrio de cartera.

## EVALUACIÓN

La evaluación consiste en analizar el comportamiento de las inversiones a lo largo del tiempo. Generalmente se miden las siguientes variables: rentabilidad y riesgo absolutos (rentabilidad y volatilidad) y relativos (desviaciones respecto al índice de referencia, alpha, beta, Tracking error), entre otros.

Las respuestas a estas preguntas constituyen algunas de las mejoras que aporta la ISR al análisis financiero tradicional.

Una de las fuentes de innovación en el mundo de la inversión más destacadas de los últimos diez años ha sido la ISR. Su importancia y sofisticación ha crecido tanto en términos cuantitativos como cualitativos. El reto de incorporar criterios de responsabilidad social a las inversiones ha sido comparado por algunos profesionales de la industria con la revolución que supuso el empleo generalizado de los productos derivados a la gestión de carteras durante los años ochenta y noventa.

Por inversión responsable se conoce a la toma en consideración de criterios éticos, sociales, ambientales y de buen gobierno corporativo en los procesos de gestión de inversiones. Frecuentemente se emplea el acrónimo ESG para hacer

referencia a los criterios de inversión socialmente responsable dando respuesta a las siglas en inglés *Environmental, Social and Governance*.

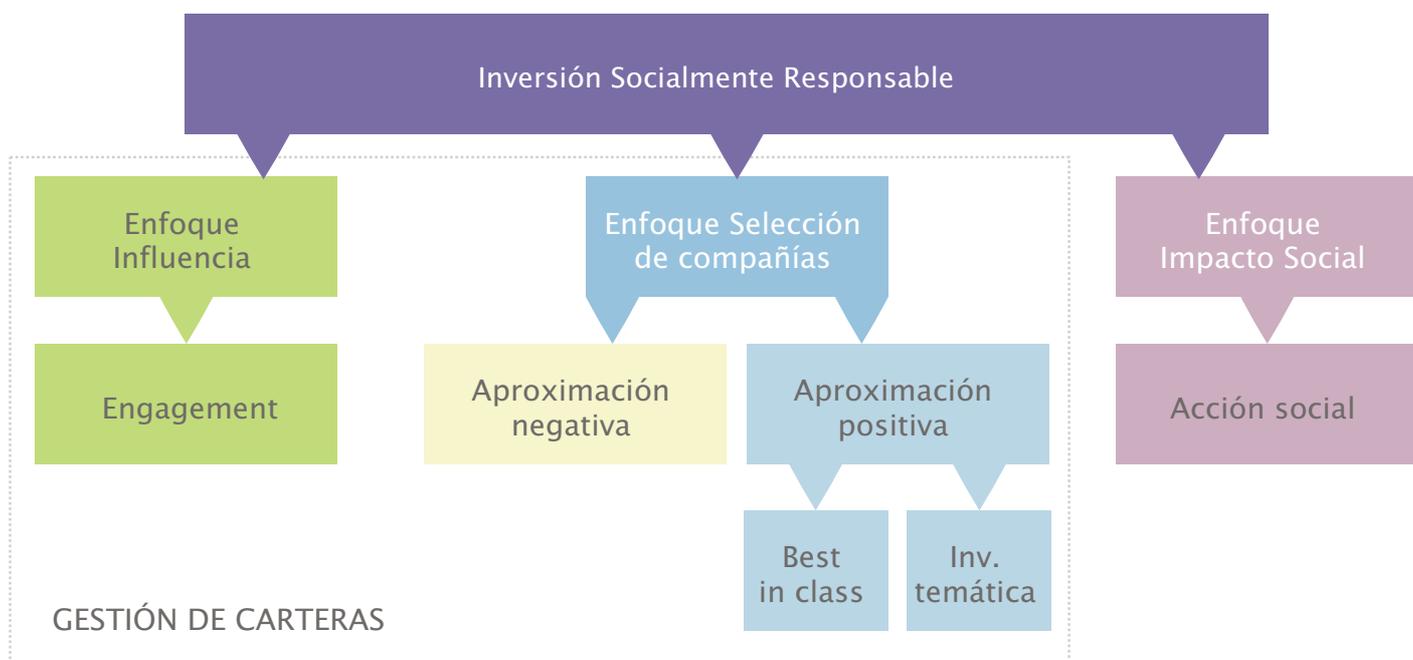
## La ISR en el proceso de inversión

Lo primero que conviene destacar es que la ISR es una filosofía de inversión, no una familia de productos. Se trata de una filosofía de inversión porque es el resultado de incorporar los criterios ESG en alguna o todas las etapas del proceso de inversión. Así mismo, tampoco es una familia de productos ya que los fondos ISR no necesariamente se publicitan o etiquetan como tal. Por ejemplo, un plan de pensiones responsable puede aplicar filtros éticos o ambientales a sus inversiones y no por ello deja de competir con otros fondos de pensiones *generalistas* ●

# Estrategias de Inversión Socialmente Responsable

Pese a que el grado de determinación de las variables ESG a la hora de tomar decisiones de inversión y desinversión de activos puede ser enormemente variable, podemos realizar un árbol en el que se resumen las principales estrategias de inversión responsable:

El Activismo Accionarial. Manual europeo 2006



En este documento nos centraremos exclusivamente en el ámbito de la gestión de carteras de inversión, por lo que se excluyen del análisis las inversiones que buscan un retorno social directo, como por ejemplo las iniciativas de acción social, o inversiones en la base de la pirámide.

Las estrategias de ISR tienen dos fórmulas principalmente, si bien no son mutuamente excluyentes. Por una parte está la búsqueda de influir en las decisiones empresariales. Por otro lado, el discriminar inversiones en función de los criterios de responsabilidad con la sociedad y el medio ambiente.

# Estrategias de ISR

## > ENFOQUE EN INFLUENCIA:

Mediante el enfoque en la influencia los inversores incorporan los criterios ESG a través del ejercicio activo de los derechos políticos de las acciones. Esto conlleva emprender un diálogo con la dirección de las compañías. Este diálogo puede ir desde la exigencia puntual de rendición de cuentas en las juntas generales de accionistas hasta el establecimiento y negociación de objetivos de gestión en materia de RSE con la dirección.

Para saber más: [VII Cuaderno Forética - El activismo accionarial en Europa. Manual europeo 2006](#)

## > ENFOQUE EN LA SELECCIÓN DE LAS COMPAÑÍAS:

Este tipo de estrategias incorpora los criterios ESG en la selección de las compañías o activos en los que invierte. Se trata de la práctica más frecuente, especialmente en España, en la que existe una baja implicación por parte de los gestores de fondos en variables no puramente financieras (políticas de dividendo, ampliaciones de capital, adquisiciones). Dentro de la selección de compañías, existen dos aproximaciones:

### APROXIMACIÓN POSITIVA:

Trata de incorporar acciones con un determinado perfil o un conjunto de prácticas ESG.

- **BEST IN CLASS:** Mediante una aproximación Best in Class, el gestor de inversiones selecciona sólo a las mejores compañías respecto de una o más variables objetivo.

*EJEMPLO 1: Selecciona a empresas con menores emisiones de Co2 por unidad producida. Ejemplo 2: Sólo invierte en compañías que tengan un rating en RSE por encima de 3 en una escala de 1-5.*

- **INVERSIÓN TEMÁTICA:** este tipo de inversión trata de capturar una oportunidad temática determinada. Para algunos sectores más “puristas”, este tipo de fondos puede no ser ISR cuando sólo invierten en una actividad con atributos sociales o ambientales pero no incorporan criterios ESG de manera general en el proceso de inversión. Así, un fondo que invierte en energías limpias pero no toma en cuenta aspectos sociales o de buen gobierno, no sería considerado ISR.

*EJEMPLOS 1: Fondos de energías limpias. 2: Fondos de agua. 3: Fondos que invierten en innovación. 4: Fondos de microcréditos.*

### APROXIMACIÓN NEGATIVA:

La aproximación negativa, por su parte, establece filtros éticos que excluyen a determinadas empresas, industrias o sectores del universo apto para las inversiones. Entre los filtros éticos más empleados están el armamento, el tabaco, el alcohol, la energía nuclear, el juego o la pornografía.

Más allá de las estrategias genéricas de ISR, existen en el mercado diversos índices bursátiles socialmente responsables. De ellos destacan –por su notoriedad y alcance global– las familias FTSE4Good y Dow Jones Sustainability Indexes respectivamente. Cada proveedor de índices establece una serie de criterios de responsabilidad social de cara a la admisión al índice.

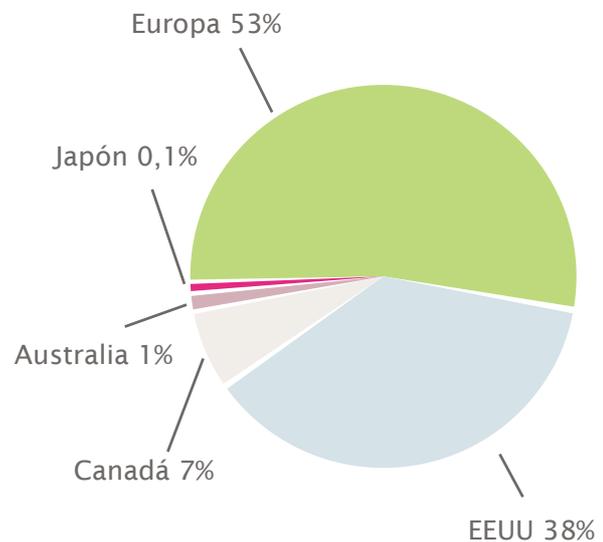
\*\* Puede consultar de manera regular la evolución de estos índices y su comparativa con los índices generales en el apartado de indicadores del RSEARCH.

## El tamaño del mercado ISR

La Inversión Socialmente Responsable constituye una de las áreas de mayor crecimiento en el mundo de la gestión de activos durante los últimos años. De acuerdo con Eurosif (Foro Europeo de Inversión Sostenible), sólo en Europa la ISR ha crecido un 46% al año durante el último ciclo expansivo (entre 2002 y 2007). En este mercado, la ISR ya representa más de un 17,6% de los activos gestionados, lo que hace pensar que la inversión socialmente responsable está dejando de ser un nicho de mercado para convertirse en una práctica general.

El mercado mundial de inversión responsable alcanzaba los 5 billones (5.000 billones anglosajones) de euros en su pico previo a la crisis de 2008. Esta cifra supone una cuantía suficientemente grande como para que las compañías cotizadas presten una especial atención a este creciente nicho de inversores. Así, si comparamos el volumen de inversión actual en ISR con la capitalización de las principales empresas españolas, podemos observar que dichos recursos equivalen a comprar 12 veces el IBEX 35 ó a 55 compañías como Telefónica. (ver gráfico)

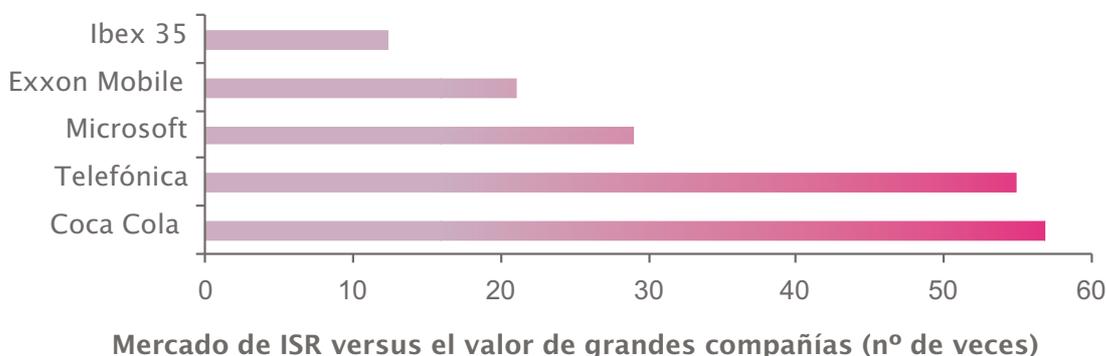
El desarrollo en España ha sufrido, sin embargo, una clara desviación respecto de la tendencia europea. España tiene un mercado infradesarrollado que no alcanza el 1% de la inversión total, según el Informe de Eurosif que parte de los datos de cierre de 2007.



**Mercado mundial de ISR 2007**  
4,9 billones de Eur.

Fuente: Eurosif

El mercado de la ISR, alta importancia relativa



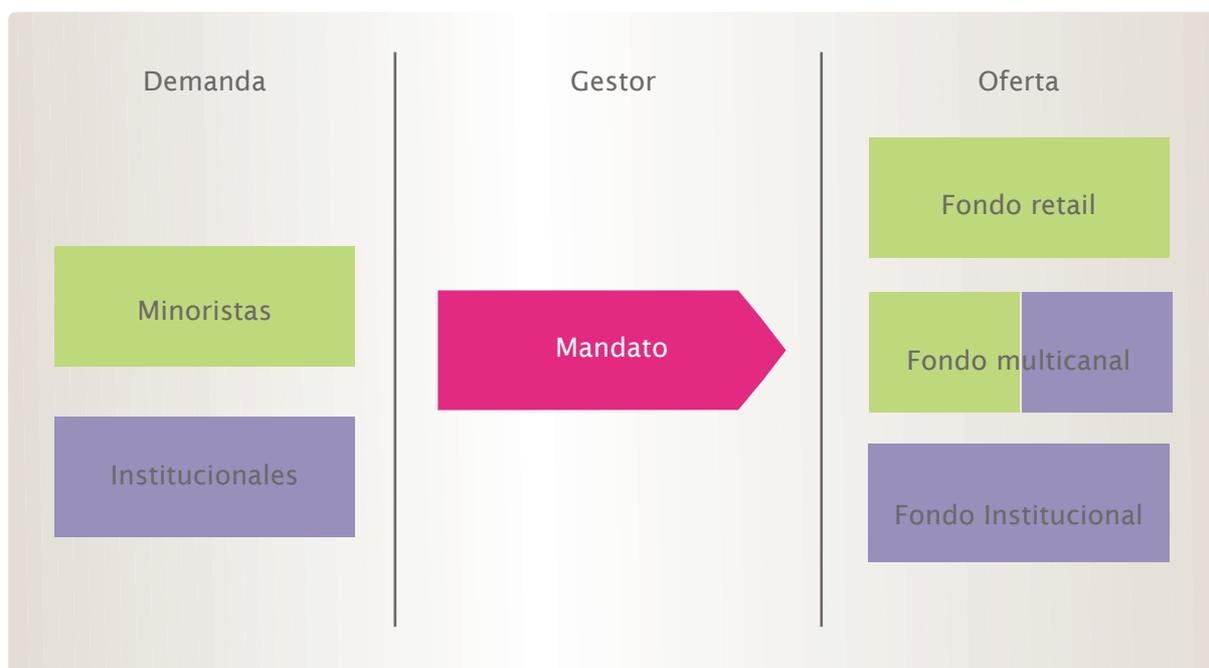
## Oferta y demanda de ISR ¿Quién lo gestiona? ¿Quién lo compra?

La demanda en el mercado de inversiones se compone de dos tramos claramente diferenciados. Por un lado, el tramo institucional que está conformado fundamentalmente por planes de pensiones, compañías aseguradoras y entidades financieras a título propio. Por otro lado, el tramo minorista (o retail) está conformado por inversores particulares, dentro de los cuales podemos encontrar desde grandes fortunas (High Net Worth Individuals[1], hasta pequeños ahorradores.

La oferta se estructura en torno a las sociedades gestoras de fondos de inversión que reciben un mandato de gestión (ver gráfico). Un mandato es fundamentalmente un encargo para gestionar recursos financieros para un tercero, en el que se establece el tipo de inversiones que se pueden realizar en relación con unos objetivos de

rentabilidad y riesgo deseados. Así, los gestores tratan de satisfacer a los dos tramos de la demanda, tanto el institucional como el minorista. En ocasiones, las gestoras ofrecen productos específicos para cada tramo concreto. Otras veces pueden crear vehículos de inversión en los que pueden participar mayoristas y minoristas en una misma cartera de inversión, aunque a precios y condiciones distintas. Un ejemplo del primer tipo sería la creación y comercialización de un fondo de inversión de bolsa española destinado a inversores particulares. Un ejemplo del segundo sería la creación de un fondo que invierte en renta variable china. Esta cartera se comercializa a través de dos tipos de participaciones, la clase A para inversores institucionales y clase B para inversores particulares.

[1] HNWI (High Net Worth Individual) se refiere a inversores particulares que disponen de más de un millón de dólares en activos financieros.



Conviene analizar ambos segmentos –institucional y minorista – de manera separada, ya que tienen unas dinámicas competitivas significativamente distintas.

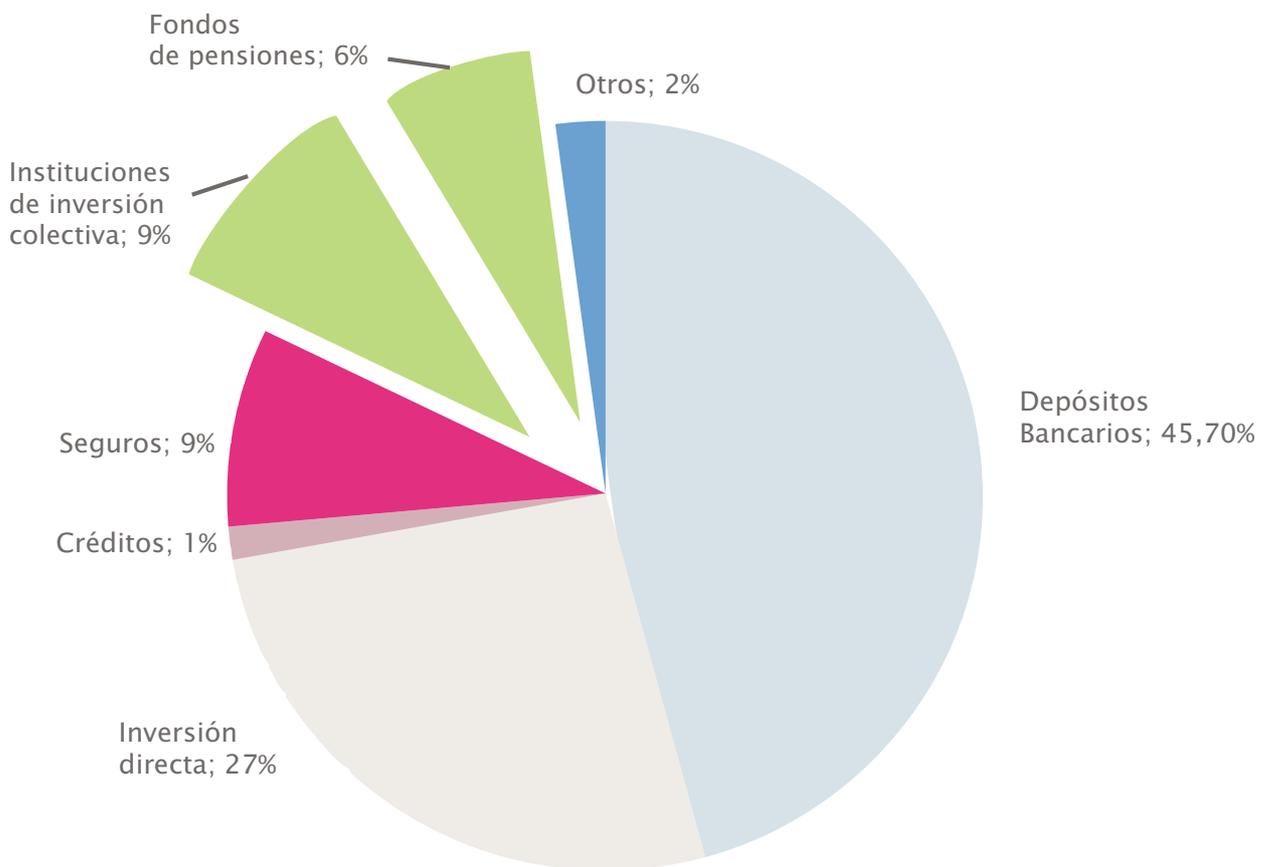
## El mercado minorista en España: mercado de oferta:

Mercado de oferta. España tiene dos particularidades importantes que hacen que el mercado de la inversión minorista

sea un mercado en el que predomina la oferta sobre la demanda. Esto se debe a que las entidades financieras tienen un enorme poder a la hora de prescribir los productos de ahorro e inversión. Este fenómeno se conoce académicamente como un problema de información asimétrica, en el que una parte (oferta) tiene mucha más información y conocimiento que la otra (demanda) y por tanto, ejerce una influencia elevada. Los motivos fundamentales son, entre otros, los siguientes:

**A.** Dependencia de la prescripción: el ahorrador español muestra un menor grado de sofisticación financiera con respecto a otros países de su entorno. Esto genera una preferencia natural por la inversión en inmuebles, depósitos y en renta fija soberana (Bonos del Estado). Así el 45,7% del ahorro de las familias se encuentra en depósitos bancarios frente a un reducido 9,1% en fondos de inversión. Esta baja sofisticación financiera lleva aparejada la necesidad de prescripción a la hora de invertir en otro tipo de activos más complejos como la renta variable, las materias primas, productos estructurados o fondos temáticos.

Ahorro financiero de las familias 2008



Fuente: Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. MEH

**B** ■ Alto nivel de “bancarización”. España es el país con mayor número de oficinas bancarias por habitante del mundo. Antes de la crisis financiera España contaba con 95,87 oficinas por cada 100.000[2] habitantes frente a Alemania con 49,41 o EEUU con 30,86. Este dato revela una importante interacción entre oficinas bancarias físicas y el cliente. Al mismo tiempo, esta estructura de redes bancarias – sobredimensionada, en la opinión de muchos expertos - sólo puede ser rentabilizada mediante una orientación a la generación de comisiones por producto. Los productos de marca propia son generalmente los que mayores comisiones arrojan a la sucursal bancaria. Esto crea una dinámica favorable a la prescripción del producto propio, reduciendo la visibilidad de otros productos eventualmente más competitivos.

Tomando en consideración ambos elementos, se observa un mercado bancario de dos velocidades. Mientras que en España ha existido en los últimos años un mercado bancario enormemente competitivo en la actividad hipotecaria y de captación de depósitos, los productos de ahorro e inversión sufren una serie de condicionantes que limitan enormemente la competencia y su sofisticación. Esto supone una insoslayable barrera para el desarrollo de la ISR, ya que para poder comprar este tipo de productos de manera informada, es preciso entender previamente conceptos como qué es la renta variable, en qué mercados (geográficos) están las inversiones, si existe o no riesgo de divisa, etc. En este sentido, debemos destacar que no se trata de un problema de falta de transparencia o de información sobre los productos de inversión. Existe una abundante y completa información al respecto. Las principales barreras son una baja educación financiera (del ciudadano) y una –de facto- reducida competencia en el retail (la comercialización de productos de ahorro e inversión).

## El mercado Institucional en España: mercado de demanda.

El mercado institucional es un mercado profesional donde existe una altísima concurrencia de oferta y demanda.

Es precisamente en este segmento donde más avances se están produciendo en los últimos años, especialmente en el mercado de planes de pensiones de Empleo, donde las compañías promotoras de estos planes para sus empleados están empezando a demandar criterios ESG a sus gestoras de fondos.

No obstante, el mercado institucional en España es uno de los menos desarrollados de Europa en cuanto a volumen de inversiones. El tramo institucional representa en Europa un 66% del mercado total, frente al 28% en España. Dentro del mercado español, el lado más activo en materia de ISR -el de los planes de pensiones de empleo- representa solamente un tercio del total.

[2] Fundación de Cajas de Ahorros FUNCAS

Distribución del mercado retail versus institucional en Europa



Fuente: EFAMA

Debemos advertir que el éxito de la ISR en España, como en otros países, pasa por el desarrollo de estas prácticas en el mercado institucional. Esto exige dos ajustes estructurales de calado.

En primer lugar, el desarrollo del mercado institucional tanto en volumen como en importancia. Esto es una exigencia del mercado, ya que debido al cambio demográfico y como consecuencia de éste, el déficit previsible del sistema público de pensiones, se hace necesario el reforzamiento y auge del segundo y tercer pilar del sistema de pensiones. Consecuentemente, incrementar el peso de los planes de empleo empresariales (segundo pilar) y los planes individuales (tercer pilar) aseguraría las pensiones al ciudadano y aproximaría el peso del mercado institucional español a la media europea que es, en proporción, 2,35 veces más grande.

En segundo lugar, la mayor integración de los criterios ESG en los planes de pensiones pasa por una mayor amplitud en la oferta de planes de pensiones, así como una mayor transparencia en la gestión de los mismos. Pese a que recientemente se han introducido cambios normativos en esta línea, su implementación evoluciona muy lentamente.

En este sentido, un mayor desarrollo del tramo institucional generaría economías de escala y una mayor profesionalización de la industria (oferta) en España. Esto sería condición necesaria pero no suficiente para el desarrollo del tramo minorista. Este último requiere cambios estructurales relacionados con la educación financiera de los ahorradores

y con una mayor competencia de facto en la comercialización de productos de ahorro e inversión.

## Iniciativas de impulso de la ISR

Las dos iniciativas más relevantes de desarrollo de la Inversión Socialmente Responsable parecen también responder a esta estructura de oferta y demanda. Estas iniciativas son principalmente los SIF (Social Investment Forum) y los PRI (Principios de Inversión Responsable). En líneas generales, podemos vincular a unos y otros con la oferta o con la demanda. Así, los SIF estarían más próximos a la oferta de ISR (gestoras y proveedores de análisis). Por su parte, los PRI estarían más vinculados a la demanda (fundamentalmente inversores institucionales).

**SIF:** Los SIF responden a las iniciales originarias de Social Investment Forum. Estos foros de inversión responsable constituyen la primera organización del mercado de la ISR, en la que colaboran gestoras, ONG, agencias de análisis e instituciones académicas. La agenda de los SIF está más fuertemente vinculada a facilitar apoyo a la labor de las gestoras de fondos, mediante el desarrollo de estudios de mercado, informes sobre la sostenibilidad de los sectores económicos o la creación de guías de transparencia sobre el proceso de análisis de los criterios ESG. Pese a que no existe una estructura estandarizada de SIF y que en cada país cada uno responde a una agenda local, podemos encontrar a nivel europeo un punto de unión entre todos ellos. Eurosif constituye la asociación europea de SIF donde cada una de las iniciativas nacionales se unen para conseguir objetivos generales a nivel europeo, tales como mejorar los estándares de reporte o impulsar la ISR. En Europa los primeros SIF surgen en Holanda (1995) y Reino Unido (1998).

En España se ha creado recientemente SpainSIF (junio de 2009) tras varios años de trabajo por parte de los promotores de este foro. Otros SIF en el mundo incluyen Estados Unidos, Australia, Canadá y Asia.

**UNPRI:** Los principios de inversión responsable son la respuesta al llamamiento de las Naciones Unidas en 2005 a los inversores institucionales para trabajar en el desarrollo de unos principios de ISR. Fruto del trabajo de inversores institucionales junto con Naciones Unidas y otros grupos de interés, surgen los seis Principios de Inversión Responsable. La agenda de PRI está más estrechamente vinculada a facilitar mecanismos de impulso y actuación por parte de los inversores institucionales (planes de pensiones, seguros e instituciones financieras) para lo que desarrollan plataformas de diálogo entre inversores y compañías objeto de las inversiones y otras herramientas. Actualmente existen 650 entidades adheridas a los PRI en todo el mundo, de las cuales un tercio son promotoras de planes de pensiones.

## El investment case, la rentabilidad-riesgo

Una de las principales controversias de la ISR gravita en tono a la demostración empírica de si los criterios ESG aportan o restan valor a las carteras de inversión.

Desde un punto de vista científico, la rentabilidad por sí sola no es un buen indicativo para medir la creación de valor. Sólo se entiende que una inversión aporta valor cuando incrementa la rentabilidad obtenida por cada unidad de riesgo asumida comparada con otras alternativas de inversión. Esto significa que una inversión muy rentable puede no ser eficiente, cuando para obtenerla estemos asumiendo más riesgos de lo normal.

## ¿La ética resta rentabilidad?

La sabiduría popular sostiene que la integración de criterios éticos, sociales o ambientales en las inversiones es muy loable desde un punto de vista humanístico, pero es menos rentable desde un punto de vista práctico. Así, invertir en sectores contaminantes o en actividades que no ofrecen garantías respecto a los derechos humanos – según este razonamiento- ofrecerá rentabilidades superiores a las normales.

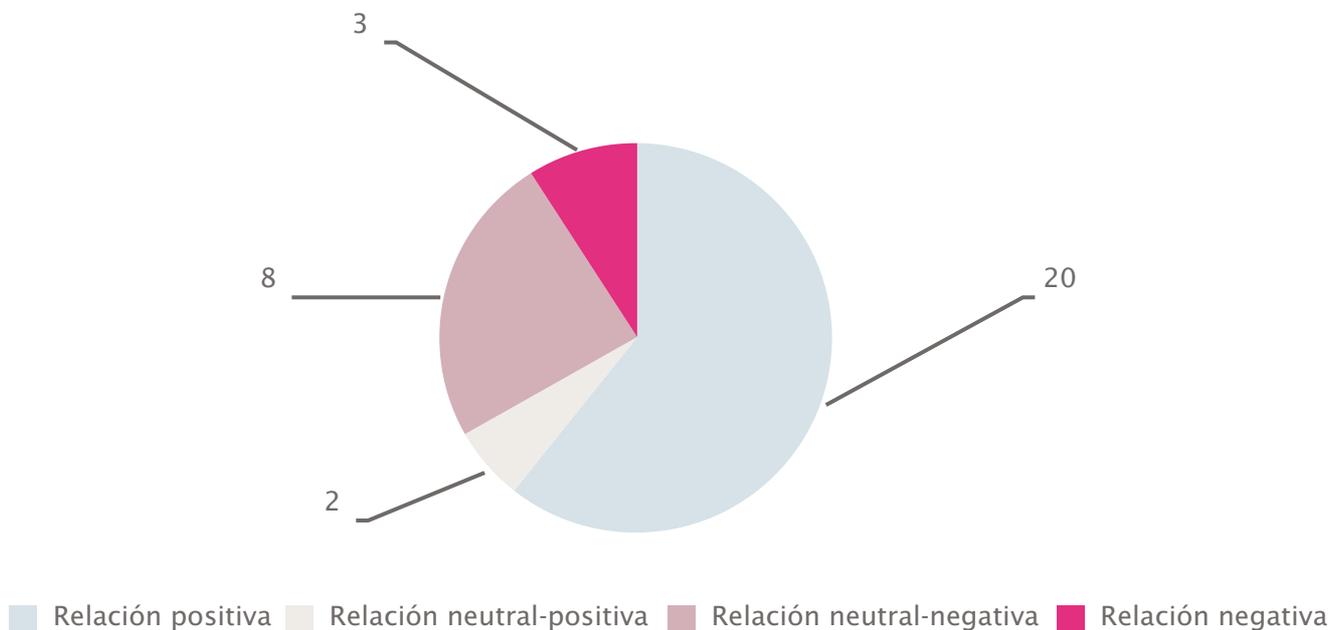
Una visión más científica en este sentido sostendría que al aplicar criterios ESG se estaría limitando a priori el universo de inversión, lo que excluye oportunidades de inversión óptimas a la vez que reduce las posibilidades de diversificación.

## ...o mejora el análisis de las compañías ofreciendo oportunidades de inversión y desinversión?

Esto no responde a la realidad. Un reciente informe de la consultora Mercer<sup>3</sup> en el que revisa 36 estudios académicos a este respecto, algunos de los cuales abarcan desde 1984 hasta la actualidad, concluye que sólo un 10% de los mismos apoyaría la teoría popular. Frente a estos, el 60% de los estudios establece que existe una relación positiva entre la aplicación de los criterios ESG y la rentabilidad financiera.

## ... Quizá dependa, como siempre, de la calidad del gestor

Distribución del número de estudios publicados sobre la correlación entre la rentabilidad e ISR.

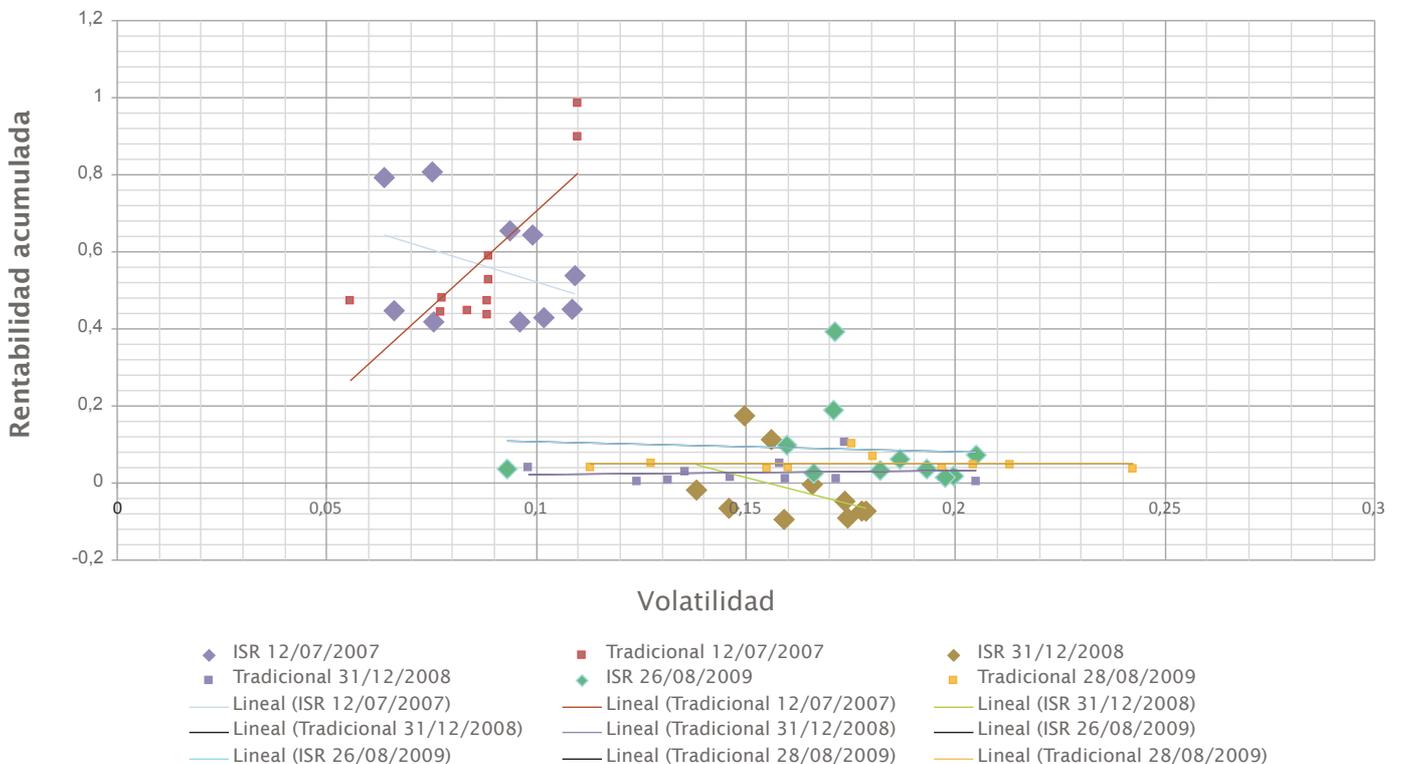


[3] Shedding light on responsible investment: approaches, returns and impacts . Mercer, noviembre de 2009.

En última instancia, la calidad del gestor es lo verdaderamente diferencial en la gestión de carteras. Forética lleva tres años haciendo seguimiento de la evolución a cinco años vista de los diez mejores fondos ISR versus los diez mejores fondos tradicionales, dentro de la categoría de Morningstar Renta Variable Global de Gran Capitalización Blend.

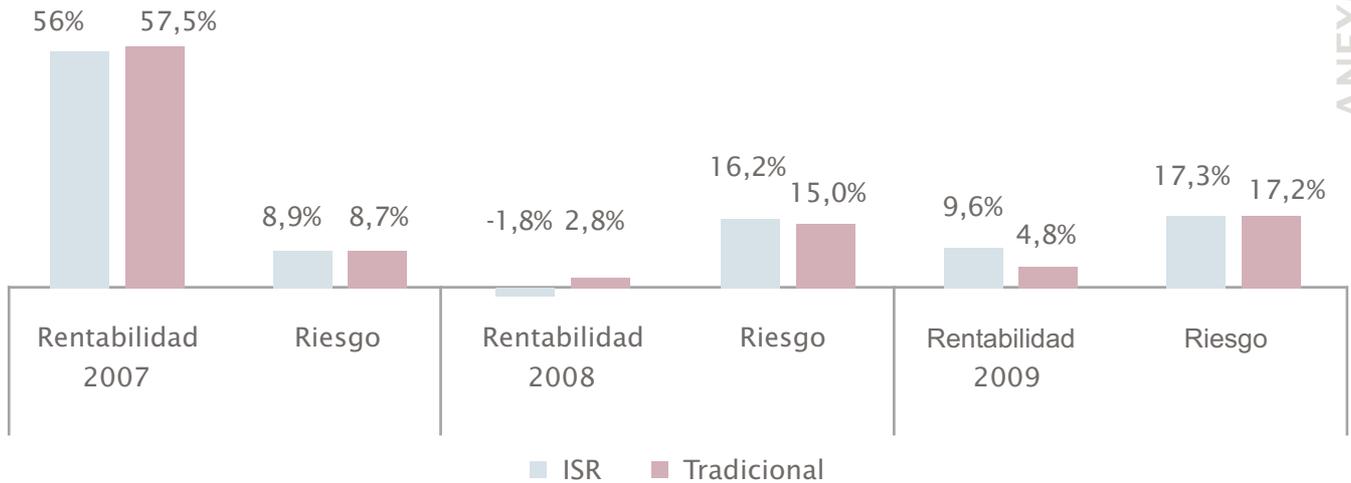
mejores cuatro de los cinco mejores fondos son ISR y nuevamente, los dos primeros corresponden con esta categoría.

Las tres observaciones que se muestran a continuación se tomaron en el último pico bursátil de 2007, en plena crisis de 2008 y en la recuperación de 2009. Los resultados muestran que antes de la crisis los dos mejores fondos (de los 20 considerados) eran ISR, tomando en cuenta su ratio rentabilidad-riesgo. Durante las caídas de finales de 2008, este patrón se mantiene. Posteriormente, ya en la recuperación de 2009, los



Fuente: Morningstar, Avanzi, Forética

Rentabilidad 5 años - Top 10 ISR vs. Top 10 tradicional



Las muestras analizadas en tres momentos del ciclo bursátil muestran una eficiente relación entre rentabilidad y riesgo de los productos ISR.

## Conclusión

La Inversión Socialmente Responsable es una realidad en el panorama de la gestión de activos internacional. La inmensa mayoría de las gestoras de fondos de inversión han ido desarrollando equipos y lanzando productos de inversión vinculados a aspectos de sostenibilidad, al tiempo que ha florecido toda una industria relacionada. Agencias de rating ESG, consultores de inversiones, ONGs y centros de investigación han hecho de la ISR algo más que un nicho de mercado.

España, como hemos visto, lleva un importante retraso en el desarrollo de la ISR fundamentado en características

propias del ahorrador español (por lo general ajeno a los circuitos de inversión financiera) y en el reducido desarrollo del mercado institucional. No obstante, los últimos años han supuesto un cambio de tendencia provocado por la incorporación de un número creciente de planes de pensiones de empleo a la actividad de ISR.

Una vez que la ISR haya alcanzado su máxima penetración en este segmento del mercado institucional, el crecimiento a futuro será más lento en tanto que el consumidor final no modifique sus preferencias de ahorro. No debemos olvidar que la ISR -desde la perspectiva del marketing- supone una hipersegmentación de los productos de

ahorro e inversión y requiere, por tanto, una serie de nociones previas sobre mercados de capitales, metodologías de análisis y gestión de activos.

Una vez superada esta primera barrera, el ahorrador tendrá que madurar y acompasar su variable aversión al riesgo con la apreciación de los atributos sociales y ambientales de sus inversiones. Desde Forética somos optimistas en el sentido de que la creciente concienciación ciudadana en materia de sostenibilidad (consultar las distintas ediciones del [Informe Forética](#) llegará al mundo del ahorro. Los cambios sociológicos son lentos. Será cuestión de esperar.





Publicación de tendencias y actualidad RSE



DIRECCIÓN DE PROYECTO:  
Jaime Silos



REDACTORES:  
Germán Granda  
Ana Herrero  
Laura Maure  
Natalia Montero  
Jaime Silos  
Ricardo Trujillo  
Íñigo Luis

DISEÑO Y MAQUETACIÓN: 21 Gramos, Marketing de peso.

TRADUCCIÓN AL INGLÉS: CELER Soluciones

**Forética**®

Plaza Canalejas, 6 - 4º izquierda · 28014 Madrid  
Tel. +34 91 245 90 13 · FAX. +34 91 245 90 26  
foretica@foretica.es  
[www.foretica.es](http://www.foretica.es)

PATROCINADORES

